

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas
El norte se recupera, el sur aún espera

.....

ABR 15



Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

El Norte se recupera, el Sur aún espera

.....

ABR 15

©2015 International Monetary Fund
Edición en español ©2015 Fondo Monetario Internacional

Edición en español
Sección de Español y Portugués
Servicios Lingüísticos
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales del FMI

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas. Las Américas. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2006–
v. ; cm. — (Estudios económicos y financieros, 0258-7440)

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: 978-1-48431-876-8 (edición impresa)
ISBN: 978-1-48431-938-3 (edición digital)

Pueden solicitarse ejemplares a:
International Monetary Fund, Publication Services
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
Internet: www.imf.org

Índice

Prefacio	v
Resumen ejecutivo	vii
1. Estados Unidos, Canadá y el mundo: Perspectivas y desafíos de política	1
Crecimiento moderado y petróleo menos costoso	1
Perspectivas de un crecimiento más débil a mediano plazo	3
Estados Unidos: La recuperación cobra más fuerza	4
Canadá: Reequilibrándose en un contexto de caída de los precios del petróleo	8
2. Perspectivas y desafíos de política económica para América Latina y el Caribe	15
Economías financieramente integradas	19
Otros países exportadores de materias primas	27
América Central y la República Dominicana	29
El Caribe	32
Anexo 2.1. Aclaración acerca de los datos de Argentina	43
3. La caída de los precios de las materias primas: Consecuencias para las cuentas fiscales y externas de América Latina	47
El ciclo de precios de las materias primas: ¿Dónde estamos ahora?	48
Ajustándose a shocks de precios de las materias primas: Evidencia histórica	50
Perspectivas futuras para la balanza comercial y el saldo fiscal	55
Conclusiones e implicancias de políticas	56
Anexo 3.1. Detalles técnicos	58
4. La reciente debilidad de la inversión en América Latina: ¿Estamos frente a un enigma?	59
Dinámica reciente de la inversión: La desaceleración en perspectiva	59
¿Qué factores determinan la inversión privada en las economías de mercados emergentes?	60
¿Qué factores han estado provocando la reciente desaceleración?	66
Enfoque: Las economías financieramente integradas (AL6)	67
Resumen e implicaciones para las políticas	68
Anexo 4.1	70
5. Crecimiento a largo plazo en América Latina y el Caribe: El rol de la complejidad y la diversificación económica	73
Introducción	73
¿Qué tan diversificadas están las economías de ALC?	73

¿Qué tanto importa la diversificación/complejidad?	75
Consecuencias para las perspectivas de crecimiento en ALC	77
¿Qué políticas pueden promover la complejidad y la diversificación?	79
Conclusiones e implicancias de políticas	81
Anexo 5.1. Resultados de la regresión	83
Lista de abreviaturas de los países	85
Referencias	87
Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental	91
Recuadros	
1.1 ¿Ha terminado el boom del petróleo “shale” en Estados Unidos?	12
2.1 Brechas de crédito en América Latina: Es preciso mantenerse alerta	36
2.2 Fortalecimiento del dólar de EE.UU. y actividad económica en América Latina	38
2.3 ¿Cómo afecta el descenso del precio del petróleo a los países de América Central y el Caribe?	40
3.1 Actividad del sector de las materias primas e ingresos fiscales: Vínculos directos	57
5.1 Definición y medición de la complejidad económica	82
Cuadros	
2.1. Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos	44
2.2. Hemisferio Occidental: Principales indicadores fiscales	45
2.3. Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2005–14	46

Prefacio

La edición de abril de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Hamid Faruquee y André Meier, bajo la dirección general de Alejandro Werner y la supervisión de Krishna Srinivasan. El equipo estuvo integrado por Steve Brito, Carlos Caceres, Bertrand Gruss, Genevieve Lindow, Nicolás E. Magud, Natalija Novta, Sebastián Sosa, Fabiano Rodrigues Bastos y Ben Sutton. Además, Stephan Danninger, Lusine Lusinyan y Andrea Pescatori contribuyeron al capítulo 1; Gabriel Di Bella, Pablo Druck y Jaume Puig Forné contribuyeron al capítulo 2, y Ke Wang contribuyó al capítulo 5. María S. Gutiérrez colaboró en la producción, asistida por Misael Galdámez; Joanne Creary Johnson, del Departamento de Comunicaciones, editó el manuscrito y coordinó la producción, con la ayuda de Katy Whipple. Este informe refleja la evolución de los acontecimientos y proyecciones del personal técnico del FMI hasta principios de abril de 2015.

Resumen ejecutivo

El crecimiento mundial continuó siendo modesto y desigual durante el pasado año —en un marco de nuevas revisiones a la baja de los pronósticos de crecimiento a mediano plazo y una fuerte caída del precio del petróleo— y se proyecta que aumente solamente de manera gradual en el período venidero. Las perspectivas para las economías avanzadas han mejorado levemente: se proyecta que la economía estadounidense mantenga un crecimiento vigoroso, y que el abaratamiento del petróleo y la depreciación de sus monedas respalde la recuperación en la zona del euro y Japón. En cambio, se prevé que el crecimiento se modere en los países exportadores de petróleo y varias economías de mercados emergentes grandes, como China. Los riesgos en torno a estas perspectivas mundiales se han vuelto más equilibrados, pero subsisten algunos riesgos a la baja clave —entre ellos, una intensificación de las tensiones geopolíticas, posibles cambios bruscos en los mercados financieros y riesgos de estancamiento y baja inflación en las economías avanzadas.

En este entorno global, América Latina y el Caribe se enfrentan a unas perspectivas particularmente desafiantes, aunque con divergencias, en líneas generales, entre el norte y el sur de la región. En conjunto, se proyecta que el crecimiento disminuirá por quinto año consecutivo en 2015, ubicándose ligeramente por debajo del 1 por ciento para luego comenzar a recuperarse moderadamente en 2016. El debilitamiento económico se concentra en los países exportadores de materias primas de América del Sur, donde el descenso de los precios internacionales de las materias primas ha exacerbado los desafíos específicos que enfrentan algunos países. Así pues, se prevé que el producto se contraiga durante este año en tres de las economías más grandes del sur (Argentina, Brasil y Venezuela), mientras que se proyecta un repunte del crecimiento solo para Chile y Perú. En cambio, se proyecta que el crecimiento en gran parte de América Central, la región del Caribe y México se mantenga estable o se fortalezca, respaldado por una reducción de la factura petrolera para los importadores y una robusta recuperación económica en Estados Unidos.

A pesar de la continua desaceleración regional, la capacidad económica ociosa sigue siendo limitada, mientras que las expectativas de crecimiento a mediano plazo han continuado deteriorándose. Asimismo, las posiciones fiscales se han debilitado en la mayoría de los países, por lo cual no parece aconsejable una mayor expansión fiscal para impulsar el crecimiento. La flexibilidad cambiaria puede jugar un rol fundamental para facilitar el ajuste a condiciones externas más difíciles. Es vital que las autoridades económicas 1) garanticen la solidez de las finanzas públicas, especialmente porque sigue habiendo importantes riesgos a la baja para el crecimiento; 2) mantengan bajo control las vulnerabilidades del sector financiero, dado que la reducción de las ganancias, las condiciones de financiamiento más difíciles y el fortalecimiento del dólar de EE.UU. están poniendo a prueba la capacidad de resistencia de los deudores, y 3) aborden los problemas estructurales de larga data para impulsar la inversión y la productividad.

- Estas prioridades generales de política también se aplican a las *economías financieramente integradas*, aunque las circunstancias de cada país requieren un enfoque adaptado a su situación particular. *Brasil* está atravesando la peor recesión en más de dos décadas pero deberá perseverar en los esfuerzos de política promovidos recientemente para contener el aumento de la deuda pública y restablecer la confianza en su marco de política macroeconómica. En *México*, finalmente se prevé una moderada recuperación, la cual debería facilitar la ejecución del plan previsto por las autoridades para reducir gradualmente el déficit presupuestario. En virtud de sus posiciones fiscales iniciales más sólidas, *Chile*, *Colombia* y *Perú* podrán suavizar el ajuste necesario de sus economías a un entorno de términos de intercambio menos favorables.

- El colapso de los precios del petróleo ha asestado un duro golpe a varios países del grupo de *otros exportadores de materias primas* de América del Sur, resaltando la necesidad de aplicar medidas de restricción fiscal, aumentar la flexibilidad cambiaria e introducir importantes mejoras en la gobernanza y el clima de negocios. En *Venezuela*, es indispensable introducir cambios sustanciales en las políticas para frenar la crisis económica. En *Argentina*, las presiones sobre el tipo de cambio se han atenuado recientemente, pero las distorsiones y desequilibrios económicos existentes hacen necesario introducir ajustes de políticas para restablecer el crecimiento y la estabilidad.
- Las economías de *América Central* deberían aprovechar el alivio proporcionado por el abaratamiento de las importaciones de energía para reducir sus vulnerabilidades fiscales y reforzar la credibilidad de los regímenes de metas de inflación. Las reformas estructurales continúan siendo indispensables para abordar los cuellos de botella del lado de la oferta y mejorar las perspectivas de un crecimiento sostenido e inclusivo.
- Análogamente, la aparente recuperación en las economías del *Caribe* dependientes del turismo brinda la oportunidad de avanzar en la aplicación de medidas orientadas a mejorar la competitividad, reducir los déficits fiscales y externos, que siguen siendo elevados, y restablecer la estabilidad de los sistemas financieros frágiles.

Este volumen de *Perspectivas económicas: Las Américas* incluye tres capítulos analíticos en los que se examinan algunos desafíos fundamentales que plantea la reciente desaceleración y las perspectivas de crecimiento. Específicamente, se analizan el impacto de la caída de los precios de las materias primas en las posiciones fiscales y externas en la región, los factores que explican la marcada desaceleración de la inversión, y la importancia de la diversificación y la complejidad económica para las perspectivas de crecimiento a más largo plazo. Las principales conclusiones son las siguientes:

- Dadas las perspectivas de precios mundiales de las materias primas persistentemente bajos, es probable que varios países de la región que exportan materias primas enfrenten una caída significativa y duradera de sus ingresos fiscales, requiriendo un cierto esfuerzo deliberado para reducir los déficits presupuestarios. Es probable que el deterioro de la balanza comercial sea relativamente moderado y de corta duración. Sin embargo, el ajuste del sector externo no suele darse por un aumento de las exportaciones no relacionadas con las materias primas, sino más bien por una aguda compresión de las importaciones, especialmente en países que tienen regímenes cambiarios más rígidos y escasa diversificación de las exportaciones.
- La inversión real en la región se ha desacelerado notablemente desde 2011, aunque hasta la fecha la evolución ha sido congruente con los patrones históricos. En base a datos a nivel de empresas, el marcado descenso de los precios de exportación de las materias primas parece ser la principal causa de la desaceleración de la inversión en América Latina, aunque otros factores determinantes tradicionales también han contribuido a esa desaceleración. Las perspectivas de una recuperación vigorosa de la inversión dependerán de la determinación de las autoridades de tomar medidas decisivas orientadas a mejorar las condiciones para la inversión privada.
- La diversificación y la complejidad económica —en términos de la gama de productos que produce un país y del nivel de sofisticación de esos productos— son importantes para el crecimiento a largo plazo. En América Latina y el Caribe, sin embargo, el nivel de diversificación y complejidad de la economía es relativamente bajo, y no se ha progresado mucho en la última década. La clave para mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo es la priorización de reformas estructurales y el aprovechamiento de los efectos de propagación de conocimientos y aprendizaje derivados de una mayor apertura, manteniendo al mismo tiempo marcos macroeconómicos sólidos.

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

En un marco de perspectivas menos favorables, precios del petróleo más bajos y oscilaciones cambiarias, el crecimiento mundial continúa siendo modesto y desigual. El panorama y los desafíos de política económica para las economías del hemisferio occidental están determinados por muchos de los mismos factores. Primero, una caída sustancial del precio del petróleo incidirá en el patrón de crecimiento a corto plazo, de manera positiva para Estados Unidos, negativa para Canadá y neutra en términos generales para la región en su conjunto. En este contexto, el fortalecimiento del dólar de EE.UU. ha sido beneficioso, pero la volatilidad de los tipos de cambio también supone riesgos. Segundo, las expectativas menos favorables de crecimiento a mediano plazo en muchas economías avanzadas y de mercados emergentes desestimulan la inversión. Las tasas de crecimiento mundial y regional se han reducido, aunque los riesgos están ahora más equilibrados que antes. Los principales desafíos de política económica se centran en elevar el crecimiento real y potencial y respaldar un proceso de reequilibrio.

Crecimiento moderado y petróleo menos costoso

El crecimiento mundial se mantuvo moderado a una tasa de 3,3 por ciento en 2014, prácticamente en línea con lo esperado. El desempeño de las principales economías ha sido dispar o divergente, y muchas de ellas crecieron menos que lo anteriormente previsto. Tal como se analiza en la edición de abril de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), se proyecta que el crecimiento mundial sea de 3,5 y 3,8 por ciento en 2015 y 2016 respectivamente, 0,3 puntos porcentuales por debajo de las respectivas proyecciones de octubre (véase el gráfico 1.1). Las revisiones a la baja reflejan una revaluación de las perspectivas para los

Nota: Preparado por Hamid Faruqee con Stephan Danninger y Andrea Pescatori. Genevieve Lindow, Madelyn Estrada y Rania Papageorgiou brindaron una excelente asistencia en la investigación.

Gráfico 1.1

El crecimiento mundial sigue siendo moderado y desigual tras la caída de los precios del petróleo y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.

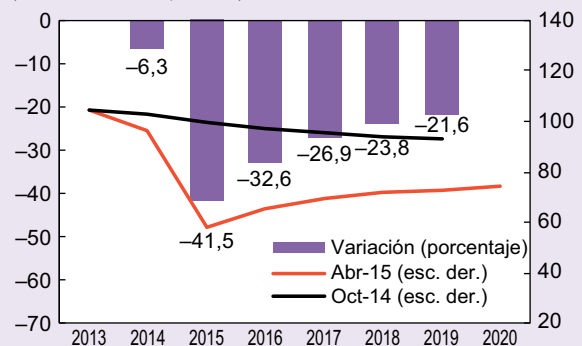
Crecimiento del PIB real

(Porcentaje; tasa anual)

	2013	2014	Proyecciones	
			2015	2016
Mundo	3,4	3,4	3,5	3,8
Economías avanzadas	1,4	1,8	2,4	2,4
Estados Unidos	2,2	2,4	3,1	3,1
Zona del euro	-0,4	0,9	1,5	1,7
Japón	1,6	-0,1	1,0	1,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,0	4,6	4,3	4,7
China	7,8	7,4	6,8	6,3
Rusia	1,3	0,6	-3,8	-1,1

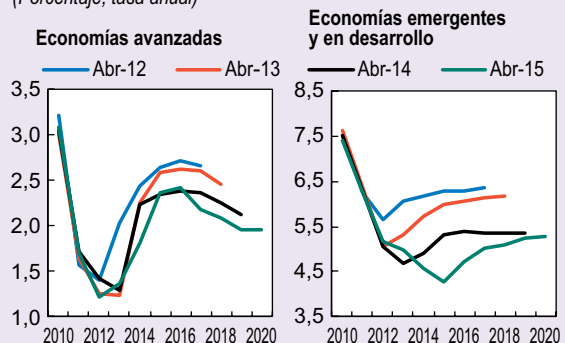
Comparación de proyecciones del precio del petróleo

(Dólares de EE.UU. por barril)



Crecimiento del PIB real en ediciones anteriores del informe WEO

(Porcentaje; tasa anual)



Fuentes: FMI, informe WEO, y proyecciones del personal técnico del FMI.

grandes mercados emergentes y algunos de los principales países exportadores de petróleo. Mientras tanto, el panorama para las economías avanzadas, sobre todo Estados Unidos, está mostrando algunas señales de mejora.

Últimamente, el cambio más drástico en el contexto internacional ha sido el fuerte descenso de los precios del petróleo, que actualmente están casi 40 por ciento por debajo de los valores previstos en la edición de octubre de 2014 del informe WEO.

Esa caída inusualmente pronunciada de los precios refleja principalmente una oferta mayor que la esperada de los países de la OPEP y de otros países productores de petróleo, así como un nivel de actividad económica y de demanda de petróleo inferior a la prevista (especialmente en algunos mercados emergentes). Un precio más bajo del petróleo, por sí mismo, debería representar un impulso neto positivo para la economía mundial a través de menores costos de los insumos energéticos para las empresas y un mayor ingreso disponible para los consumidores. Pero el shock a los precios del petróleo tendrá importantes efectos redistributivos, desplazando el ingreso desde los países exportadores de petróleo hacia los importadores, y reducirá una inflación mundial que ya registra niveles bajos. Los precios de otras materias primas también permanecen muy por debajo de sus máximos recientes.

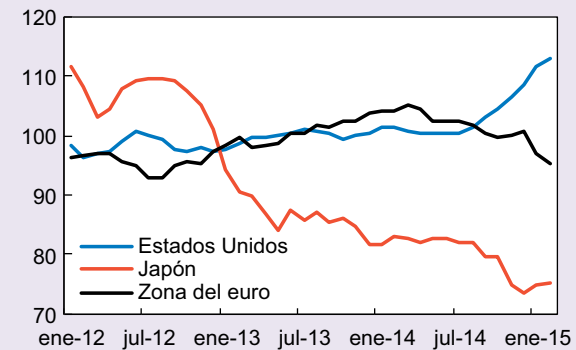
Las condiciones financieras a nivel internacional —en especial, los bajos rendimientos de los bonos a largo plazo— se mantienen laxas, dada la mayor expansión monetaria de los bancos centrales de Europa y Japón para combatir las presiones deflacionarias. Sin embargo, las posibles tensiones en torno al eventual ajuste de tasas de política monetaria en Estados Unidos durante el año en curso podrían generar cierta volatilidad en los mercados¹. Entre las principales monedas, los tipos de cambio han variado sustancialmente en los últimos meses, sobre todo a raíz del fortalecimiento del dólar de EE.UU., reflejando una evolución (esperada)

¹Véase la edición de abril de 2015 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR) (FMI, 2015a).

Gráfico 1.2

Tipo de cambio efectivo nominal

(Índice: 2010 = 100)



Fuente: FMI, Information Notice System.

diferente del ritmo de crecimiento y de las tasas de política monetaria, así como del precio del petróleo (véase el gráfico 1.2). Los movimientos de los tipos de cambio, en principio, pueden resultar beneficiosos al redistribuir la demanda entre los diversos países, pero también pueden plantear riesgos cuando la apreciación del dólar es fuerte y repentina.

En general, los riesgos parecen estar ahora más equilibrados que antes, en torno a una proyección más baja del crecimiento mundial. Un impulso a la demanda mayor que el previsto, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, constituye un riesgo al alza, mientras que los riesgos a la baja relacionados con un crecimiento más lento de los mercados emergentes ya están reflejados en las proyecciones de base. Los principales riesgos a la baja todavía incluyen una intensificación de las tensiones geopolíticas (muy especialmente en Rusia y Ucrania) que afecte a las principales economías; cambios abruptos de los precios de los activos a medida que cambie la configuración de las políticas monetarias acomodaticias, y los riesgos de estancamiento y baja inflación en las economías avanzadas. En las principales economías o regiones:

- Como consecuencia de una recuperación más fuerte, se proyecta que *Estados Unidos* crezca en torno al 3 por ciento en 2015–16, con un crecimiento superior a la tendencia y una robusta demanda privada respaldados por el abarata-

miento del petróleo, a pesar del aumento gradual proyectado de las tasas de interés y la reciente apreciación del dólar (véase la sección que sigue).

- Tras llegar a un nivel mínimo a mediados de 2014 como resultado de una escasa inversión privada, el crecimiento en la *zona del euro* ha mostrado signos de recuperación, a raíz de la caída de los precios del petróleo, las bajas tasas de interés y el debilitamiento del euro. Después de un decepcionante 2014, también se proyecta que el crecimiento en *Japón* se recupere, sustentado por un yen más débil y precios del petróleo más bajos.
- En los mercados emergentes, la desaceleración de la inversión inmobiliaria en *China* ha sido algo más aguda que lo esperado. Se prevé una desaceleración continua y gradual del crecimiento, y la adopción de políticas de estímulo moderadas en la medida que las autoridades buscan el equilibrio justo entre respaldar la actividad económica y reducir las vulnerabilidades generadas anteriormente por un rápido crecimiento del crédito y de la inversión. En el caso de *Rusia*, la perspectiva de crecimiento marcadamente más débil refleja el impacto de la fuerte caída de los precios del petróleo y la intensificación de las tensiones geopolíticas, mientras que en otros mercados emergentes exportadores de materias primas se proyecta que el debilitamiento de los términos de intercambio tenga ahora un impacto más adverso en el crecimiento a mediano plazo.
- En un contexto de frenos idiosincráticos al crecimiento en distintos países, precios más bajos de las materias primas pero una recuperación más fuerte de Estados Unidos, se espera que el crecimiento regional de *América Latina y el Caribe* (ALC) caiga levemente por debajo del 1 por ciento, aunque con divergencias que, en líneas generales, se ubican a lo largo de la dimensión norte/sur de la región. Concretamente, las revisiones a la baja se concentran en los países exportadores de materias primas de América del Sur, muy especialmente *Brasil* (véase el capítulo 2). En términos del balance fiscal y externo, el shock a los precios de las materias primas puede tener efectos significativos en la región (véase el capítulo 3).

Perspectivas de un crecimiento más débil a mediano plazo

De cara al futuro, las perspectivas a mediano plazo se han vuelto menos favorables para las economías avanzadas y, especialmente, para los mercados emergentes, donde la actividad ha venido desacelerándose desde 2010 (véase el gráfico 1.1).

La preocupación acerca de un enlentecimiento del producto potencial en las economías avanzadas refleja factores de largo plazo, tales como cambios demográficos, así como una debilidad sorpresivamente perdurable de la inversión luego de la crisis financiera mundial. En la zona del euro, por ejemplo, un legado de alto endeudamiento y ajuste gradual de los balances bancarios continúa obstaculizando el mecanismo de transmisión monetaria, los flujos de crédito y la inversión, afectando de ese modo el crecimiento.

El crecimiento más débil que el previsto en el caso de los mercados emergentes, que prolonga una secuencia de sorpresas negativas a lo largo de los últimos cuatro años, refleja un prolongado ajuste —aún en curso— a las menores expectativas de crecimiento a mediano plazo².

En América Latina, se prevé que las perspectivas menos favorables en materia de crecimiento y ganancias futuras —en un contexto de cambiantes condiciones externas, particularmente menores precios de las materias primas— pesen negativamente en las decisiones de inversión de las empresas locales (véase el capítulo 4). Si bien la moderación de las inversiones no constituye de por sí un enigma, impondrá un lastre al crecimiento futuro de la región.

Desde una perspectiva más amplia, varias economías de ALC enfrentan importantes desafíos en materia de crecimiento debido, en parte, a una base económica relativamente estrecha y la falta de diversificación hacia industrias más sofisticadas e intensivas en conocimiento (véase el capítulo 5).

²Estos temas se analizan también con mayor detalle en el capítulo 3 (Producto potencial) y el capítulo 4 (Inversión) de la edición de abril de 2015 del informe WEO (FMI, 2015b).

Desafíos de política económica

En este contexto, elevar el producto real y potencial sigue siendo una prioridad. En el mediano plazo, lograr un reequilibrio en las principales economías será importante para asegurar la sostenibilidad del crecimiento.

En muchas economías avanzadas, una política monetaria acomodaticia continúa siendo esencial para respaldar la actividad económica y alejar el riesgo de nuevas caídas en las expectativas de inflación, particularmente en la zona del euro. También existen motivos de peso para aumentar la inversión en infraestructura en algunas economías, incluido Estados Unidos.

En muchos mercados emergentes, el margen para adoptar políticas macroeconómicas que sustenten el crecimiento es aún limitado. Pero en algunos, la caída de los precios del petróleo contribuirá a reducir la inflación y las vulnerabilidades externas, atenuando así las presiones para que los bancos centrales eleven las tasas de interés de política monetaria. Tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes se necesitan urgentemente reformas estructurales que eleven el producto potencial.

En el caso de América Latina, muchas de esas mismas observaciones resultan pertinentes, debido al menor ritmo de crecimiento, la disminución de los precios de las materias primas y las deficiencias estructurales. La limitada capacidad económica ociosa y el reducido margen de maniobra disponible en materia de políticas económicas en la mayoría de los países, restringen la posibilidad de establecer medidas de estímulo a corto plazo y elevan la importancia de que se introduzcan reformas estructurales de mediano plazo que contribuyan a elevar el crecimiento e impulsar la prosperidad económica.

Estados Unidos: La recuperación cobra más fuerza

La economía de Estados Unidos cobró mayor ímpetu el año pasado. El PIB creció más de 2½ por ciento (en términos anualizados) durante el segundo semestre de 2014, superando con facilidad la contracción vinculada a las condiciones climáticas

que se registró en el primer trimestre. El crecimiento del empleo se aceleró a 260.000 nuevos puestos de trabajo por mes en el año —el nivel más alto desde la crisis financiera mundial— estimulando un robusto crecimiento del consumo que superó el 4 por ciento (tasa anual desestacionalizada) al cierre del año (véase el gráfico 1.3).

El gasto de consumo estuvo asimismo apuntalado por la mejora de los balances de los hogares, el alza del mercado de valores y la recuperación del precio de las viviendas. Una caída de las tasas hipotecarias elevó el número de nuevas construcciones y permisos de obra a 1 millón de unidades. Las tasas de ejecuciones hipotecarias (como porcentaje de las hipotecas) descendieron hasta alcanzar el nivel más bajo de los últimos siete años.

El crecimiento de las exportaciones y la inversión empresarial fue menos pujante, una señal de la necesidad de reequilibrar más la economía. Los precios del petróleo más bajos favorecen la cuenta corriente a través de la balanza comercial petrolera, pero la debilidad de la demanda internacional y el fortalecimiento del dólar frenaron las exportaciones en un año que, por lo demás, se presentó como muy sólido para el sector manufacturero. Las empresas comenzaron a actualizar su equipamiento ante el aumento sostenido de la utilización de la capacidad instalada. El ímpetu se desaceleró, sin embargo, hacia el final del año, cuando la caída de los precios del petróleo empujó a la baja las valuaciones en el sector energético —alrededor de 20 por ciento en el segundo semestre del año— y redujo el crecimiento del gasto de inversión en el cuarto trimestre.

La tasa de desempleo disminuyó a 5,5 por ciento en febrero de 2015. Sin embargo, el crecimiento de los salarios se mantuvo moderado debido a una infrautilización todavía considerable de mano de obra, al tiempo que es escaso en los segmentos de menor calificación como consecuencia del reingreso al mercado laboral de personas que previamente habían desistido en su búsqueda de empleo. La inflación subyacente del gasto de consumo personal (GCP) disminuyó durante el segundo semestre de 2014, hasta llegar al 1,3 por ciento en enero, muy por debajo de la meta de 2 por ciento fijada por la Reserva Federal. La inflación general fue incluso menor, de 0,7 por ciento, debido a la caída de los precios de la energía.

Perspectivas sólidas y demanda privada robusta

Los consumidores continuarán siendo el principal motor de la recuperación. Se proyecta que en 2015 el crecimiento alcance el 3,1 por ciento y se mantenga en ese nivel en 2016. Los factores determinantes del robusto gasto de consumo incluyen un mayor afianzamiento del mercado laboral, precios de la energía marcadamente inferiores y una inflación subyacente controlada que eleva los ingresos reales, así como condiciones financieras acomodaticias. Como resultado del alza de las ganancias y un moderado aumento previsto en la formación de hogares, seguirá recuperándose el inicio de nuevas construcciones en el mercado de grandes viviendas unifamiliares.

Se espera que las empresas continúen actualizando su stock de capital en vías de obsolescencia, teniendo en cuenta las altas tasas de utilización de la capacidad instalada y sustanciales reservas de efectivo. La excepción es el sector energético, donde los bajos precios de la energía están erosionando la rentabilidad. Por último, el retiro del estímulo fiscal continuará este año, pero su contribución negativa al crecimiento será reducida (véase el gráfico 1.4).

En conjunto, se espera que el afianzamiento de la demanda interna compense con creces el impacto de un fortalecimiento del dólar en el sector transable a través de una mayor competencia externa que, por sí sola, podría restar alrededor de ½ punto porcentual del crecimiento en 2015. En el mediano plazo, ambos factores podrían obstaculizar el reequilibrio y, con el tiempo, provocar una ampliación del déficit comercial.

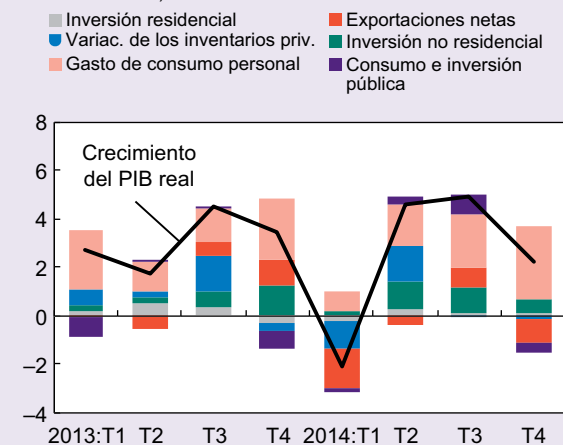
Con respecto a los precios al consumidor, la inflación del GCP ha disminuido de forma significativa en los últimos meses, pero se espera que repunte a medida que se disipen los efectos temporales de la reciente apreciación del dólar y de la caída de los precios de la energía. Se espera que la inflación subyacente del GCP descienda temporariamente al 1,2 por ciento este año antes de subir al 1¾ por ciento en 2016 (véase el gráfico 1.5). Los rápidos cambios asociados a la caída de los precios del petróleo y el fortalecimiento del dólar, sin embargo, han hecho más incierta la perspectiva inflacionaria a corto plazo.

Gráfico 1.3

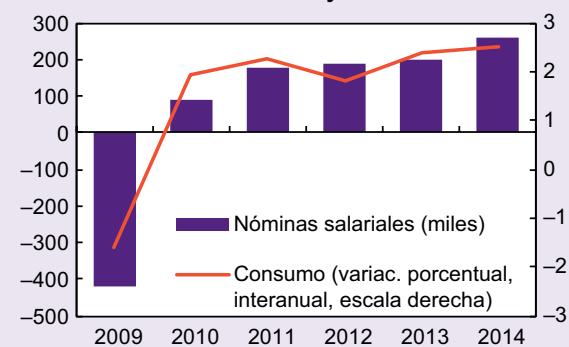
La sólida recuperación en Estados Unidos sigue su curso, impulsada por el consumo y el fortalecimiento de los mercados laborales.

Estados Unidos: Contribución al crecimiento del PIB

(Variación porcentual con respecto al trimestre anterior, tasa anual desestacionalizada)

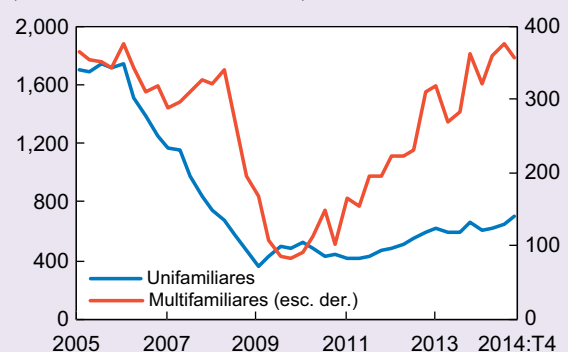


Estados Unidos: Consumo y nóminas salariales



Estados Unidos: Construcción de viviendas

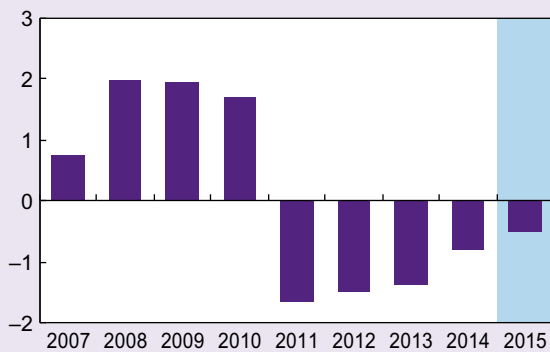
(Miles, tasa anual desestacionalizada)



Fuentes: Haver Analytics, Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos y Oficina del Censo de Estados Unidos.

Gráfico 1.4

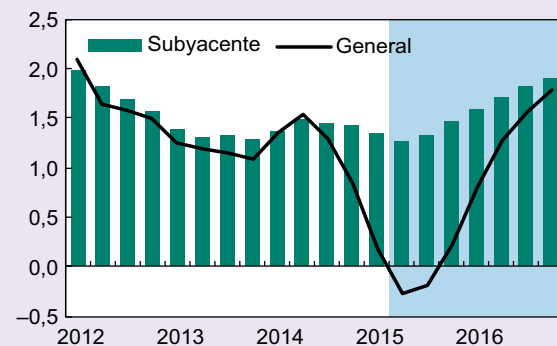
Estados Unidos: Impulso fiscal¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, informe WEO, y proyecciones del personal técnico del FMI.
¹El impulso fiscal es el negativo de la variación del balance primario estructural.

Gráfico 1.5

Estados Unidos: Inflación del GCP
(Fin de período, variación porcentual interanual)



Fuentes: Haver Analytics, Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos y proyecciones del personal técnico del FMI.
Nota: GCP = gasto de consumo personal.

Debido a la fortaleza de la economía, especialmente de la demanda interna privada, se estima que los efectos de segunda ronda en la inflación subyacente resultantes de la caída de los precios del petróleo sean moderados. El tamaño de esos efectos de derrame es, sin embargo, difícil de predecir y depende las percepciones acerca de la duración y severidad de los shocks a los precios de las materias primas, lo que genera una incertidumbre mayor que la habitual acerca del ímpetu de la inflación subyacente. Asimismo, la inflación de los salarios ha estado contenida, pero podría repuntar rápidamente al caer más la tasa de desempleo. Por último, la inflación general probablemente permanezca por debajo de la meta de 2 por ciento durante un tiempo más prolongado, reduciendo potencialmente las expectativas inflacionarias (aunque los datos de encuestas indican que esas expectativas están todavía firmemente ancladas).

En un contexto de presiones inflacionarias contenidas a corto plazo, las tasas de interés a largo plazo han seguido disminuyendo, reforzando la expansión monetaria y la demanda subyacente. La disminución de la prima por plazo refleja un debilitamiento de las condiciones externas, un exceso de demanda de activos seguros y expectativas de una fortaleza futura del dólar. Y puede pasar algún tiempo hasta que esos efectos se retraigan.

La confluencia de factores que inciden en la inflación y el empleo complica la evaluación del momento apropiado para que las tasas de política

monetaria despeguen del límite inferior cero. En su reciente comunicado, la Reserva Federal ha explicado que, ante las continuas mejoras del mercado laboral y la expectativa de que la inflación vuelva al 2 por ciento en el mediano plazo, las tasas de política monetaria deberían aumentar, dependiendo de la nueva información que se reciba. Ponderando cuidadosamente estos factores, la Reserva Federal está planificando adecuadamente elevar dichas tasas, cuyo despegue se espera que se produzca este año y que sea gradual.

Riesgos para la recuperación de Estados Unidos

Aunque los acontecimientos apuntan a una robusta recuperación de Estados Unidos, existen varios riesgos a la baja:

- Un dólar más firme —particularmente, una apreciación fuerte y repentina— podría frenar más de lo previsto el crecimiento de las exportaciones de manufacturas, especialmente si el crecimiento de la demanda externa es decepcionante. Las estimaciones basadas en modelos sugieren que una apreciación del dólar de 10 por ciento, en términos de su valor efectivo real, podría desacelerar el crecimiento entre ½ y 1 por ciento y dificultar el reequilibrio. Los efectos indirectos en la inversión empresarial

podrían desacelerar más la demanda interna. Los bajos precios del petróleo podrían exacerbar esta situación al deprimir la inversión en el sector petrolero más de lo proyectado, con importantes consecuencias para el crecimiento a nivel regional (véase el recuadro 1.1).

- Las tasas de interés a largo plazo podrían subir abruptamente y dañar la recuperación, especialmente en el sector de la vivienda. La contracción de las primas por plazo se relaciona en parte con la evolución de la situación mundial, que podría revertirse (véase el gráfico 1.6). Análogamente, el despegue que efectúe la Reserva Federal de las tasas de interés desde su límite inferior cero o una decisión política arriesgada respecto del límite de la deuda o el presupuesto de 2016 podría generar cambios abruptos en la prima por plazo o una mayor volatilidad de los rendimientos. Un alza pronunciada de las tasas hipotecarias podría representar un problema particular para quienes compran una vivienda por primera vez, ya que en este segmento del mercado la sensibilidad a las tasas de interés puede ser mayor.
- Las vulnerabilidades financieras podrían pasar al primer plano, a pesar de los avances logrados en muchos frentes. Con la implementación de la ley Dodd-Frank, el sistema financiero está mejor equipado para responder al riesgo sistémico y se ha ampliado el perímetro re-

gulatorio. La gestión de riesgos ha mejorado mediante un proceso regular de pruebas de estrés y existe una mejor coordinación entre los organismos de supervisión, aunque la evaluación de riesgos debería extenderse a los efectos de abarcar el sector financiero no bancario. Se ha avanzado en el saneamiento de los balances de los hogares y la capitalización de los bancos se mantiene sólida. Pero el prolongado período de bajas tasas de interés está creando bolsones de vulnerabilidad, especialmente en el sector financiero no bancario. El sector de los seguros se ha visto perjudicado por las bajas tasas de interés y, debido a un descalce de vencimientos entre activos y pasivos, un rápido aumento de las tasas de interés podría debilitar su posición de capital. Los fondos mutuos han seguido creciendo, potenciando su capacidad de transmitir shocks de liquidez a través de los canales de financiamiento, tales como el mercado de repos. También se han acumulado riesgos en los mercados de bonos de alto rendimiento y de préstamos apalancados, debido a que las empresas más débiles recurren a este crédito de acceso relativamente fácil.

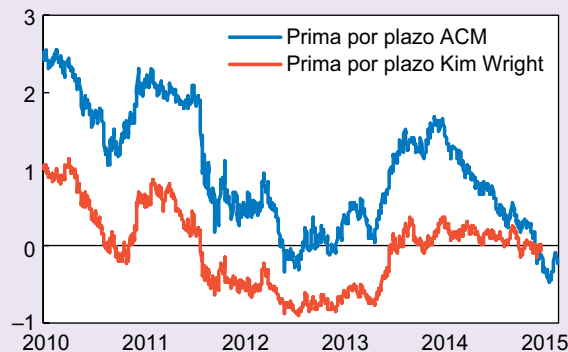
Prioridades de política económica para Estados Unidos

La economía de Estados Unidos no podrá mantener el mismo ímpetu durante mucho tiempo. Se estima que su crecimiento potencial es de alrededor de 2 por ciento, limitado por el envejecimiento poblacional, un menor grado de innovación y un incremento más débil de la productividad. En el mediano plazo, se espera que el ritmo de crecimiento de la fuerza laboral sea más lento por motivos demográficos. La desaceleración de la innovación en materia de tecnología informática (que parece haber contribuido al menor crecimiento de la productividad total de los factores en Estados Unidos) podría tener un efecto más duradero en el crecimiento. Por último, es preciso abordar las consideraciones de sostenibilidad fiscal, ya que el ratio de deuda pública a PIB es sustancialmente superior al nivel previo a la crisis y se espera que aumente más bajo las políticas actuales.

Gráfico 1.6

Estados Unidos: Prima por plazo

(Porcentaje)



Fuentes: Banco de la Reserva Federal de Nueva York y Haver Analytics.
 Nota: Prima por plazo ACM se refiere a Adrian, Crump y Moench (2013).
 Prima por plazo Kim Wright se refiere a Kim y Wright (2005).

Resolver estos desafíos exigirá la implementación de una agenda ambiciosa de políticas del lado de la oferta en un contexto político fragmentado. Resulta prioritario forjar un acuerdo acerca de un plan creíble de consolidación fiscal a mediano plazo, para garantizar que la deuda no aumente nuevamente como resultado de los costos vinculados al envejecimiento de la población y para sustentar la confianza en condiciones de financiamiento estables. Esto requerirá medidas encaminadas a reducir el incremento de los costos de atención de la salud, reformar la seguridad social, simplificar el código fiscal y elevar los ingresos impositivos (mediante una ampliación de la base tributaria y, posiblemente, nuevos impuestos indirectos)³.

También se deben focalizar las políticas públicas en promover la participación en la fuerza laboral. Cualquier paquete de reformas debería incluir medidas que incentiven el trabajo ampliando el sistema de crédito fiscal por ingresos laborales, proporcionando apoyo para el cuidado infantil y sancionando una reforma migratoria basada en las habilidades.

Se podría inducir mejor un proceso de innovación que eleve la productividad a través del régimen impositivo, mientras que el desarrollo de habilidades podría fomentarse mediante mejores programas de capacitación a nivel de los estados y mediante asociaciones con la industria y las instituciones de educación superior. Por último, en la edición de octubre de 2014 del informe WEO se argumenta claramente que en Estados Unidos pueden hacerse inversiones esenciales de infraestructura a un costo relativamente modesto en el corto plazo pero obteniendo beneficios en materia de crecimiento a largo plazo.

Canadá: Reequilibrándose en un contexto de caída de los precios del petróleo

La economía canadiense se expandió a un sólido ritmo de 2,5 por ciento en 2014. Las exportaciones

netas contribuyeron positivamente al crecimiento por segundo año consecutivo. Pero el consumo privado siguió siendo el motor más importante, junto con un sobrecalentado mercado de la vivienda, quedando así incompleto el proceso de reequilibrio de la economía canadiense hacia una inversión empresarial más fuerte (véase el gráfico 1.7).

Encabezando la recuperación, el consumo privado se mantuvo estable. Respaldados por condiciones financieras todavía favorables y un creciente nivel de ingreso disponible, los consumidores incrementaron sus compras de bienes durables tales como automóviles y otros bienes de uso en el hogar. El endeudamiento de los hogares también se mantuvo en alza, alcanzando el ratio de deuda a ingreso un máximo histórico de 157 por ciento en 2014.

La inversión corporativa no residencial se mantuvo débil. Asimismo, existen sólidos indicios de que la reciente caída de los precios del petróleo reducirá significativamente la inversión en el sector energético. Los precios canadienses del petróleo crudo pesado —es decir, los precios del Western Canadian Select (WCS)— han caído prácticamente en línea con su valor de referencia en Estados Unidos (véase el gráfico 1.7, panel b). Las principales empresas energéticas locales han anunciado recortes de su inversión en proyectos de arenas bituminosas durante este año. La inversión en los sectores no petroleros puede, sin embargo, mitigar esa reducción, particularmente en sectores intensivos en el uso de la energía y en sectores que se espera se beneficien de la recuperación económica de Estados Unidos y de un dólar canadiense más débil, tales como la industria manufacturera.

El repunte de las exportaciones netas ha sido auspicioso durante estos últimos años. El volumen exportado aumentó 5,4 por ciento en 2014, el crecimiento más fuerte registrado desde 2010. Las exportaciones han sido favorecidas por la depreciación del dólar canadiense (10 por ciento en términos de su valor nominal efectivo desde diciembre de 2013), una recuperación más fuerte de Estados Unidos y una elevada demanda de energía (véase el gráfico 1.7, panel inferior).

Como resultado, el déficit de cuenta corriente se contrajo considerablemente a -2,2 por ciento en 2014 en comparación con -3,0 por ciento en 2013,

³Véase un análisis de la reforma del código impositivo en la edición de abril de 2015 del *Fiscal Monitor* (FMI, 2015c).

debido principalmente a la fortaleza de la balanza comercial energética. En términos de volumen, las exportaciones de energía crecieron con fuerza, reflejando un cambio en la composición de la demanda petrolera de Estados Unidos. Específicamente, el petróleo canadiense ha ganado una importante participación de mercado en Estados Unidos, que se elevó del 22 por ciento en 2009 al 40 por ciento en 2014. La balanza comercial no energética también mejoró, al crecer las exportaciones por encima de los niveles previos a la crisis en términos de valor. En los últimos meses de 2014, sin embargo, el valor de las exportaciones de energía disminuyó sustancialmente a raíz de la caída de los precios del petróleo.

La consolidación fiscal continuó en 2014. El gobierno federal se mantiene, en términos generales, en vías de lograr un presupuesto equilibrado en el ejercicio 2015/16. La posterior adopción de una orientación fiscal neutra sería consistente con el logro de sus objetivos de deuda pública a mediano plazo. Los gobiernos provinciales siguen comprometidos con su legislación orientada al equilibrio presupuestario, y mediante iniciativas de consolidación fiscal redujeron sus déficits en alrededor de ½ punto porcentual del PIB en 2014. Sin embargo, el balance fiscal varía considerablemente según las provincias. Algunas de ellas deberán intensificar sus esfuerzos de consolidación. Las provincias orientales, como Ontario y Quebec, siguen enfrentando retos fiscales a largo plazo, mientras que en las occidentales —como Alberta— las finanzas públicas parten de un nivel relativamente sólido. En el caso de Alberta, sin embargo, la reciente caída de los precios del crudo impactará significativamente en los ingresos fiscales generados por el sector petrolero.

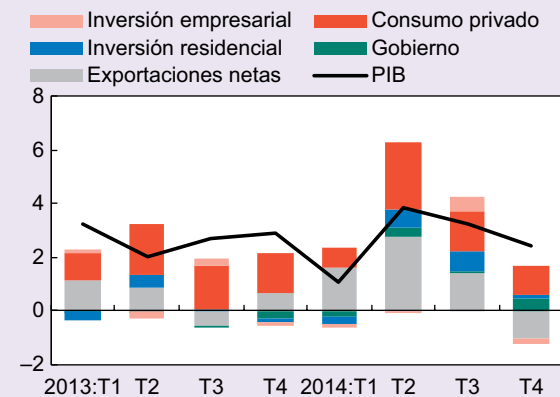
Perspectivas deprimidas y riesgos a la baja

En 2015 y a raíz de la caída de los precios del petróleo, se espera que el crecimiento se atenúe moderadamente al 2,2 por ciento, un nivel todavía algo superior al crecimiento potencial. Si bien las perspectivas económicas para las empresas vinculadas al sector energético se han deteriorado visiblemente, se espera que una recuperación más contundente de Estados Unidos y un dólar canadiense más débil

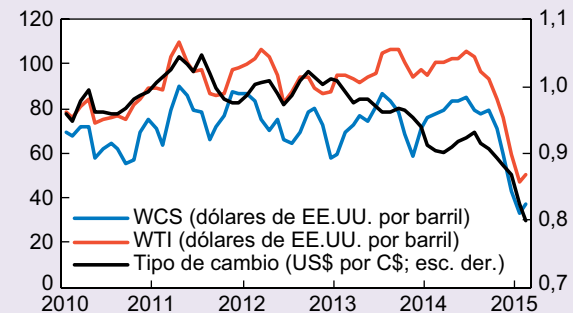
Gráfico 1.7

Se prevé que el sólido crecimiento en Canadá se desacelere debido a la caída de los precios del petróleo, pero el debilitamiento del dólar canadiense debería impulsar las exportaciones no energéticas.

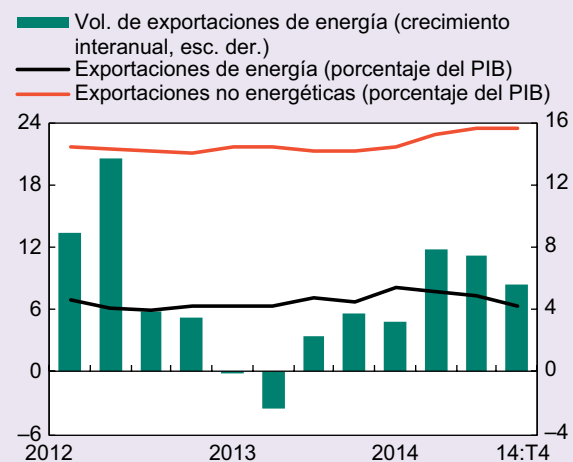
Canadá: Contribuciones al crecimiento del PIB
(Variación porcentual con respecto al trimestre anterior, tasa anual desestacionalizada)



Canadá: Precios del petróleo y tipo de cambio



Canadá: Exportaciones de energía y no energéticas



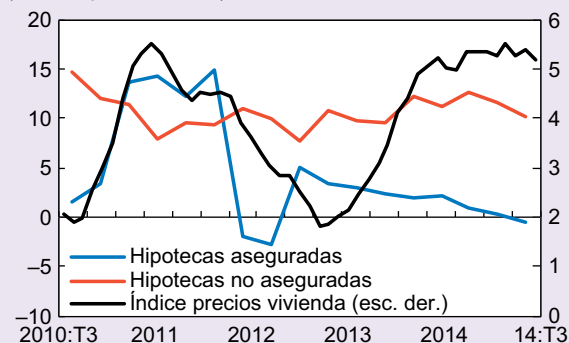
Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; Statistics Canada, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: WCS = Western Canada Select; WTI = West Texas Intermediate.

Gráfico 1.8

Canadá: Precios de la vivienda y préstamos hipotecarios¹

(Variación porcentual anual)



Fuentes: Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras (OSFI) y Asociación Canadiense de Bienes Raíces (CREA).

¹La tasa de crecimiento de las hipotecas aseguradas en 2011:T4–2012:T4 fue calculada como el promedio móvil de las tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas, a fin de tener en cuenta un quiebre estructural en 2011:T4 debido a la reclasificación de las hipotecas titulizadas según *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

estimulen las exportaciones y la inversión en los sectores no energéticos, permitiendo cierto reequilibrio del crecimiento. En este contexto y en vista de la solidez del mercado laboral y el bajo nivel de las tasas hipotecarias, se prevé un aterrizaje suave en el mercado de la vivienda.

La inflación también tenderá a disminuir en un entorno de crecimiento más lento. Se espera que la caída de los precios del crudo haga disminuir la inflación general a alrededor del 1 por ciento, aunque la inflación subyacente permanecería cercana a la meta de 2 por ciento fijada por el Banco de Canadá.

Para Canadá, los riesgos permanecen inclinados moderadamente a la baja. Los principales riesgos son los posibles efectos de un nivel sustancialmente inferior de los precios del petróleo, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y un período prolongado de menor crecimiento en las economías avanzadas y de mercados emergentes. El riesgo de un crecimiento en Estados Unidos más lento que el esperado sería particularmente relevante.

En el frente interno, los altos niveles de endeudamiento de los hogares y la sobrevaloración del sector de la vivienda representan las principales fuentes de vulnerabilidad. Persisten los signos de un sobre calentamiento del mercado de la vivienda, aunque

varían según la región y el segmento del mercado. Los precios de las viviendas han aumentado entre 5 y 6 por ciento (interanual) (véase el gráfico 1.8). Este proceso ha sido impulsado principalmente por Calgary y por el mercado de viviendas unifamiliares y de condominios en el área metropolitana de Toronto y de Vancouver. El análisis del personal técnico del FMI indica una sobrevaloración del precio real de la vivienda a nivel nacional de entre 7 y 20 por ciento.

Con la caída de los precios del petróleo, sin embargo, han aparecido algunos indicios de enfriamiento en los mercados de la vivienda, y es preciso observar con cuidado los riesgos de un aterrizaje más brusco. Un escenario a la baja más profundo sería aquel en el cual los principales riesgos internos y externos se materializan al unísono e interactúan entre sí.

Desafíos de política económica para Canadá

En este contexto, la combinación apropiada de políticas macroeconómicas deberá respaldar el crecimiento tanto a corto como a mediano plazo, facilitando el reequilibrio económico y mitigando al mismo tiempo los riesgos de los mercados de la vivienda y del alto nivel de deuda de los hogares.

En enero, el Banco de Canadá redujo su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos, haciendo referencia a la fuerte caída de los precios del petróleo y la necesidad de ofrecer un seguro frente a los riesgos a la baja en materia de inflación. Esa medida está en línea con lo aconsejado por el personal técnico del FMI en cuanto a utilizar el espacio disponible para tomar medidas de política monetaria en el caso de que los shocks adversos se intensifiquen. Junto con precios del petróleo más bajos y el debilitamiento de los términos de intercambio, un dólar canadiense más débil también contribuiría a reequilibrar la economía hacia el sector no energético.

En general, mantener una política monetaria acomodaticia, junto a un proceso gradual de consolidación fiscal a nivel del gobierno general, estimularía el crecimiento principalmente a través de un mayor nivel de exportaciones e inversión en la economía,

mientras que la adopción de políticas macroprudenciales focalizadas permitiría abordar las vulnerabilidades del sector de la vivienda según sea necesario.

Para reducir las vulnerabilidades financieras, las autoridades han tomado varias medidas a través de los años para endurecer la política macroprudencial, con un visible impacto en el crecimiento de las hipotecas aseguradas y la calidad crediticia de los prestatarios. Sin embargo, las hipotecas sin cobertura de seguro, no sujetas a normas regulatorias de igual rigor, han seguido creciendo a ritmo acelerado, incentivando la demanda de viviendas e indicando posibles fisuras del ajuste macropruden-

cial (gráfico 1.8). En este sentido, sería necesario adoptar medidas adicionales en este frente en el caso de que los riesgos del sector financiero vuelvan a aumentar.

Por último, Canadá enfrenta una serie de desafíos a más largo plazo: baja productividad, cuellos de botella en la infraestructura energética, mejoramiento de la competencia en las industrias de red, reducción de las barreras al comercio interprovincial y aumento de la capacidad de defensa del sector financiero conforme a las recomendaciones formuladas en el marco del Programa de Evaluación del Sector Financiero de 2013.

Recuadro 1.1

¿Ha terminado el boom del petróleo “shale” en Estados Unidos?

¿Qué implica la caída de los precios del petróleo crudo para la industria petrolera de Estados Unidos? ¿Ha terminado el boom de la energía no convencional? Este recuadro resume los datos recientes y analiza las perspectivas potenciales para el sector petrolero de Estados Unidos. Si bien a corto plazo la disminución del precio del petróleo tendrá un impacto claramente negativo en la industria petrolera de Estados Unidos, a mediano plazo podría inducir una restructuración saludable a través de fusiones y ahorro de costos impulsados por los avances tecnológicos.

Aumento y caída de los precios del petróleo crudo

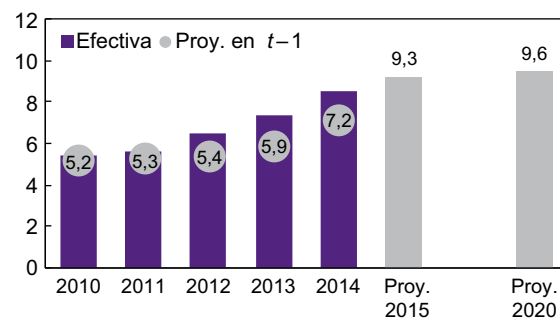
El fuerte y sostenido aumento de los precios del petróleo desde principios de los años 2000, impulsado principalmente por la fuerte demanda (sumada a una serie de perturbaciones de oferta), finalmente provocó importantes cambios en el panorama energético mundial. Los precios del petróleo crudo rondaron en torno a US\$105 el barril entre 2011 y mediados de 2014, frente a US\$25 el barril una década antes. América del Norte (en particular, Estados Unidos) se convirtió en uno de los principales productores del mundo gracias a la revolución de la energía no convencional (véase el recuadro 1.2 de la edición de abril de 2015 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*). Pero el impresionante descenso reciente de los precios del petróleo puede tener importantes efectos en la industria del petróleo no convencional de Estados Unidos. Entre agosto de 2014 y febrero de 2015, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) se redujo prácticamente a la mitad, a alrededor de US\$50 el barril, por debajo de la mayoría de las estimaciones del umbral de rentabilidad de la producción de petróleo de esquisto (“shale oil”) en Estados Unidos. Actualmente, los mercados esperan que los precios del petróleo se recuperen moderadamente a alrededor de US\$60 en 2016.

Sector petrolero de Estados Unidos: Importante pero sigue siendo reducido y concentrado

La producción de energía en Estados Unidos ciertamente respondió fuertemente al aumento de los precios y se benefició de la innovación tecnológica. La producción de petróleo crudo en Estados Unidos aumentó de manera sostenida desde 2008, superando los 9 millones de barriles diarios (mbd) a finales de 2014. Casi todo el aumento de 4 mbd de la producción ha sido impulsado por el petróleo ligero de arenas compactas, que ahora representa más del 50 por ciento de la producción total de petróleo de Estados Unidos. A su vez, la producción de petróleo ha sorprendido consistentemente al alza en los últimos años (gráfico 1.1.1) y se ha absorbido principalmente reduciendo las importaciones de petróleo de calidad similar mientras que el consumo se ha mantenido mayormente estable, beneficiándose del aumento de la eficiencia energética (gráfico 1.1.2).

Gráfico 1.1.1

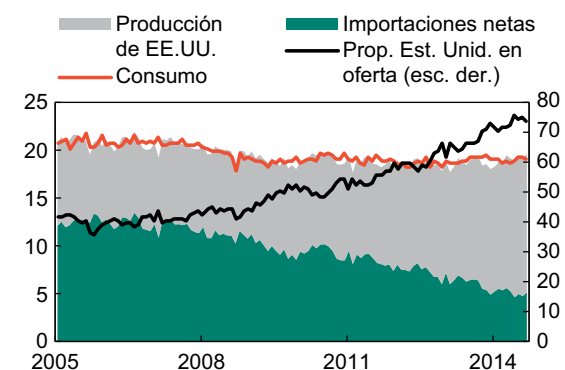
Estados Unidos: Producción de petróleo crudo
(Millones de barriles diarios)



Fuente: Agencia de Información Energética de Estados Unidos.

Gráfico 1.1.2

Estados Unidos: Producción de petróleo y consumo¹
(Millones de barriles diarios)



Fuente: Agencia de Información Energética de Estados Unidos.

¹Se refiere a la producción, consumo e importaciones netas de hidrocarburos. Los hidrocarburos comprenden el petróleo crudo y los productos derivados del petróleo, que son los aceites no terminados, los pentanos plus y los componentes de mezcla en las gasolinas.

Recuadro 1.1 (conclusión)

En el caso de la economía estadounidense, el sector de extracción de petróleo y gas representa alrededor del 1½–2 por ciento del PIB. La inversión en extracción de petróleo y gas y actividades conexas fue de alrededor del 1 por ciento del PIB en los últimos años, es decir, 8½ por ciento de la inversión no residencial contribuyendo, en promedio, al 20 por ciento de su crecimiento en 2011–13. Pero la producción se concentra en unos pocos estados (véase el gráfico 1.1.3), e incluso en Dakota del Norte —uno de los dos grandes centros (después de Texas) del boom del petróleo de arenas compactas en Estados Unidos— la participación de este sector en el PIB estatal es inferior al 5 por ciento. La participación del empleo de este sector en el empleo total es pequeña (0,6 por ciento).

Tras el colapso del precio del petróleo

Si bien se prevé que la disminución del precio del petróleo tenga un impacto neto positivo en la economía estadounidense, los efectos en la industria del petróleo serán negativos. Hasta el momento, sin embargo, el colapso del precio del petróleo ha tenido un impacto relativamente moderado en la producción, que siguió aumentando y llegó a 9,3 mbd en febrero (el nivel más elevado desde 1972). Los inventarios de petróleo crudo de Estados Unidos han alcanzado máximos históricos, pero la reciente disminución de los inventarios de gasolina y productos derivados puede sugerir que el abaratamiento de los precios del petróleo crudo está comenzando a impulsar la demanda.

Si bien con un rezago, el empleo en el sector petrolero ya ha comenzado a debilitarse¹ y los analistas de este sector estiman que la inversión en perforación y exploración de yacimientos de esquisto y formaciones compactas podría reducirse en alrededor del 40 por ciento respecto del nivel que se había previsto para 2015. Sin embargo, existe una gran incertidumbre en torno a estas estimaciones, debido a que los precios límite de rentabilidad varían mucho según cada yacimiento, los costos operativos y financieros también varían considerablemente según cada operador, y las empresas pueden trasladar parte de las inversiones que habían planeado en yacimientos de esquisto hacia inversiones más tradicionales. En general, dados los costos iniciales, se prevé que la caída de los precios afecte a las nuevas inversiones y no a los proyectos de inversión en marcha. Además, los efectos de menores precios del petróleo variarán de un segmento de la industria del petróleo a otro, y probablemente las actividades de apoyo y los servicios relacionados con los yacimientos serán los más afectados.

Desafíos en un entorno de bajos precios del crudo

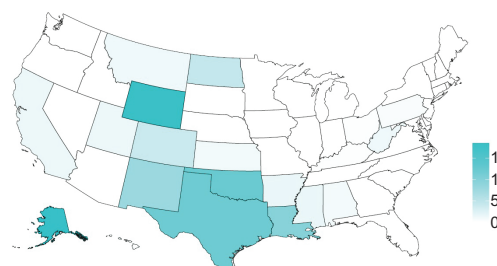
Los proyectos de formaciones compactas se consideran más sensibles al precio: la producción de los pozos de petróleo no convencional disminuye con mayor rapidez y requiere una perforación continua. Esto implica que obtener el financiamiento necesario para mantener la producción será un desafío particularmente importante para los pequeños operadores que están presentes principalmente en el sector del petróleo no convencional. Sin embargo, las implicancias para la estabilidad financiera parecen limitadas dadas las estrictas normas aplicadas a la concesión de préstamos relacionados con la energía y a la capacidad de los productores para cubrir el riesgo asociado al precio del petróleo, al menos a corto plazo.

La caída de los precios del petróleo afectará a la industria del petróleo en Estados Unidos porque reducirá la inversión en aquellos proyectos de menor rendimiento y probablemente provocará el cierre de aquellas operaciones que generen flujos de fondos negativos. Sin embargo, el entorno de precios más bajos del crudo posiblemente no hará que la industria energética de Estados Unidos vuelva a su estado anterior a la revolución de los hidrocarburos no convencionales, pero podría inducir una reestructuración saludable de la industria impulsando fusiones y fomentando mejoras tecnológicas para recortar los costos.

Nota: Este recuadro fue preparado por Lusine Lusinyan y Andrea Pescatori.

¹En los últimos informes sobre el mercado de trabajo, el sector de la energía tuvo el desempeño más bajo de todos los sectores. Según el informe sobre nóminas publicado por el Departamento del Trabajo, el número de trabajadores en el sector minero —que incluye los trabajadores del petróleo y del gas— se redujo en más de 9.000 en febrero y 5.000 en enero. En cambio, el total de nóminas no relacionadas con la agricultura aumentaron en 295.000 en febrero, mientras que la tasa de desempleo —del 5,5 por ciento— se ubicó en su nivel más bajo en los últimos seis años.

Gráfico 1.1.3

Participación de la extracción de petróleo y gas en el PIB estatal*(Porcentaje, promedio 2011–12)*

Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos y cálculos del personal técnico del FMI.

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

El crecimiento en América Latina y el Caribe se desaceleró y se ubicó en un 1,3 por ciento en 2014, y las proyecciones indican que será inferior al 1 por ciento en 2015. El debilitamiento de los mercados internacionales de materias primas sigue siendo un obstáculo importante para las economías de América del Sur, a pesar que la caída de los precios del petróleo y la sólida recuperación de Estados Unidos respaldan la actividad en otras partes de la región. Algunos factores idiosincráticos, como la débil confianza del sector privado en Brasil y la intensificación de la crisis económica de Venezuela, profundizan el deterioro de las perspectivas de crecimiento regional. Por otra parte, todavía hay poca evidencia de capacidad económica ociosa, lo que enfatiza la presencia de limitaciones por el lado de la oferta. La flexibilidad de los tipos de cambio puede ser clave para adaptarse a las condiciones externas más difíciles, pero las autoridades deberán también asegurar que las posiciones fiscales sean prudentes, mantener bajo control las vulnerabilidades del sector financiero, y abordar los persistentes problemas estructurales para impulsar la inversión, la productividad y el crecimiento potencial.

La actividad económica en América Latina y el Caribe (ALC) siguió debilitándose en 2014 (gráfico 2.1). La tasa de crecimiento del producto regional fue de solo 1,3 por ciento, la menor desde 2002 (con excepción de la breve recesión registrada durante la crisis financiera mundial de 2009). El debilitamiento de la actividad se concentró en América del Sur, donde la caída de los precios de las materias primas reforzó la percepción generalizada de menor prosperidad, afectando la demanda privada. La incertidumbre sobre la política económica interna también redujo la confianza en algunos países.

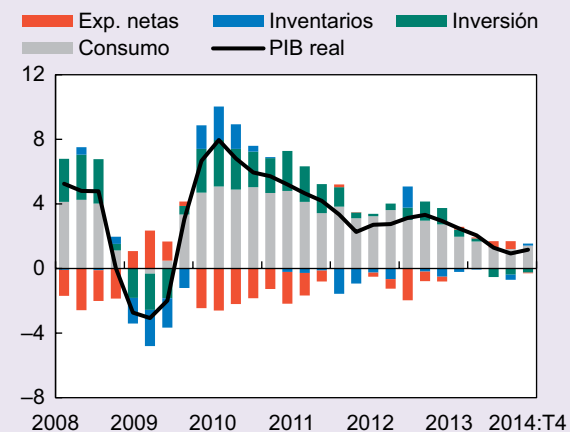
Este contexto económico complejo también afectó a los mercados financieros. Las principales monedas de la región se depreciaron casi un 20 por ciento en promedio desde mediados de 2014 con respecto al dólar de EE.UU.; los precios de las acciones se debi-

Nota: Preparado por André Meier con Gabriel Di Bella, Pablo Druck, Nicolás Magud, Natalija Novta y Jaume Puig Forné. Genevieve Lindow y Steve Brito brindaron una asistencia excelente en la investigación.

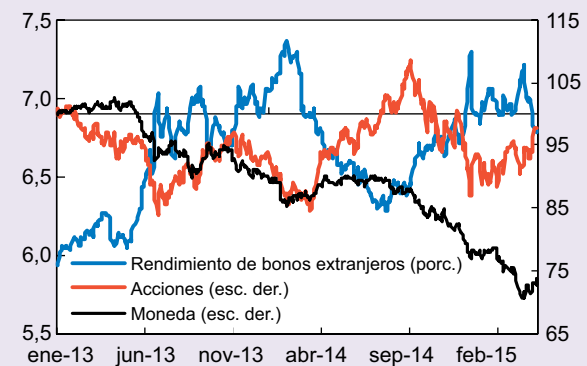
Gráfico 2.1

La actividad económica siguió desacelerándose, de la mano de la debilidad de la inversión. En este contexto, las monedas flotantes de la región registraron una marcada depreciación.

**Países seleccionados de América Latina:
Contribuciones al crecimiento del PIB real¹**
(Variación porcentual interanual)



América Latina: Mercados financieros²



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

¹Tasa desestacionalizada. Promedios ponderados por el PIB en función de la PPA de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Los inventarios incluyen discrepancias estadísticas. Véase el anexo 2.1, donde se presentan detalles sobre el PIB de Argentina.

²El rendimiento de bonos externos se basa en el índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan para América Latina. El índice de acciones corresponde al Índice MSCI de retornos totales locales netos de acciones. El índice de monedas corresponde al índice de monedas de América Latina Bloomberg J.P. Morgan. Los índices de acciones y monedas están expresados en base a 2 de enero de 2013 = 100.

litaron; y se ampliaron los diferenciales de tasas de bonos externos, en especial en el caso de las empresas y países expuestos a materias primas. Sin embargo,

la región de ALC siguió recibiendo importantes entradas de capitales de cartera, y los mercados de bonos locales en general se mantuvieron firmes en un contexto de tasas globales de referencia muy bajas.

Las perspectivas a corto plazo de América del Sur siguen siendo relativamente débiles, con contracciones del producto proyectadas en tres de las economías más grandes (Argentina, Brasil y Venezuela) en 2015, mientras que solo Chile y Perú registrarían un repunte del crecimiento. En el resto de ALC, se proyecta que el crecimiento se sostendrá (América Central y el Caribe) o se fortalecerá (México); véase el gráfico 2.2. En conjunto, se prevé que el crecimiento regional se reduzca por quinto año consecutivo, alcanzando un mínimo ligeramente por debajo del 1 por ciento, para luego comenzar a recuperarse en forma moderada en 2016. La gran corrección a la baja del crecimiento de 2015 (casi 1,4 puntos porcentuales) respecto de la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) responde al deterioro de las proyecciones de América del Sur, en especial en Brasil, Ecuador y Venezuela, mientras que las perspectivas de América Central y el Caribe han registrado una leve mejora.

Algunos factores externos tienen una influencia importante en las perspectivas de la región:

- *El debilitamiento generalizado en los mercados de materias primas* está provocando un persistente ajuste a la baja en la inversión corporativa, que va mucho más allá de los sectores más expuestos en las economías que dependen de las materias primas (capítulo 4). A pesar de que los mercados laborales se han mantenido relativamente firmes hasta la fecha, el debilitamiento de las perspectivas de ingreso a largo plazo en estas economías está afectando la confianza de los consumidores y el consumo.
- Dicho esto, *la fuerte caída del precio del petróleo ocurrida desde mediados de 2014* implica impulsos divergentes para las distintas regiones de ALC, los cuales, en promedio, tendrán un efecto aproximadamente neutro sobre el crecimiento regional. Si bien el abaratamiento del petróleo está intensificando las presiones de términos de intercambio para unos pocos exportadores netos de petróleo, este representa un alivio

Gráfico 2.2

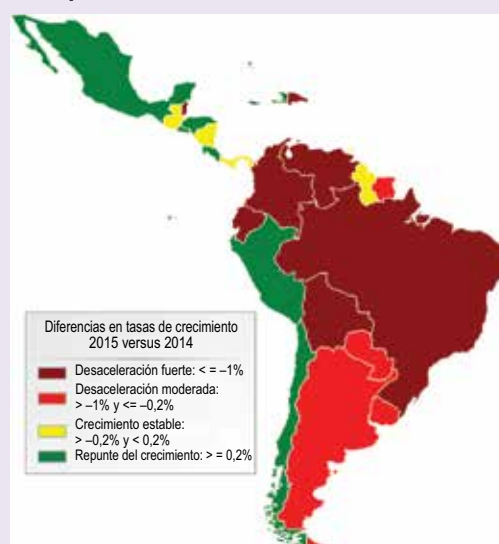
Se proyecta que el crecimiento regional caiga por quinto año consecutivo en 2015, aunque las perspectivas varían por subregión.

ALC: Crecimiento del PIB real¹

(Porcentaje)

	2013	2014	Proyecciones	
			2015	2016
ALC	2,9	1,3	0,9	2,0
Economías financieramente integradas (AL-6)	3,9	2,4	2,4	3,2
Otros países exportadores de materias primas	6,0	2,0	0,6	1,6
ACRD	4,2	4,4	4,2	4,2
El Caribe				
Economías dependientes del turismo	1,1	1,5	2,0	2,4
Países exportadores de materias primas	3,1	2,8	2,4	3,2
Partidas informativas:				
Brasil	2,7	0,1	-1,0	1,0
México	1,4	2,1	3,0	3,3

ALC: Impulso de crecimiento, 2014–15



Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay; ACRD = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

¹Véanse las definiciones de otros grupos de países y los detalles sobre el método de agregación en el cuadro 2.1.

importante en el resto de la región. América Central y el Caribe están entre los principales beneficiarios, con disminuciones promedio en sus gastos de importaciones de 3–4 puntos porcentuales del PIB en 2015. En muchas economías, ese ahorro beneficiará al menos parcialmente al sector privado, lo que impulsará el poder adquisitivo, mientras que en muchos

países exportadores de petróleo resultará en una reducción de los niveles efectivos de subsidios, ya que los gobiernos han tendido a mantener el precio interno del combustible estable (gráfico 2.3).

- Se prevé que *la recuperación desigual de la economía mundial*, en un contexto en que el crecimiento sólido en Estados Unidos contrasta con las perspectivas aún moderadas para la zona del euro y Japón y con la desaceleración estructural de China, beneficie a los países de ALC más estrechamente vinculados con la economía de Estados Unidos. Desde una perspectiva comercial, este grupo incluye México, gran parte de América Central y unos pocos países de América del Sur (gráfico 2.4). Estos últimos, sin embargo, en su mayoría exportan materias primas a Estados Unidos, por lo que están más expuestos al ciclo mundial de las materias primas que a las condiciones específicas de la demanda de Estados Unidos. En el caso de México, América Central y el Caribe, también se registran efectos derrame positivos provenientes de Estados Unidos relacionados a los flujos de remesas y turismo.

Más allá de esas influencias externas, existen importantes factores específicos de cada país que influirán en la evolución económica de las distintas economías de la región. Entre esos factores se destacan la persistente debilidad de la confianza del sector privado en Brasil y la intensificación de la crisis de Venezuela. En términos más generales, la capacidad de responder a cambios externos adversos depende del margen de maniobra disponible en materia de políticas económicas en cada país, que es más amplio en las economías andinas (Chile, Colombia y Perú) que en la mayoría de los demás países de la región.

En forma conjunta, estos factores ponen de manifiesto los importantes desafíos a los que se enfrenta América del Sur, en especial las economías con fundamentos macroeconómicos más débiles.

A pesar de la pronunciada desaceleración registrada en los últimos años, hay pocos indicios de que exista un nivel de capacidad económica ociosa importante en ALC. Los mercados laborales han comenzado a debilitarse, pero el desempleo sigue en niveles históricamente bajos en la mayoría de las economías más

grandes¹; se proyecta que la inflación disminuirá solo gradualmente hacia el centro de los rangos meta, ya que el impacto de la caída de los precios de las materias primas se ve contrarrestado por la depreciación de las monedas y por brechas de producto en gran medida cerradas; y los déficits de cuenta corriente en general continuaron creciendo (gráfico 2.5). Estas observaciones, junto con la caída de la inversión y con un crecimiento de la productividad crónicamente lento, apuntan a un problema más profundo de bajo crecimiento potencial, que, sin reformas estructurales importantes, podría perjudicar el proceso de convergencia de la región. De hecho, las proyecciones de crecimiento a mediano plazo han caído al nivel más bajo en por lo menos 15 años.

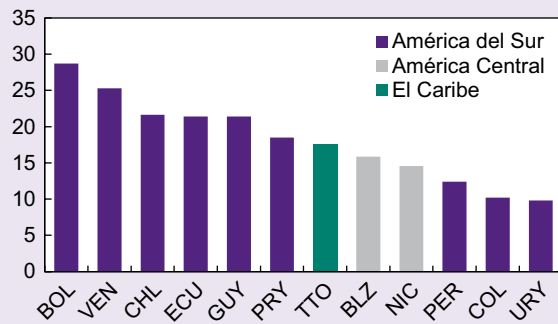
Los riesgos en torno a estas perspectivas están directamente relacionados con los factores mencionados anteriormente y, en términos generales, siguen inclinados a la baja. Un mayor debilitamiento de los precios de las materias primas, tal vez vinculado con una desaceleración más pronunciada de la inversión en China, acentuaría las presiones sobre los exportadores netos de materias primas de América del Sur. Un crecimiento mayor que el esperado en Estados Unidos beneficiaría a sus principales socios comerciales en la región, pero también podría acelerar la normalización de la política monetaria de Estados Unidos. En un escenario en el que los rendimientos de los bonos estadounidenses aumenten rápidamente, resurja la turbulencia financiera en la zona del euro, o en el que se produzca otro tipo de shock a nivel mundial —y a pesar de que avance la expansión monetaria en la zona del euro y en Japón— no es descartable que ocurran cambios abruptos en los mercados de divisas y de capitales de América Latina (véase también el capítulo 3 de la edición de abril de 2014

¹Las estadísticas de empleo podrían disimular un deterioro de la demanda de mano de obra que se manifiesta principalmente a través de la reducción de horas trabajadas en el sector informal. Aun así, otros indicadores, como el crecimiento de los salarios, también se mantuvieron en niveles sólidos. Asimismo, el recuadro 2 de la Actualización de octubre de 2014 de *Perspectivas Económicas: Las Américas* muestra que la evolución del mercado laboral hasta mediados de 2014 guardó, en general, coherencia con la Ley de Okun.

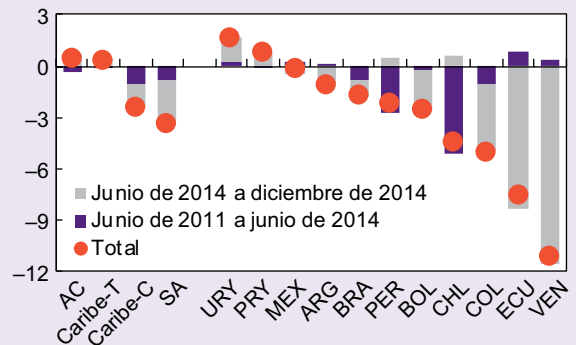
Gráfico 2.3

El deterioro de los términos de intercambio fue un duro golpe para América del Sur, afectando negativamente al gasto de capital. El efecto del abaratamiento del petróleo en el crecimiento es más diferenciado, beneficiando a muchas economías, ya sea a través de un menor gasto del sector privado en combustible o de ahorro fiscal en aquellos países con un historial de elevados subsidios a la energía.

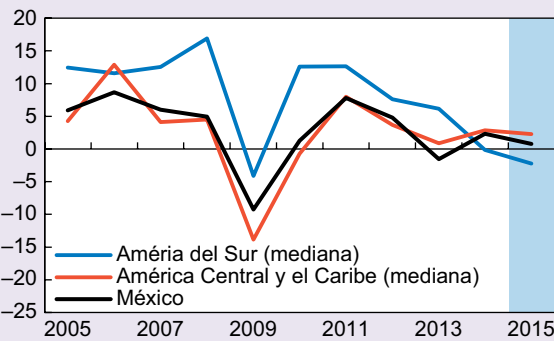
Exportaciones de materias primas¹
(Porcentaje del PIB)



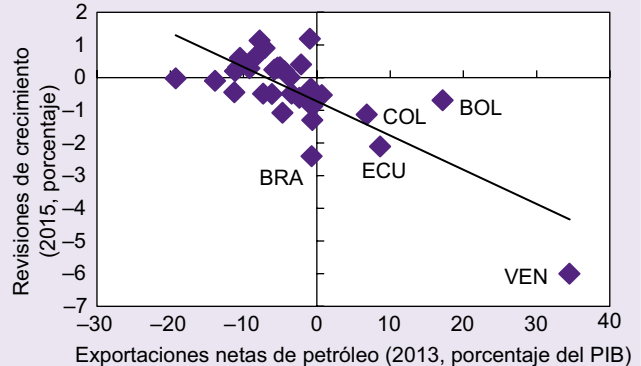
Variación de los términos de intercambio de las materias primas, 2011–14²
(Variación log acumulada, porcentaje)



Crecimiento de la inversión fija real
(Variación porcentual)

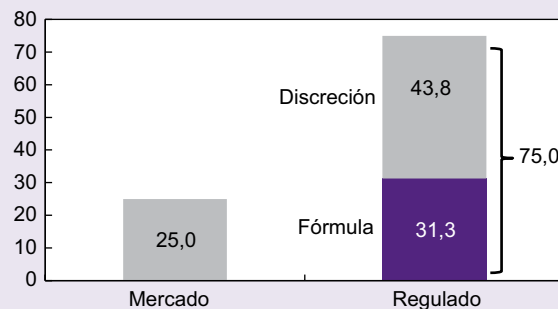


Revisiones recientes del crecimiento versus exportaciones netas de petróleo³



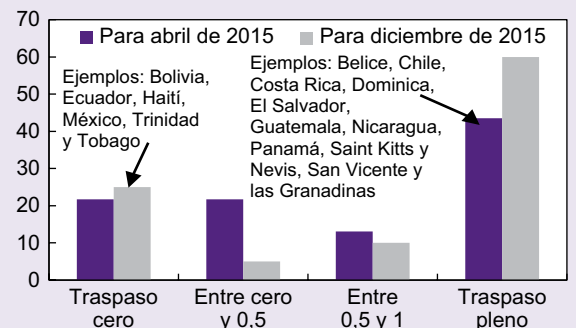
Mecanismos de ajuste para los precios internos del combustible con respecto a las variaciones del precio mundial del petróleo

(Proporción de la muestra total, 32 países)



Rangos de traspaso esperados vinculados con el descenso reciente de los precios del petróleo⁴

(Proporción de la muestra total)



Fuentes: Gruss (2014); Haver Analytics; FMI, informe WEO; autoridades nacionales; ONU, Comtrade, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

¹Ratio a PIB promedio de 2010–12. Excluye metales preciosos y reexportaciones. Los datos de Venezuela corresponden a las exportaciones netas de petróleo.

²Los términos de intercambio de las materias primas se ponderan por la proporción de exportaciones/importaciones de materias primas a PIB, por lo cual un aumento del 1 por ciento se puede interpretar como una ganancia de ingresos de aproximadamente un 1 por ciento del PIB. Los índices excluyen los metales preciosos, excepto para Bolivia, Colombia y Perú. Véanse también el anexo 3.1 y Gruss (2014). AC = América Central; Caribe-T = países del Caribe dependientes del turismo; Caribe-C = países del Caribe exportadores de materias primas; SA = América del Sur.

³Los datos de crecimiento se refieren a la diferencia entre las proyecciones de crecimiento de 2015 de las ediciones de abril de 2015 y de octubre de 2014 del informe WEO. Los datos de exportaciones petroleras netas de Bolivia incluyen gas natural.

⁴La muestra incluye 23 países en abril de 2015 y 20 países en diciembre de 2015. Los cálculos del traspaso a precios minoristas se basan en precios del petróleo y el combustible expresados en moneda doméstica.

de *Perspectivas económicas: Las Américas*, donde se analizan en detalle los efectos derrame de la política monetaria de Estados Unidos). Los países más expuestos son aquellos con grandes déficits de cuenta corriente y una elevada exposición a deuda denominada en dólares de EE.UU., aunque los altos niveles de reservas oficiales en moneda extranjera constituirán una protección importante.

El prolongado debilitamiento de la actividad económica también acentúa el riesgo de que se cometan errores en términos de políticas internas, en especial relativos a intentar prevenir una desaceleración estructural con políticas de estímulo excesivas. Por el momento la mayoría de los países parecen estar resistiendo ese riesgo, y los estímulos fiscales en general se limitan a las economías con balances públicos sólidos, como Chile y Perú. Sin embargo, los compromisos con la prudencia fiscal podrían verse sometidos a presiones políticas en la medida que se torne más difícil cumplir con las expectativas de progreso social y económico sostenido en un contexto menos favorable. Riesgos adicionales para la estabilidad macroeconómica podrían derivarse de un deterioro peor que el esperado en la calidad de los activos del sistema bancario, en la medida que la caída de los ingresos afecte negativamente a los deudores corporativos y los hogares (recuadro 2.1). Por lo tanto, las autoridades deberán controlar cuidadosamente los indicadores de vulnerabilidad financiera y procurar que los acreedores mantengan reservas suficientes en sus balances para poder gestionar la fase descendente del ciclo de crédito.

Economías financieramente integradas

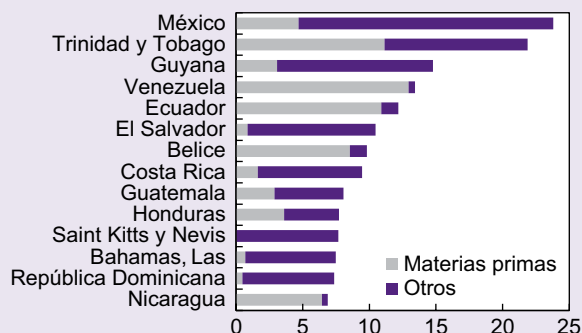
Evolución y perspectivas económicas

Se proyecta que las tendencias de crecimiento entre las economías financieramente integradas (AL-6, que incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay) diverjan a futuro, reflejando distintas exposiciones a los mercados internacionales de materias primas y otros factores idiosincráticos (gráfico 2.6):

Gráfico 2.4

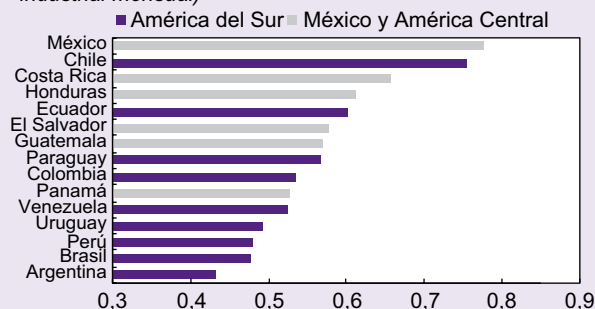
El efecto positivo de la recuperación en Estados Unidos será mayor en aquellos países con los cuales mantiene vínculos estrechos a través del comercio, el turismo y las remesas.

Exportaciones de bienes a Estados Unidos¹ (Porcentaje del PIB)



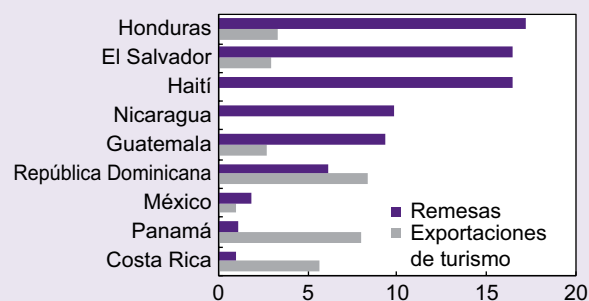
Comovimiento del ciclo económico con la economía de Estados Unidos, 2002–14²

(Coeficiente de correlación de la serie de producción industrial mensual)



Exportaciones de turismo y remesas, 2013–14³

(Promedio, porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*; FMI, informe WEO; autoridades nacionales; ONU, Comtrade; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Ratio promedio a PIB de 2011–13, o el último disponible. Los países no incluidos tienen coeficientes inferiores al 6 por ciento del PIB.

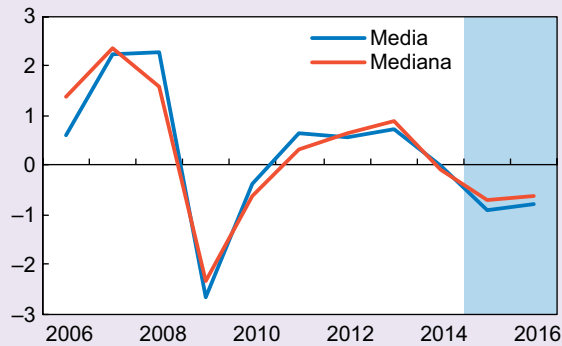
²Correlación calculada utilizando el índice de producción industrial de Estados Unidos con el índice de producción industrial/manufacturas/actividad económica correspondiente de cada país.

³Los datos de remesas de Costa Rica y la República Dominicana abarcan hasta septiembre de 2014. Los datos de Panamá se refieren a 2013. Los datos de exportaciones de la República Dominicana y Guatemala corresponden a los datos de los últimos ocho trimestres.

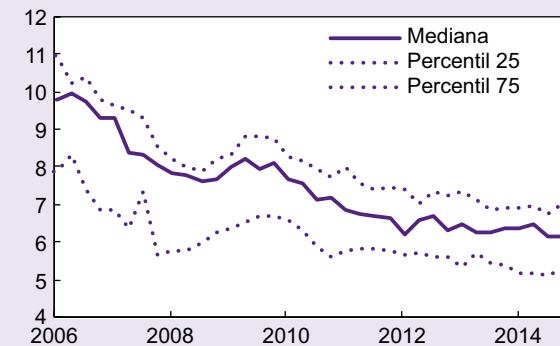
Gráfico 2.5

A pesar de la marcada desaceleración del crecimiento, la brecha de producto estimada sigue siendo acotada, consistentemente con las tasas de desempleo históricamente bajas y los amplios déficits en cuenta corriente observados. Por otra parte, las estimaciones de crecimiento potencial a mediano plazo volvieron a ajustarse a la baja.

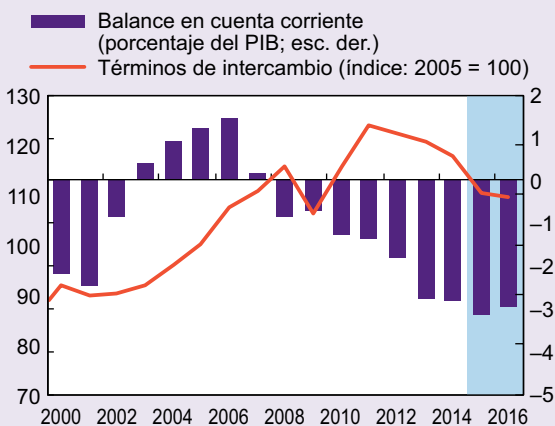
ALC: Brecha de producto estimada¹
(Porcentaje del producto potencial)



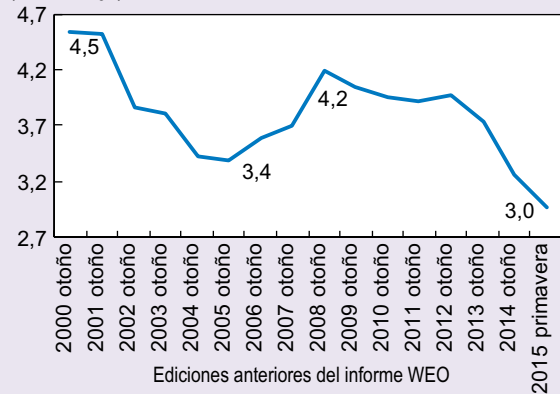
ALC: Tasa de desempleo²
(Porcentaje)



ALC: Cuenta corriente y términos de intercambio



ALC: Estimación de crecimiento potencial a mediano plazo según edición del informe WEO, 2000–15³
(Porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, informe WEO, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe.

¹Estadísticas ponderadas por el PIB en función de la PPA; la muestra incluye los 27 países de ALC con estimaciones de brechas de producto del personal técnico del FMI.

²Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

³Muestra el crecimiento del PIB real proyectado para el último año (t+5) del horizonte de pronóstico.

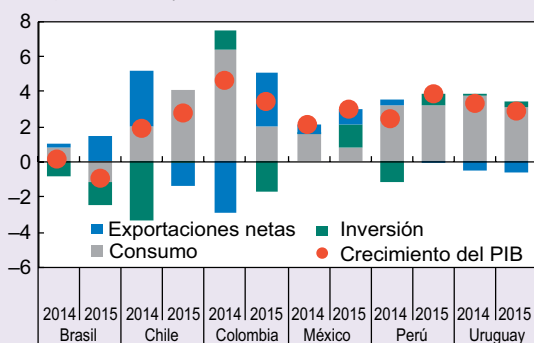
- *Brasil* está atravesando la peor recesión en más de dos décadas, con una contracción esperada del producto de un 1 por ciento en 2015. La inversión privada sigue representando un freno importante a la actividad, ya que los perdurables problemas de competitividad se ven agravados por la debilidad de los términos de intercambio y la alta incertidumbre relacionada, entre otros aspectos, con los efectos de la investigación de

Petrobras y el impacto de una sequía prolongada sobre el suministro de energía eléctrica. La confianza de los consumidores también se deterioró de manera marcada, en un contexto de inflación elevada, oferta de crédito más restrictiva y debilitamiento incipiente del mercado laboral. La decisión de las autoridades de ajustar las políticas macroeconómicas contribuye a la debilidad de la demanda a corto plazo, pero es fundamental

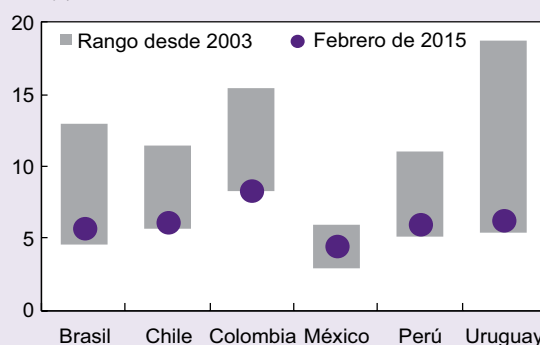
Gráfico 2.6

Aunque se espera que la dinámica de crecimiento en las economías financieramente integradas muestre divergencias, los mercados laborales siguen relativamente firmes en la mayoría de los países. La depreciación de las monedas debería ayudar a reducir los déficits en cuenta corriente con el tiempo, aunque contribuya a mantener la inflación por encima de la meta a corto plazo.

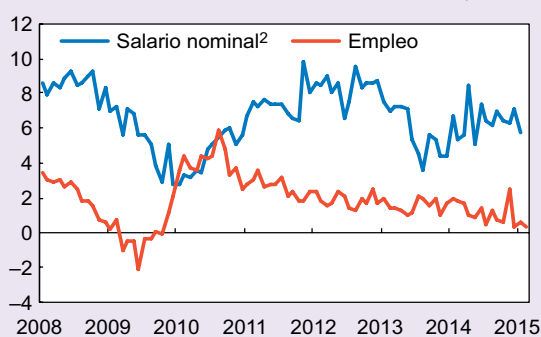
AL-6: Contribuciones al crecimiento del PIB real
(Puntos porcentuales)



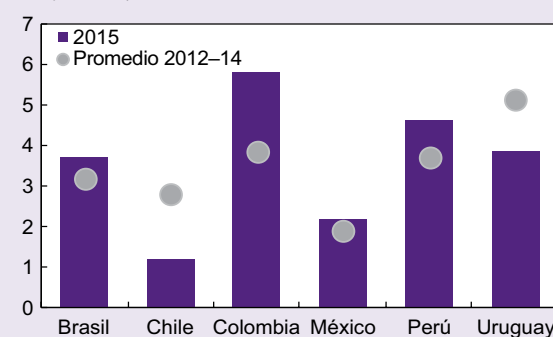
AL-6: Tasa de desempleo¹
(Porcentaje)



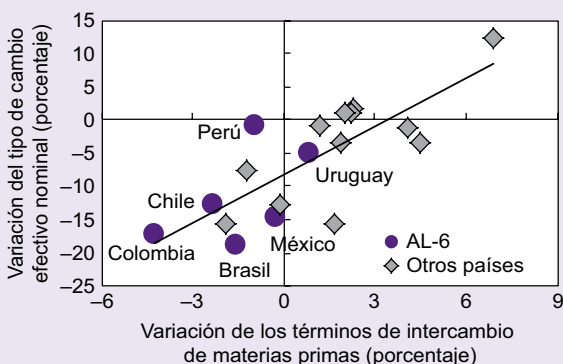
AL-6: Salario nominal y crecimiento del empleo
(Mediana, variación porcentual de 12 meses, desestacionalizada)



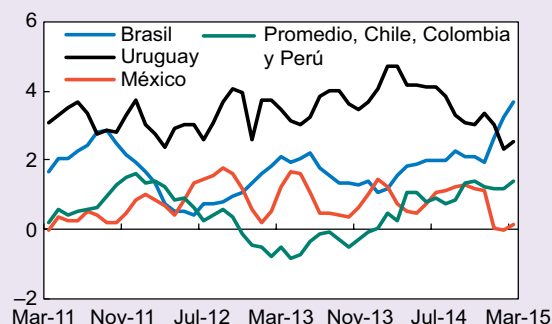
AL-6: Déficit de cuenta corriente
(Porcentaje del PIB)



AL-6: Variación del TCEN vs. variación de los términos de intercambio de las materias primas desde abril de 2013³



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



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, *Information Notice System*; FMI, informe WEO; autoridades nacionales; ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay; TCEN = tipo de cambio efectivo nominal.

¹Tasa destacionalizada. La última observación de Uruguay corresponde a enero de 2015.

²Los datos de Perú corresponden al salario mínimo.

³Los datos corresponden a fines de febrero de 2015. Otros países incluye Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, Polonia, Rumania, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Los términos de intercambio de las materias primas se ponderan por la proporción de exportaciones/importaciones de materias primas a PIB, por lo cual un aumento del 1 por ciento se puede interpretar como una ganancia de ingresos de aproximadamente un 1 por ciento del PIB. Los índices excluyen los metales preciosos, excepto para Colombia y Perú. Véanse también el anexo 3.1 y Gruss (2014).

para contener el aumento de la deuda pública y reconstruir la confianza en el marco de política macroeconómica. De manera similar, el realineamiento que se está registrando en algunos precios relativos clave, incluido el tipo de cambio real, debería ayudar, con el tiempo, a mejorar las perspectivas para la inversión.

- *México*, la segunda economía más grande de la región, enfrenta perspectivas comparativamente favorables, aunque las proyecciones de crecimiento volvieron a corregirse a la baja. Se espera que el PIB crezca un 3 por ciento este año. El aumento de la demanda externa de Estados Unidos ha comenzado a impulsar la actividad, mientras que la confianza y la demanda interna todavía tienen que repuntar. El impacto inmediato de la caída del precio del petróleo sobre el crecimiento es reducido, ya que la actividad del sector de hidrocarburos representa una proporción relativamente pequeña del PIB. Sin embargo, la caída de los ingresos públicos redundó en un ajuste fiscal moderado para 2015. Las ganancias potenciales a más largo plazo asociadas a las reformas en los sectores de telecomunicaciones y energía siguen siendo significativas, aunque un nivel persistentemente bajo del precio del petróleo podría afectar eventualmente el interés de los inversores.
- Entre las demás economías financieramente integradas, *Chile*, *Colombia* y *Perú* enfrentan dificultades relacionadas con la caída de los precios de exportación de las materias primas y la consecuente caída en la inversión corporativa. En Chile y Perú, esas dificultades existen hace tiempo, ya que los precios de los metales comenzaron a declinar hace más de tres años. Más recientemente, los menores precios de las importaciones de petróleo han provisto cierta compensación. Es probable que el crecimiento repunte este año, gracias a la aplicación de políticas expansivas y la eliminación de frenos a corto plazo en la actividad, en especial, las demoras del año pasado en la actividad minera de Perú. Aun así, existen incertidumbres importantes que ensombrecen el horizonte en ambos países, relacionadas con las condiciones externas, el

impacto de las reformas en curso en Chile, y la lentitud de la ejecución de las inversiones a nivel subnacional en Perú. Para Colombia, a su vez, las presiones sobre los términos de intercambio han aumentado recientemente, cuando el colapso del precio del petróleo golpeó al principal sector exportador del país. Se proyecta que el crecimiento caiga por debajo del 4 por ciento, aunque se mantendría bastante resistente, ya que la depreciación marcada del peso debería, con el tiempo, impulsar las exportaciones no relacionadas con materias primas. *Uruguay*, por su parte, sigue registrando un crecimiento sólido, aunque atraviesa una desaceleración gradual vinculada con la debilidad de la actividad en Argentina y Brasil.

En la mayor parte del grupo AL-6, el crecimiento del empleo se ha desacelerado. Al mismo tiempo, las tasas de desempleo persistentemente bajas y el crecimiento aún sólido de los salarios sugieren que la capacidad económica ociosa continúa siendo en general reducida. Los elevados déficits de las cuentas corrientes externas y las tasas de inflación superiores a las metas respaldan esa idea, aunque es cierto que también se vieron afectados por otros factores importantes recientemente:

- Los déficits externos siguieron aumentando en varias de las economías del grupo AL-6 (con la notable excepción de Chile, donde ocurrió lo contrario), ya que el descenso de los precios de las materias primas redujo los ingresos provenientes de las exportaciones. En respuesta, se depreciaron los tipos de cambio, y en general de manera más marcada en países golpeados por shocks de términos de intercambio más fuertes. Con el tiempo, esa mayor debilidad del tipo de cambio —algunas monedas se depreciaron hasta un 25 por ciento con respecto del dólar de EE.UU. en seis meses, aunque los movimientos en términos ponderados por el comercio han sido mucho menos extremos— debería impulsar las exportaciones netas. Sin embargo, el análisis del personal técnico del FMI sugiere que gran parte de ese ajuste suele darse a través de una compresión de importaciones al enfriarse la demanda interna, más que

a un aumento del volumen de exportaciones (capítulo 3; véase también el recuadro 2.2 sobre las consecuencias generales del fortalecimiento del dólar de EE.UU. para América Latina).

- Los tipos de cambio depreciados también comenzaron a ejercer cierta presión al alza sobre los precios al consumidor. Sin embargo, las tasas de traspaso estimadas son moderadas (de menos de 0,1), y el descenso de los precios de las materias primas ha tenido un efecto compensatorio.

En conjunto, los datos macroeconómicos todavía no apuntan a un déficit importante en la demanda agregada, lo que advierte contra el uso excesivo de estímulos macroeconómicos, incluso en casos donde en principio existe margen de maniobra disponible en materia de políticas económicas.

En un contexto de persistentes déficits de cuenta corriente, la estructura del financiamiento externo se ha mantenido en términos generales estable (gráfico 2.7). Tanto los flujos de inversión extranjera directa (IED) como los flujos de cartera continuaron siendo considerables, mientras que los flujos de otro tipo aumentaron ligeramente. Así, las tenencias extranjeras de bonos públicos en moneda local alcanzaron nuevos niveles máximos en Colombia y México. Simultáneamente, la emisión de bonos corporativos siguió creciendo a buen ritmo, aunque por debajo de las tasas máximas de 2013.

La gran dependencia de entradas de capital distintas de la IED podría presagiar un aumento de la volatilidad de las monedas y de los mercados de activos más amplios. Esto también implica un riesgo de ajuste abrupto en las condiciones de financiamiento externo para prestatarios de América Latina, tanto en respuesta a noticias específicas de la región como a cambios externos, como el ajuste anticipado en la política monetaria de Estados Unidos.

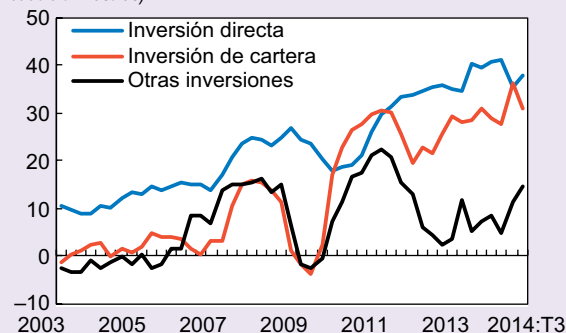
Las inquietudes se concentran en las empresas de las economías financieramente integradas que intensificaron su emisión de bonos en mercados de capitales internacionales desde la crisis financiera mundial. Los riesgos de revaloración y renovación inmediatos se ven acotados por el hecho de que muchas empresas utilizaron las condiciones de mercado favorables de los últimos años para emitir bonos con vencimientos más prolongados y cupones de tasa fija.

Gráfico 2.7

Las entradas de capitales se mantuvieron sólidas, respaldando un alto nivel de tenencias externas de bonos denominados en moneda local y un nivel sólido de emisiones corporativas.

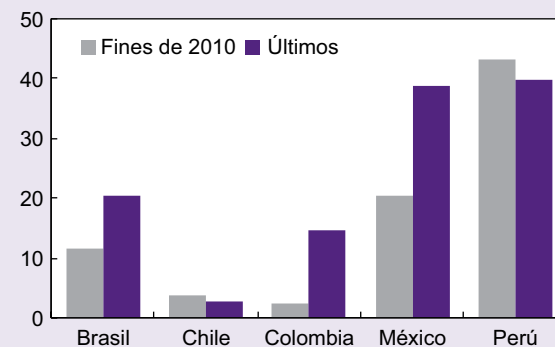
AL-6: Entradas brutas de capitales¹

(Miles de millones de dólares de EE.UU., promedio móvil de cuatro trimestres)



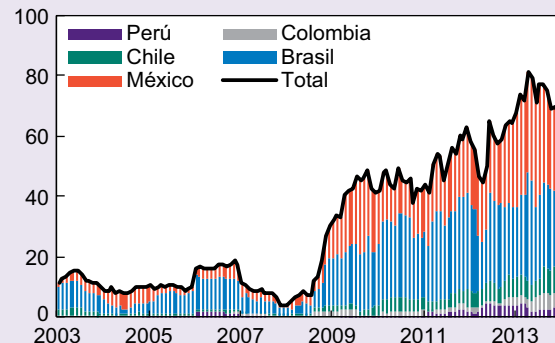
AL-5: Tenencias de deuda interna de no residentes

(Porcentaje del total)



AL-6: Emisión de bonos extranjeros: Bonos corporativos no financieros²

(Miles de millones de dólares de EE.UU., promedio móvil de 12 meses)



Fuentes: Dealogic; FMI, *Balance of Payments Statistics Yearbook*; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

¹Excluye Perú.

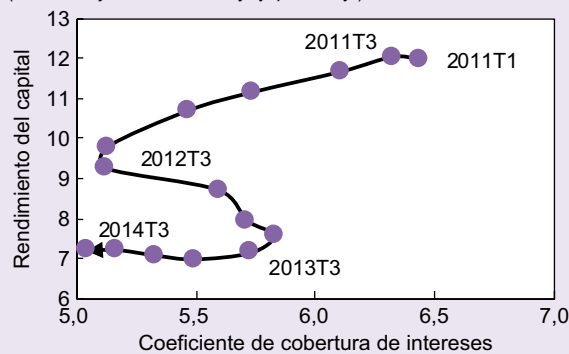
²Criterio de emisión basado en la residencia para todos los países con excepción de Brasil, para el que se basa en un criterio de nacionalidad.

Gráfico 2.8

El debilitamiento de los ingresos corporativos redujo los coeficientes de cobertura de intereses y suscitó recortes en los planes de inversión. El crecimiento del crédito se desaceleró.

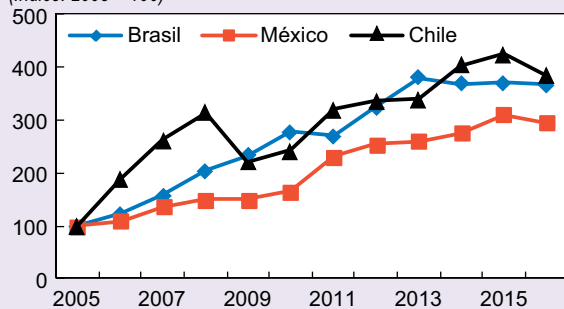
Evolución reciente del coeficiente de cobertura de intereses y del retorno sobre el capital¹

(Mediana; eje x: coeficiente; eje y: porcentaje)



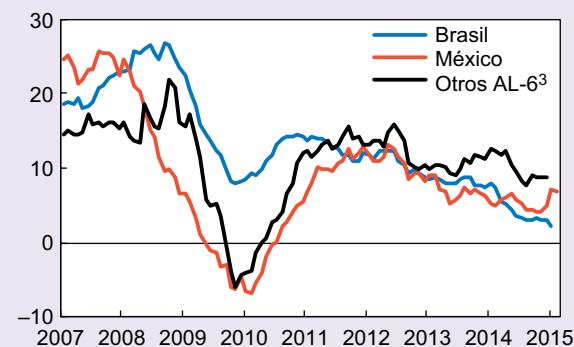
Gasto de capital de un conjunto de empresas grandes²

(Índice: 2005 = 100)



AL-6: Crédito al sector privado en términos reales

(Variación porcentual de 12 meses)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, *Financial Soundness Indicators*; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹La muestra incluye unas 400 empresas no financieras de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Promedios móviles de cuatro trimestres de valores de mediana.

²Índice basado en la suma de gastos de capital nominales (en moneda local) de 26 grandes empresas de Brasil, Chile y México; datos históricos que llegan hasta 2013 y pronósticos de analistas para 2015 y 2016; 2014 se refiere a los resultados, si están disponibles, o pronósticos de analistas en caso contrario.

³Promedio simple de Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

Sin embargo, persisten dudas acerca de la posibilidad de que algunas empresas hayan acumulado pasivos en moneda extranjera sin los correspondientes activos o flujos de ingreso en moneda extranjera. A la fecha, no hay evidencia que indique que esas posiciones abiertas hayan generado dificultades financieras entre las empresas en AL-6, a pesar de la notable depreciación reciente de las monedas locales. De cualquier modo, este riesgo exige monitoreo de cerca, en especial teniendo en cuenta que la capacidad de servicio de la deuda de las empresas ya registra la presión de un descenso de los ingresos (gráfico 2.8). En este contexto, algunas empresas del sector de materias primas registraron una considerable expansión en los diferenciales de tasas de crédito, y los presupuestos de inversión corporativa se recortaron en forma generalizada.

En línea con estas perspectivas más difíciles, el crecimiento del crédito interno también se desaceleró. La menor demanda de préstamos fue un factor importante, pero en algunos casos (en especial, el de los préstamos otorgados por bancos públicos de Brasil), la reducción deliberada de la oferta de crédito también jugó un rol significativo. Por el momento, la proporción de préstamos en mora es en general moderada (de un 3 por ciento o menos), pero es probable que la calidad de los activos se deteriore a futuro, en especial en las economías en las que el crédito creció rápidamente en años recientes y que actualmente enfrentan una fuerte desaceleración económica (recuadro 2.1). En esas economías, es probable que el debilitamiento sorpresivo de la actividad tome por sorpresa a algunos deudores. En el caso de los hogares, la principal preocupación se relaciona al mayor riesgo de desempleo; en tanto que el escaso desarrollo relativo de los mercados de hipotecas implica que los riesgos relacionados con caídas en los precios de las viviendas son acotados.

Prioridades de política económica

La combinación de crecimiento limitado, capacidad económica ociosa reducida y riesgos financieros crecientes presenta importantes desafíos para las autoridades. Aunque el alcance de estos desafíos varía entre las distintas economías del grupo AL-6, hay un núcleo de cinco consideraciones de políticas que es pertinente para todas ellas.

Primero, la flexibilidad de los tipos de cambio puede jugar un rol crucial en el ajuste a un contexto externo más difícil. En particular, la depreciación de las monedas ayuda a redirigir la demanda hacia el producto de producción interna, lo que reduce el déficit externo.

La solidez de las reservas internacionales oficiales les permite a las autoridades del grupo AL-6 mitigar las agudas presiones de depreciación (gráfico 2.9), pero la intervención cambiaria debería limitarse a los casos en que la volatilidad del tipo de cambio se torne excesiva, las condiciones del mercado se vuelvan turbulentas o surjan otros riesgos importantes para la estabilidad financiera. Hasta el momento, los movimientos cambiarios han sido importantes, pero ordenados, y en general han contribuido a reducir, en lugar de amplificar, temores sobre una eventual falta de alineamiento cambiario. Por lo tanto, es sensato que las autoridades hayan en general permitido que sus tipos de cambio se ajusten, a pesar de las intervenciones relativamente frecuentes en Perú (una economía altamente dolarizada, donde los movimientos abruptos del tipo de cambio podrían tener efectos más disruptivos sobre la economía real). La decisión de las autoridades de Brasil de terminar con su prolongado programa de swaps de divisas, que había acumulado una posición corta sintética en moneda extranjera de más de US\$113.000 millones a fines de marzo, es bienvenida.

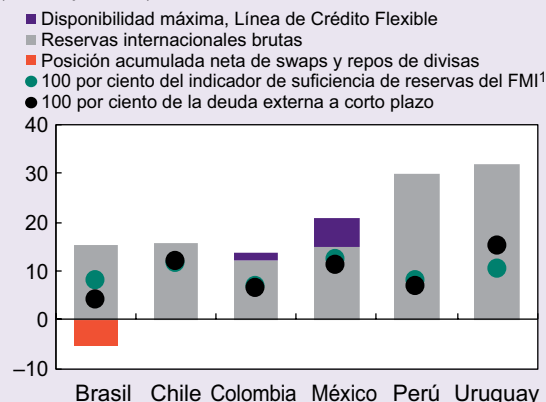
Segundo, el seguimiento atento de los riesgos relativos a la estabilidad financiera ha cobrado más importancia en un contexto de fuertes movimientos de tipos de cambio, menores ingresos y, en algunos casos, tasas de interés en ascenso. Los niveles de capitalización y rentabilidad de los sistemas bancarios de las economías financieramente integradas siguen siendo sólidos, pero los desafíos a futuro sugieren que es claramente necesario concentrarse en mantener o incluso fortalecer las reservas existentes. En ese sentido, es positivo que las autoridades de Perú hayan elevado recientemente los requisitos de reservas para los depósitos denominados en moneda extranjera. En relación al sector corporativo, es necesario intensificar esfuerzos para obtener datos más detallados sobre las exposiciones cambiarias descubiertas.

Tercero, la política monetaria debería seguir enfocada en mantener las expectativas de inflación alineadas con

Gráfico 2.9

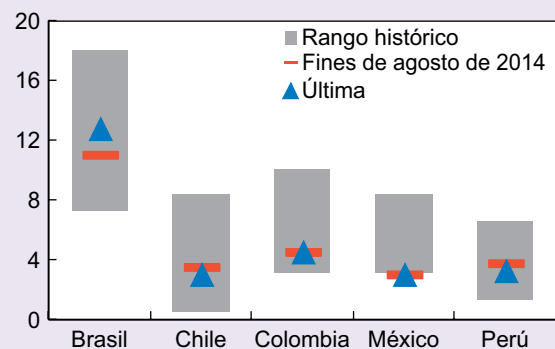
Las reservas internacionales siguen siendo sólidas en las economías del grupo AL-6. Los bancos centrales recientemente recortaron las tasas en Chile y Perú, pero las elevaron en Brasil.

AL-6: Reservas oficiales en moneda extranjera, 2014
(Porcentaje del PIB)



AL-5: Tasas de política monetaria²

(Porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, *International Financial Statistics*; FMI, informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay; AL-5 no incluye a Uruguay.

¹ Metodología descrita en Moghadam, Ostry y Sheehy (2011).

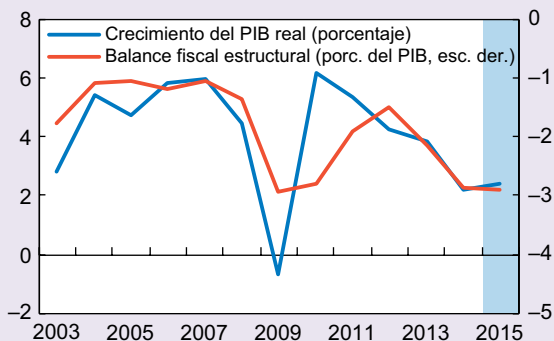
² El período de la muestra va de enero de 2006 al 13 de abril de 2015.

las metas oficiales. A diferencia de muchos mercados emergentes de Asia y de Europa, donde las tasas de inflación han caído a niveles muy bajos, el grupo AL-6 sigue enfrentando, en general, un nivel de inflación superior a las metas, en parte a raíz de la fuerte depreciación reciente de las monedas. Por esa razón, la flexibilización de la política monetaria ha sido más limitada: solo Chile y Perú aplicaron recientemente recortes moderados en las tasas (gráfico 2.9). Entretanto, los bancos centrales de Brasil y Uruguay siguen enfrentando la tarea de fortalecer la credibilidad de

Gráfico 2.10

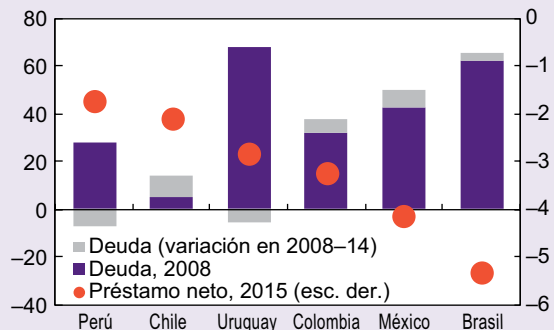
La política fiscal en las economías financieramente integradas tendió a ser contracíclica en los últimos años, aunque con un sesgo hacia un mayor déficit. Como resultado, la deuda aumentó en varios países.

AL-5: Crecimiento del PIB real y balance fiscal estructural¹



AL-6: Deuda bruta del gobierno general y balance fiscal²

(Porcentaje del PIB del año fiscal)



Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. AL-5 no incluye a Uruguay.

¹Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

²En el cuadro 2.2 se presentan definiciones sobre la cobertura de gobierno.

sus marcos monetarios, ya que la inflación se mantiene en cifras elevadas de un dígito. En ese sentido, es apropiada la decisión en Brasil de aplicar una política monetaria más restrictiva desde fines de 2014.

Cuarto, las decisiones de política fiscal no deben sopesar únicamente lo que es deseable desde una perspectiva cíclica, sino también lo que es viable sin poner en riesgo la sostenibilidad de la deuda. El argumento a favor de la aplicación de políticas de estímulo parece débil desde un principio, dado que la capacidad eco-

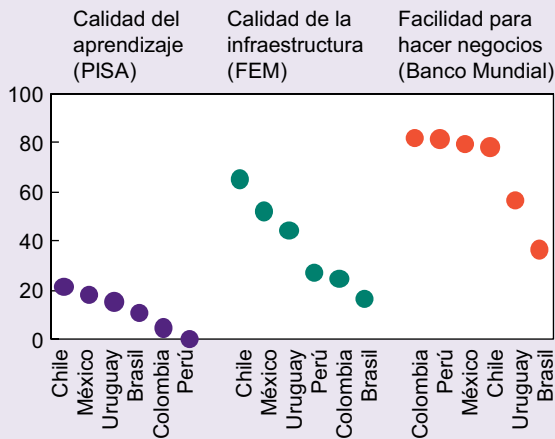
nómica ociosa de la mayoría de las economías continúa siendo reducida. Incluso en los casos en los que se proyectan aumentos de las brechas de producto debido al shock reciente de los términos de intercambio, las autoridades deben tener en cuenta que es probable que gran parte de ese shock sea permanente (capítulo 3). La política fiscal puede, por sí misma, atenuar, pero no prevenir, el impacto del shock, tal como lo implica el diseño de reglas fiscales estructurales como las de Chile y Colombia. En muchas economías, toda consideración cíclica queda de todos modos supeditada a la falta de márgenes fiscales. De hecho, el déficit estructural promedio en el grupo AL-6 se amplió gradualmente en los últimos años, y actualmente está 2 puntos porcentuales del PIB por encima del nivel de 2004 (gráfico 2.10), cuando los términos de intercambio eran mucho más débiles que los actuales. Este sesgo hacia un mayor déficit ha sido particularmente evidente en Brasil, donde, como consecuencia, las autoridades se ven ahora prácticamente obligadas a ajustar la política fiscal en plena fase descendente. También se proyectan orientaciones fiscales más restrictivas en México, Uruguay y, hacia 2016, en Colombia. Chile y Perú, a su vez, son los países con más espacio para suavizar el ajuste inevitable a un contexto de términos de intercambio más débiles, gracias a los bajos niveles de deuda pública.

Por último, aunque no por ello menos importante, las consideraciones anteriores resaltan la gran relevancia de las reformas estructurales para recuperar un crecimiento sólido y sostenible. Los persistentes problemas de escasos niveles de ahorro, inversión y productividad han vuelto al centro de la escena en muchas economías ahora que los vientos de cola del boom de las materias primas claramente han llegado a su fin. Abordar estos problemas es cada vez más urgente para evitar un período prolongado de bajo crecimiento. Los esfuerzos deberían concentrarse en eliminar los críticos cuellos de botella en términos de infraestructura y capital humano, áreas en las que la inversión privada puede ser fundamental, pero donde también se necesitará cierto grado de priorización y reoptimización del gasto público (gráfico 2.11)². Esos esfuerzos deben respaldarse con medidas tendientes a

²Sobre el desafío de elevar las tasas de ahorro interno, véase Grigoli, Herman y Schmidt-Hebbel, (2014).

Gráfico 2.11

AL-6: Indicadores de desempeño estructural¹
(Ranking según percentil)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Programa Internacional para la Evaluación de Estudiantes (PISA, por sus siglas en inglés) 2012; Banco Mundial, 2015 Ease of Doing Business database; Foro Económico Mundial, 2014–15 Global Competitiveness Report, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.
¹La escala refleja la distribución por percentiles de los países para cada indicador; mayor puntuación significa mejor desempeño; PISA: Programa Internacional para la Evaluación de Estudiantes; FEM: Foro Económico Mundial.

mejorar el clima de negocios, con la meta de promover economías más diversificadas, resistentes y prósperas (véase también el capítulo 5). Muchos países iniciaron reformas en esas áreas, pero en muchas de las economías del grupo AL-6 es preciso redoblar los esfuerzos para fortalecer la gobernanza, reducir las cargas burocráticas excesivas y promover la competencia.

Otros países exportadores de materias primas

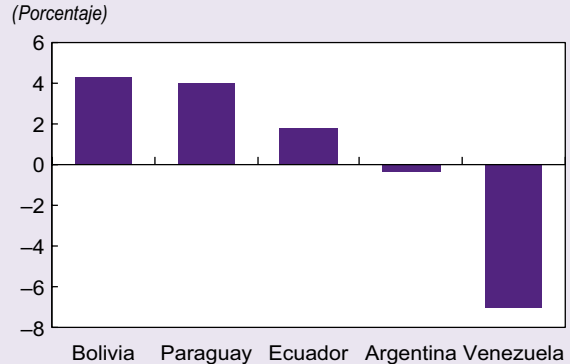
Evolución y perspectivas económicas

La evolución económica de los demás países exportadores de materias primas (menos financieramente integrados) de América del Sur sigue mostrando divergencias (gráfico 2.12). La reducción a la mitad registrada en el precio del petróleo desde mediados de 2014 implicó un revés mayúsculo para Bolivia, Ecuador y, especialmente, Venezuela, mientras que Paraguay —que exporta productos agrícolas y

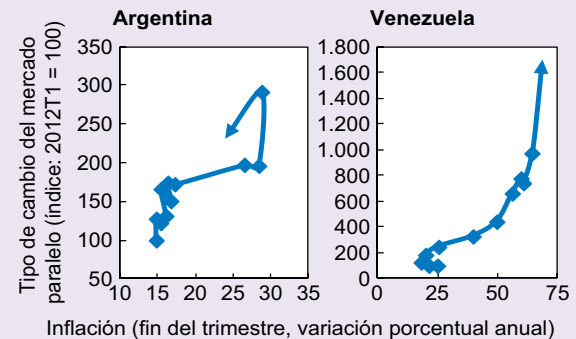
Gráfico 2.12

Las perspectivas de crecimiento difieren notablemente entre los otros países exportadores de materias primas de América del Sur: la sólida actividad en Bolivia y Paraguay contrasta con la profundización de la crisis en Venezuela.

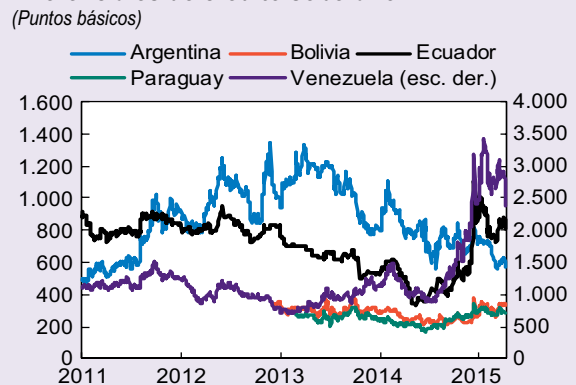
Otros países exportadores de materias primas: Crecimiento del PIB real, 2015
(Porcentaje)



Inflación y tipo de cambio del mercado paralelo, 2012:T1–2014:T4¹



Otros países exportadores de materias primas: Diferenciales de crédito soberano²
(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los datos de inflación de Argentina reflejan las estimaciones del personal técnico hasta el tercer trimestre de 2014 inclusive y los datos del IPCNu oficial a partir de ese trimestre.

²Se refiere al índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan.

electricidad, pero importa la totalidad de sus necesidades de combustible— se benefició. Más allá de esos shocks externos, las políticas internas tuvieron un papel fundamental al momento de determinar las perspectivas específicas de cada país.

En el caso de la economía de *Venezuela*, el enorme shock de términos de intercambio que sufrió el país en los últimos meses ha tornado una situación que ya era difícil en una aún peor. Años de expansión macroeconómica insostenibles y de fuerte intervención microeconómica han creado una mezcla de inflación elevada de dos dígitos, problemas agudos de escasez y una confianza deprimida del sector privado, que redundó en una recesión a principios de 2014. Todos estos problemas se vieron agravados recientemente por una caída marcada de la recaudación pública proveniente de las exportaciones de petróleo, que ha intensificado la escasez de moneda extranjera y llevó al tipo de cambio informal hasta un nivel de 280 bolívares por dólar de EE.UU., más de 40 veces más alto que el tipo de cambio oficial más bajo en el complejo sistema de tipos de cambio múltiples utilizado en Venezuela. Simultáneamente, los mercados financieros comenzaron a dar indicios de un riesgo elevado de incumplimiento de la deuda. Las autoridades respondieron a la profundización de la crisis económica ajustando todavía más los controles de precios y cantidades y nacionalizando más empresas privadas. En este contexto de múltiples disrupciones, se proyecta que Venezuela registrará la mayor tasa de inflación (un 95 por ciento) y la tercera tasa de contracción del producto (−7 por ciento) del mundo en 2015.

Los desequilibrios macroeconómicos de *Argentina* también siguen siendo importantes, tras un período prolongado de expansión fiscal basada cada vez más en el financiamiento del banco central. Las restricciones invasivas sobre el comercio y los mercados cambiarios también han creado una brecha importante entre el tipo de cambio oficial y el informal del peso. Sin embargo, la brecha del tipo de cambio se ha estabilizado en 40–50 por ciento desde fines de 2014, y pareciera que la inflación retornó a niveles de dos dígitos algo menores. La confianza de los inversores financieros en Argentina también se ha recuperado parcialmente, a pesar de que la confrontación en curso con los que se quedaron

fuera del canje (*holdouts*) impide que el país acceda a los mercados mundiales de bonos. El optimismo relativo de los inversores estaría relacionado con el nivel moderado de endeudamiento externo de Argentina y con la expectativa de que algunas de las políticas económicas más distorsivas podrían relajarse tras las elecciones de octubre. Algunos cambios jurídicos recientes también mejoraron el clima de inversión para las empresas petroleras internacionales, aumentando las chances de explotación del gran potencial de Argentina en el sector de energía. Sin embargo, los cambios adversos en los términos de intercambio (especialmente la marcada caída del precio de la soja), la debilidad de la actividad en Brasil y la renovada apreciación del tipo de cambio real efectivo sumaron nuevos obstáculos para el crecimiento. Así, se proyecta que el producto se contraiga un 0,3 por ciento en 2015, lo que extendería la desaceleración del año pasado.

Se proyecta que *Ecuador* sufra una desaceleración marcada, con un crecimiento del 1,9 por ciento en 2015, mientras que la tasa de crecimiento de *Bolivia* se reduciría para ubicarse en una tasa todavía sólida del 4,3 por ciento. Ambas economías cuentan con grandes sectores de hidrocarburos y están atravesando el ajuste a un contexto de precios del petróleo y del gas mucho más bajos, tras una década de boom de precios. En el caso de Ecuador, que registró la mayor expansión del gasto público primario de todas las economías de la región desde 2004, la falta de reservas fiscales plantea un desafío particular. Por tratarse de una economía totalmente dolarizada, Ecuador no puede beneficiarse de una depreciación del tipo de cambio nominal para facilitar el ajuste a las condiciones externas más débiles. En este contexto, las autoridades impusieron recientemente recargos a las importaciones (sujetos a la evaluación de la Organización Mundial del Comercio), argumentando inquietudes relacionadas a presiones sobre la balanza de pagos. En Bolivia, existen reservas fiscales disponibles para suavizar la desaceleración, pero es probable que varias iniciativas de políticas en curso —que incluyen medidas para expandir el crédito del banco central a empresas públicas— aceleren el debilitamiento de los balances públicos. Además, las autoridades han resistido toda depreciación de la moneda, obstaculizando el rebalanceo necesario de la demanda (gráfico 2.13).

En cambio, se proyecta que *Paraguay* mantenga un crecimiento de aproximadamente un 4 por ciento en 2015, gracias al abaratamiento del petróleo, el repunte proyectado en la generación de electricidad y la puesta en marcha de varios proyectos de infraestructura. Los sólidos fundamentos macroeconómicos, que incluyen una deuda del sector público moderada y un régimen de metas de inflación establecido recientemente, son la base de estas perspectivas comparativamente favorables, y se han manifestado en costos de endeudamiento muy por debajo de muchos otros países de la región.

Prioridades de política económica

Los ajustes de políticas necesarios reflejan las circunstancias de cada país, aunque la consolidación fiscal, la eliminación de los subsidios a la energía y el aumento de la flexibilidad cambiaria son prioridades compartidas en todas las economías en donde los desequilibrios macroeconómicos han estado aumentando.

En Venezuela, será imposible revertir rápidamente el daño causado por años de mala gestión económica. Aun así, cualquier estabilización efectiva deberá incluir una mayor depreciación del tipo de cambio oficial (promedio), una reducción del gran déficit fiscal y terminar con el financiamiento monetario, así como el retiro de una cantidad de medidas dirigistas que asfixiaron la actividad del sector privado.

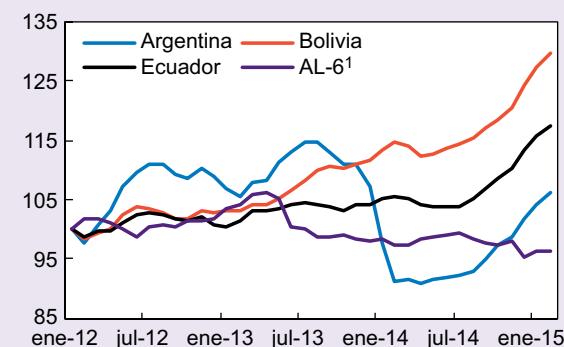
Aunque sus distorsiones económicas son menos extremas, Argentina necesitará una combinación similar de políticas macroeconómicas más restrictivas, un tipo de cambio más débil y un menor nivel de distorsiones microeconómicas para sentar las bases de un retorno a la estabilidad y al crecimiento.

En el caso de Bolivia y Ecuador, el principal desafío es controlar los déficits fiscales y externos que se generaron con la caída de los precios del petróleo y el gas. Es probable que la gran expansión del gasto público de años recientes haya creado áreas de ineficiencia en las que ahora es posible y necesario buscar ahorros. Una mayor flexibilidad del tipo de cambio (y, de no ser posible, de los precios internos) facilitaría el ajuste. Paraguay tendría que integrar el aumento anticipado en la infraestructura pública en un plan fiscal a mediano plazo prudente. En las tres economías, también es fundamental aplicar energías

Gráfico 2.13

Otros países exportadores de materias primas: Tipo de cambio efectivo real

(Índice: enero de 2012 = 100)



Fuente: FMI, *Information Notice System*.

¹Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

medidas para tratar los problemas gobernanza y mejorar los resultados en términos de educación.

América Central y la República Dominicana

Evolución y perspectivas económicas

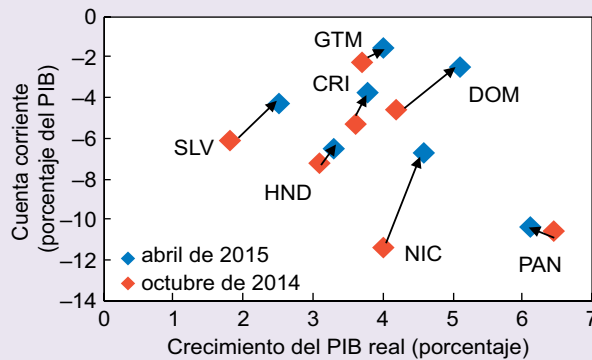
A diferencia de América del Sur, se prevé que las economías de América Central se vean beneficiadas por el entorno externo actual (gráfico 2.14). El patrón global de recuperación liderada por Estados Unidos es particularmente favorable para la región, dados los fuertes vínculos que mantiene con el sector real de la economía estadounidense a través de las exportaciones y las remesas, que probablemente compensen con creces el endurecimiento de las condiciones financieras causado por una ordenada normalización de la política monetaria en Estados Unidos³. También son importantes los ingresos extraordinarios provenientes de la reducción de los precios del petróleo, puesto que todos los países centroamericanos son importadores netos de petróleo (recuadro 2.3). Al mismo tiempo, existen obstáculos al crecimiento específicos de

³Véase el capítulo 3 de *Perspectivas económicas: Las Américas* de abril de 2014.

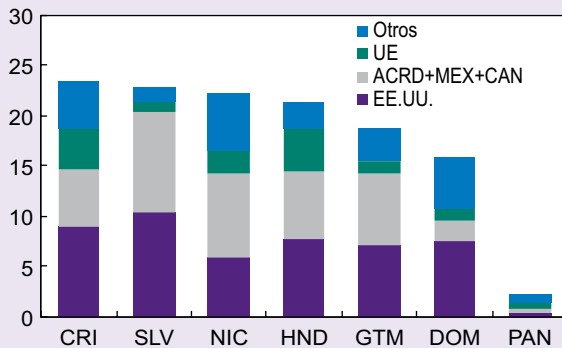
Gráfico 2.14

Las perspectivas de crecimiento de América Central mejoraron, gracias al abaratamiento del petróleo y a la sólida recuperación en Estados Unidos.

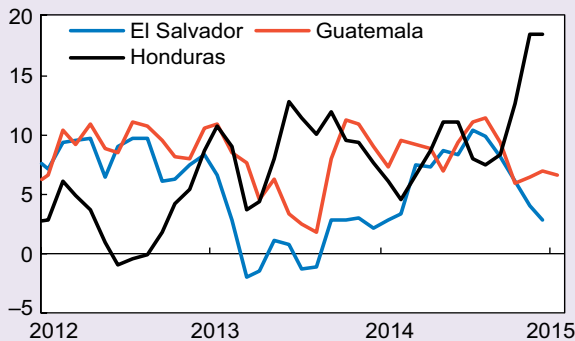
ACRD: Revisiones de las proyecciones de crecimiento y cuenta corriente, 2015



ACRD: Destino de las exportaciones de bienes, 2013¹
(Porcentaje del PIB)



Remesas de los trabajadores²
(Variación porcentual de 12 meses, promedio móvil de 3 meses)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Direction of Trade Statistics*; FMI, informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: ACRD = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; UE = Unión Europea.
¹Muchos países también exportan niveles importantes de servicios a los Estados Unidos, que no se reflejan en este gráfico por limitaciones de los datos.
²Medidas en dólares de EE.UU.

cada país; y muchas economías enfrentan vulnerabilidades fiscales y externas de larga data, así como arraigados problemas de gobernanza y seguridad, que dejan algunas nubes en un horizonte que, a excepción de eso, se mantiene alentador.

Para 2015, el crecimiento se proyecta en un sólido 4¼ por ciento, nivel cercano al del año pasado. Sin embargo, esa cifra agregada encubre importantes diferencias entre países. En la República Dominicana, se prevé que el crecimiento se desacelere tras varios años de expansión por encima de la tendencia. La economía de Guatemala debería seguir creciendo a una tasa prácticamente sin variaciones, gracias a que el efecto de un entorno externo más favorable compensa un efecto base negativo relacionado con la puesta en marcha de varios proyectos de minería durante el año pasado. En el resto de la región, el crecimiento también será estable o se incrementará modestamente, a pesar de varios factores idiosincrásicos que amortiguan el impulso proveniente de las condiciones externas: por ejemplo, la normalización del ciclo de inversión pública en Panamá, la reducción del financiamiento del programa venezolano Petrocaribe, y una oportuna consolidación fiscal en Honduras y quizás en Costa Rica.

La inflación general cayó con mucha más fuerza tras la reducción de los precios del petróleo a lo largo América Central que en países más grandes de América Latina. Eso refleja un mayor traspaso a los precios internos de la energía así como la ausencia de presiones de depreciación en la región.

Sin embargo, ciertas vulnerabilidades fiscales vuelven a algunos países de América Central susceptibles a riesgos a la baja, sobre todo porque se prevé que los niveles de deuda pública se mantengan elevados y, en algunos casos, que aumenten aún más si se mantienen las políticas actuales.

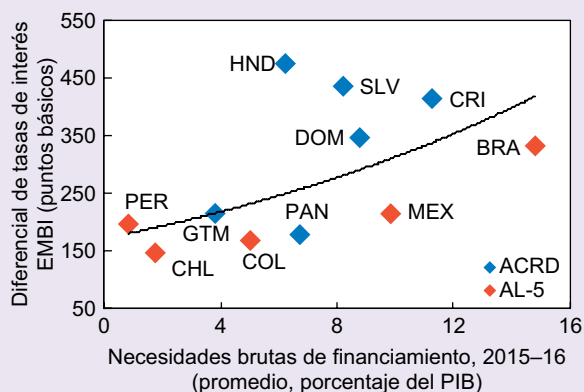
Los diferenciales de tasas de los bonos externos volvieron a ampliarse durante el último período de volatilidad en los mercados emergentes, poniendo de relieve los riesgos asociados con las grandes necesidades de financiamiento (gráficos 2.15 y 2.16).

Las vulnerabilidades externas se ven moderadas por las perspectivas de déficits más reducidos en la cuenta corriente, que en varios países deberían po-

Gráfico 2.15

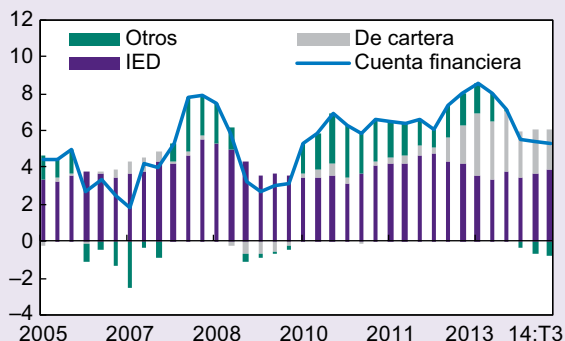
Las vulnerabilidades fiscales y externas siguen siendo importantes en varios países, aunque se espera que los déficits en cuenta corriente se reduzcan.

ACRD: Necesidades brutas de financiamiento del sector público y diferenciales de tasa de la deuda externa¹



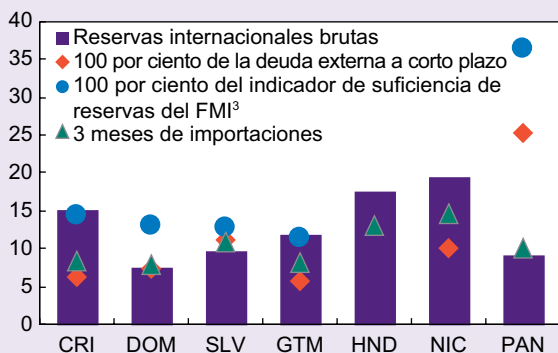
ACRD: Flujos netos de capital²

(Promedio móvil de 4 trimestres, porcentaje del PIB)



ACRD: Cobertura de las reservas, 2014

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics Yearbook*; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ACRD = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana. Véase la lista de abreviaturas de los países en la pág. 85.

¹La definición del sector público varía por país.

²ACRD excepto El Salvador y Panamá.

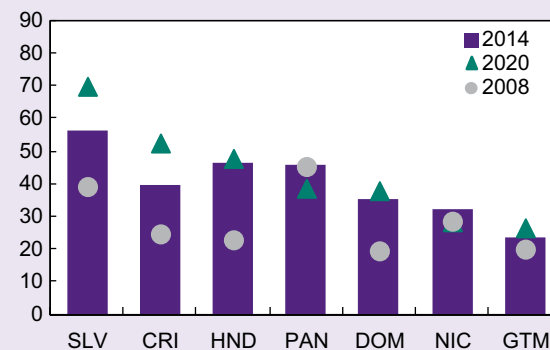
³La metodología se describe en Moghadam, Ostry y Sheehy (2011).

Gráfico 2.16

Bajo las políticas actuales, la deuda pública seguirá aumentando en varias economías. El crecimiento del crédito se moderó recientemente en América Central.

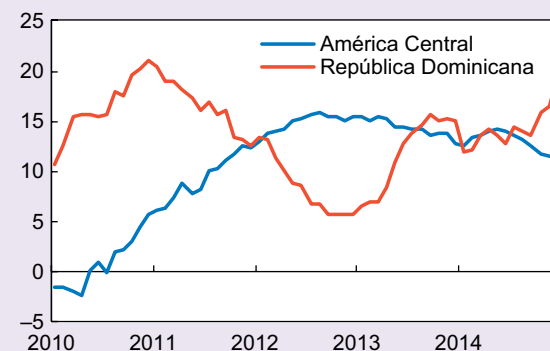
ACRD: Deuda bruta del gobierno general

(Porcentaje del PIB del año fiscal)



ACRD: Crédito al sector privado¹

(Variación porcentual interanual)



Fuentes: FMI, informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ACRD = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

¹América Central es el promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

der financiarse por completo con inversión extranjera directa. Los déficits en cuenta corriente se contraerán tanto gracias a la reducción de los precios del petróleo como al aumento del crecimiento en Estados Unidos, y podrían acercarse al 5 por ciento del PIB en 2015 en promedio, en comparación con el 6 por ciento del PIB en 2014 y el 7 por ciento en 2013. La inversión extranjera directa y los flujos de cartera se han mantenido estables, con gobiernos soberanos que siguieron emitiendo deuda en los mercados internacionales en forma significativa. La cobertura de las reservas internacionales mejoró en

cierta medida, aunque los márgenes de maniobra siguen siendo modestos.

El crecimiento del crédito se redujo en la mayoría de los países con respecto a los niveles máximos alcanzados en los últimos años, aunque la República Dominicana constituye una notable excepción. La desaceleración del crecimiento de los préstamos denominados en moneda extranjera es un factor importante en América Central, que quizá refleje una mayor internalización de los riesgos cambiarios por parte de los deudores —en particular en Costa Rica, tras un período de volatilidad cambiaria a principios de 2014— y un uso más generalizado de fuentes alternativas de financiamiento, sobre todo de la emisión de bonos corporativos en el caso de Guatemala. Si bien los bancos están en general bien capitalizados y ya cumplen con los requisitos de liquidez de Basilea III, las vulnerabilidades a los riesgos cambiarios derivados de deudores sin cobertura se incrementaron tras un período de fuerte crecimiento de los préstamos en moneda extranjera.

Prioridades de política económica

Las autoridades de la región deberían aprovechar la oportunidad que ofrece un entorno externo más favorable para seguir reduciendo sus vulnerabilidades fiscales y alentar un crecimiento inclusivo. En el frente fiscal, toda ganancia extraordinaria que provenga directamente de un mayor crecimiento y de la reducción de los subsidios públicos (gracias a la caída de los precios del petróleo) debería ahorrarse, por lo menos en un principio, dadas las incertidumbres en cuanto a su durabilidad y a la necesidad de reconstruir el margen de maniobra en materia de política económica para responder a nuevos shocks negativos. Eso sería de particular importancia en los países con grandes brechas de sostenibilidad. La reducción de los precios del petróleo también debería facilitar la adopción de medidas previstas en programas de consolidación ya en marcha o recomendados, como la eliminación gradual de los subsidios a la energía y los aumentos de la tasa del IVA. En líneas más generales, los países se beneficiarían de fortalecer sus marcos de política económica, por ejemplo mediante la aplicación de reglas fiscales y la adopción de medidas para

incrementar la transparencia y minimizar los riesgos contingentes de las asociaciones público-privadas.

Los bancos centrales de las economías no dolarizadas deberían redoblar sus esfuerzos para fortalecer sus marcos de metas de inflación. En general, sería apropiado evitar responder a los efectos de primera ronda en la inflación general producidos por la reducción de los precios de las materias primas, sobre todo en los países donde existen presiones de precios subyacentes que podrían resurgir pronto a causa de la escasa capacidad ociosa. De hecho, la reducción de la inflación general brinda una oportunidad para anclar más fuertemente las expectativas de inflación, que han estado persistentemente por encima de las metas oficiales en algunos casos. También será importante permitir una mayor flexibilidad cambiaria para reforzar la credibilidad de los marcos de metas de inflación y facilitar el ajuste a los shocks externos. En ese sentido, la reciente eliminación de la banda de fluctuación cambiaria en Costa Rica constituye un paso en la dirección correcta. Por otra parte, se necesita seguir fortaleciendo la regulación prudencial a fin de reducir las vulnerabilidades financieras, entre ellas las relacionadas con la dolarización del crédito.

También será fundamental seguir avanzando en las reformas estructurales para alcanzar un crecimiento sostenido e inclusivo. Una prioridad clave es la que se relaciona con las reformas tributarias que generan espacio fiscal para una mayor inversión pública y gasto en educación, que ayudaría a superar las restricciones de oferta y a mejorar el capital humano y la productividad. Esos esfuerzos deben complementarse con mejoras en el clima de negocios, que permitirán atraer más inversión privada.

El Caribe

Evolución y perspectivas económicas

Las perspectivas del crecimiento económico en el Caribe son producto de fuerzas opuestas. Por un lado, la recuperación proyectada para la economía de Estados Unidos brinda un impulso positivo, sobre todo a las economías basadas en el turismo que dependen en gran medida de los turistas de Estados

Unidos. Y lo que es aún más importante, todas las economías caribeñas, a excepción de Trinidad y Tobago, son importadoras netas de hidrocarburos y, por lo tanto, se ven beneficiadas por la fuerte caída de los precios del petróleo. No obstante, es evidente que estos impulsos positivos no bastan para dejar atrás debilidades estructurales persistentes que obstaculizan el crecimiento de la región. Además, el desplome de los precios en el mercado del petróleo pone de manifiesto los riesgos de interrupciones en el programa Petrocaribe por medio del cual Venezuela viene proporcionando financiamiento subsidiado para importaciones de petróleo a muchas economías asociadas del Caribe y América Central (recuadro 2.3).

En líneas generales, se prevé que continúe la recuperación económica a pesar de la persistencia de vulnerabilidades externas, fiscales y financieras en varias economías. En las economías del Caribe dependientes del turismo, el crecimiento promedio alcanzó el 1,5 por ciento en 2014 —la tasa más alta desde 2007— y se espera que siga mejorando, hasta un 2,0 por ciento, en 2015 (gráfico 2.17). Las Bahamas y Jamaica, y varias economías de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) lideran esta tendencia. Las economías del Caribe exportadoras de materias primas, en cambio, carecen del viento de cola de unos términos de intercambio más favorables, pero aun así se prevé que crezcan al 2,4 por ciento en promedio, solo ligeramente por debajo de lo observado el año pasado⁴.

A pesar de estas perspectivas moderadamente más favorables, la región sigue enfrentando enormes desafíos. Para muchos destinos turísticos del Caribe, el reciente aumento de los arribos viene tras varios años de estancamiento o caída, a causa de las brechas de competitividad que ni una recuperación generalizada de la demanda turística de Estados Unidos y Europa pueda probablemente compensar. De hecho, los problemas relacionados con los elevados niveles de costo del Caribe podrían profundizarse,

⁴Estas cifras de crecimiento son las de los promedios simples, que suelen ser mayores que las de los promedios ponderados por el PIB, dado que la economía más grande de la región (Trinidad y Tobago) tiene una de las menores tasas de crecimiento.

puesto que las monedas de la región atadas al dólar de EE.UU. se aprecian junto con él. A menos que ese efecto se equilibre con otros ahorros de costos o mejoras significativas en los productos turísticos, es probable que muchos destinos sigan perdiendo participación de mercado a manos de competidores de México, América Central y otras regiones⁵.

Los grandes desequilibrios externos de la región resaltan la escala de los desafíos. Si bien el abaratamiento de las importaciones de petróleo ofrece un alivio considerable, se proyecta que el déficit promedio en cuenta corriente entre las economías dependientes del turismo supere el 13 por ciento del PIB en 2015. En las economías del Caribe exportadoras de materias primas, los déficits en cuenta corriente son menores pero aun así significativos, de alrededor del 6 por ciento del PIB. Estos déficits siguen financiándose en gran medida con inversión extranjera directa y fondos oficiales, en algunos casos del FMI. En varios países, la asistencia del programa Petrocaribe también desempeña una función importante, lo que los expone al riesgo de súbitas brechas de financiamiento en caso de que la crisis actual en Venezuela complique el cumplimiento de sus compromisos con los socios de Petrocaribe (recuadro 2.3).

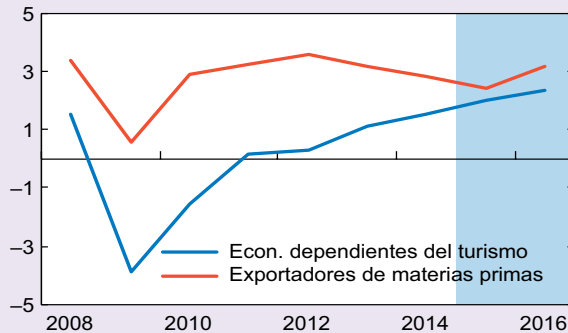
Las finanzas públicas también siguen bajo presión. Se proyecta que los balances primarios se mantengan estables en líneas generales en muchas economías, aunque se espera que el reciente gran superávit de Saint Kitts y Nevis se reduzca considerablemente a medida que disminuyan los ingresos provenientes del programa de ciudadanía por inversión. En cambio, Granada y Haití se han comprometido a controlar sus déficits elevados, mientras se espera que Jamaica mantenga el elevado superávit primario que necesita para reducir la deuda pública. En promedio, las economías dependientes del turismo arrastran una carga de la deuda superior al 90 por ciento del PIB que no se pudo aliviar en los últimos años. Entre las economías exportadoras de materias primas, mientras tanto, la deuda pública sigue creciendo, y probablemente alcance el 56 por ciento del PIB para fines de 2015. Un caso positivamente

⁵Véase también el análisis de Laframboise *et al.* (2014).

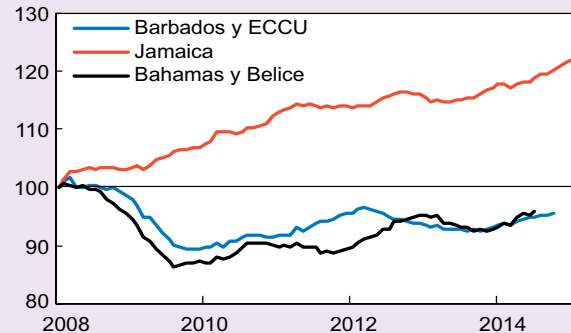
Gráfico 2.17

La mejora de las condiciones externas apuntala unas perspectivas algo más optimistas para el crecimiento en el Caribe. Sin embargo, persisten importantes vulnerabilidades fiscales, externas y financieras por resolver.

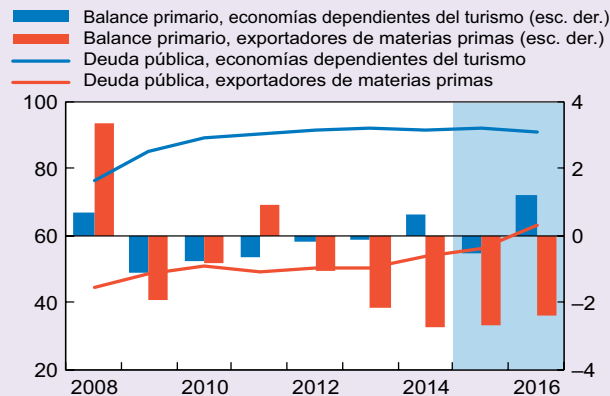
El Caribe: Crecimiento del PIB real¹
(Variación porcentual)



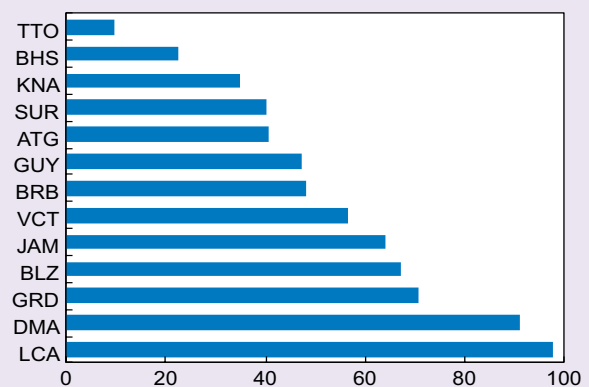
El Caribe: Llegada de turistas
(Índice: 2008 = 100; promedio móvil de 12 meses)



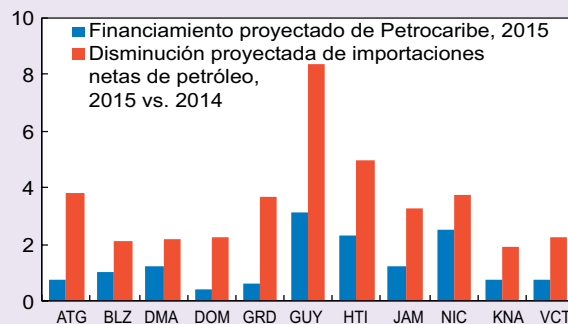
El Caribe: Cuentas fiscales
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



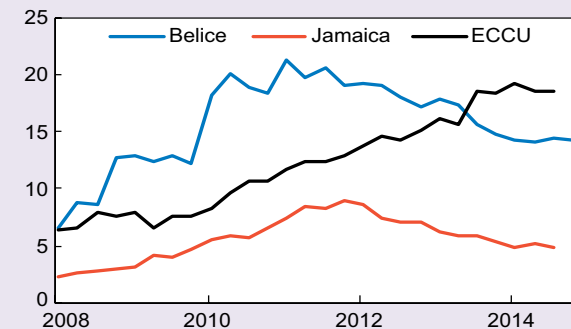
El Caribe: Deuda externa, 2014
(Porcentaje del PIB)



El Caribe: Exposición a Petrocaribe
(Porcentaje del PIB)



El Caribe: Préstamos en mora
(Porcentaje de préstamos totales)



Fuentes: Organización de Turismo del Caribe; Banco Central del Caribe Oriental; FMI, informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Exportadores de materias primas = Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago; Economías dependientes del turismo = Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía; Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) = Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía. Véase la lista de abreviaturas de los países en la pág. 85.

¹Promedio simple.

alejado es el de Trinidad y Tobago, que ha mantenido su deuda bruta por debajo del 40 por ciento del PIB al tiempo que ha acumulado activos en su Fondo de Patrimonio y Estabilización. Sin embargo, la brusca caída de los precios de la energía está reduciendo los ingresos, lo cual exigirá medidas fiscales de compensación para alcanzar las metas presupuestarias originales de las autoridades.

En la ECCU, las vulnerabilidades externas y fiscales se ven exacerbadas por agudas fragilidades financieras, pues muchos bancos locales sufren de baja capitalización, mala calidad de los activos y exposición excesiva a la deuda de sus administraciones públicas fiscalmente frágiles.

Prioridades de política económica

El desafío crucial que enfrenta el Caribe es afianzar una recuperación económica sostenida y, al mismo tiempo, reducir vulnerabilidades macroeconómicas aún muy pronunciadas, especialmente en las economías dependientes del turismo. El favorable cambio reciente en las condiciones externas brinda una ventana de oportunidad para avanzar más decididamente. Las autoridades deben aprovechar este período de actividad económica más pujante para alcanzar metas suficientemente ambiciosas de conso-

lidación fiscal y ubicar la deuda pública en una trayectoria descendente. Los obstáculos para el crecimiento resultantes del ajuste de las políticas pueden mitigarse con el diseño cuidadoso de medidas fiscales, en particular reorientando los escasos recursos presupuestarios desde el gasto corriente hacia la inversión pública de alto valor. La disminución del nivel de exenciones y concesiones tributarias contribuiría a mejorar el proceso de consolidación. La reciente adopción de un impuesto al valor agregado en Las Bahamas proporciona otro ejemplo alentador.

Menores déficits públicos también contribuirían a la recuperación del equilibrio externo. Sin embargo, será necesaria una estrategia más amplia para reducir los elevados déficits en cuenta corriente de la región. La clave es elevar la competitividad, particularmente en el sector turístico, a través de una mejor alineación de los salarios a la productividad, una reducción de los costos de la energía y un incremento de la calidad de la infraestructura de apoyo y los servicios públicos.

En la ECCU, es urgente resolver el problema de los bancos débiles con un enfoque regional ordenado y coordinado. Más allá de solucionar los actuales problemas agudos, las autoridades también deberán fortalecer el marco general jurídico y regulatorio para mejorar la supervisión y facilitar la gestión de crisis en el futuro.

Recuadro 2.1

Brechas de crédito en América Latina: Es preciso mantenerse alerta

El crédito ha crecido rápidamente en la última década en gran parte de América Latina y, a pesar de la reciente desaceleración, se mantiene en general por encima de sus niveles tendenciales en relación con el PIB. El gráfico 2.1.1 muestra el rango de brechas de crédito estimadas a lo largo de América Latina, calculadas como la diferencia entre el ratio de crédito privado a PIB y su tendencia a largo plazo¹. En América del Sur, estas brechas de crédito han sido positivas desde mediados de los años 2000 en la mayoría de los países. Durante este mismo período, en los países de América Central las brechas de crédito han sido en general más reducidas o negativas, reflejando condiciones económicas y financieras más moderadas en esa región. A finales de 2014, el stock total de crédito en relación con los niveles tendenciales estimados de Venezuela, Paraguay y Panamá, estaba entre los más altos de la región (gráfico 2.1.2). Aun así, estas brechas de crédito se ubicaban por debajo de 10 puntos porcentuales del PIB, umbral que suele considerarse como un indicador de alerta temprana sobre el riesgo de crisis bancarias (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2010; Borio y Lowe, 2002). Sin embargo, el legado de un rápido crecimiento del crédito en América del Sur subraya la necesidad de mantenerse alerta.

En aquellos países donde el prolongado boom del crédito ha dado paso a una abrupta desaceleración del crecimiento, se justifica mantenerse particularmente alerta. En esos países, los deudores se endeudaron cada vez más durante los “tiempos de bonanza” y ahora se enfrentan repentinamente a un entorno económico mucho más débil, que podría poner a prueba su capacidad de repago. Coincidiendo con este argumento básico, la flecha del gráfico 2.1.2 apunta hacia las crecientes vulnerabilidades. Así, el país que presenta la combinación más complicada de una gran brecha de crédito y una desaceleración significativa del crecimiento² es Venezuela, seguido (a cierta distancia) de Argentina, Brasil, Panamá y Paraguay³. Desde una perspectiva algo diferente, el gráfico 2.1.3 combina información sobre las brechas de crédito estimadas y el stock total de crédito a fines de 2014. La zona sombreada en rojo sugiere mayor riesgo, en el sentido de que los países que se encuentran en esta zona no solo han experimentado un boom del crédito más fuerte sino que también poseen un stock total de deuda privada más elevado, aumentando así la probabilidad de un escenario de pérdidas si la calidad del crédito llegara a debilitarse.

Nota: Este recuadro fue preparado por Natalija Novta, con la excelente asistencia de Genevieve Lindow en la investigación.

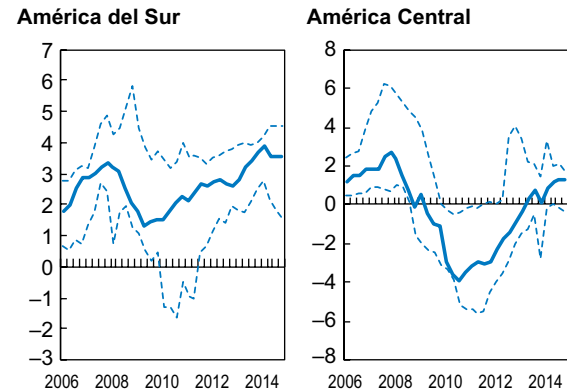
¹La tendencia a largo plazo del ratio de crédito a PIB se calcula utilizando el filtro asimétrico de Hodrick-Prescott (HP), como en Borio y Lowe (2002) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010). A partir de 2001, utilizando datos trimestrales y un parámetro de suavización (lambda) de 400.000, el filtro HP se aplica recursivamente en períodos cada vez más prolongados. Por lo tanto, la brecha de crédito presentada para el período t utiliza solamente datos hasta el período t. En el caso de Bolivia y Uruguay, la muestra comienza en 2005T1 para evitar aparentes quiebres estructurales en las series. La estimación de tendencias requiere inevitablemente asumir parámetros que pueden afectar a las brechas de crédito estimadas.

²La desaceleración del crecimiento se mide como la diferencia entre el crecimiento promedio esperado en 2015–16 y el crecimiento promedio observado en 2008–13.

³Las estimaciones correspondientes a Venezuela deben tomarse con cautela, en la medida en que la elevada inflación y el régimen de tipos de cambio múltiples tienden a distorsionar las estadísticas macroeconómicas. Los datos sobre el crédito correspondientes a Panamá, a su vez, reflejan el papel de centro financiero regional que desempeña este país, de manera que estos datos son algo menos informativos en relación con la evolución estrictamente interna del crédito.

Gráfico 2.1.1

Brechas de crédito estimadas
(Porcentaje del PIB)



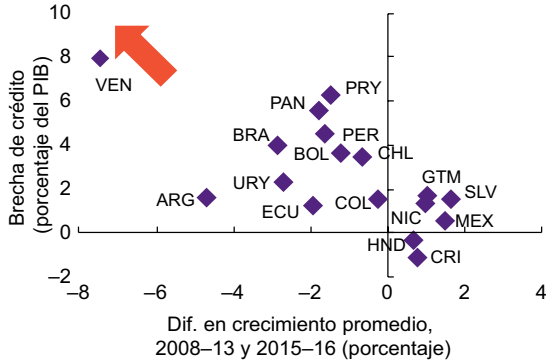
Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La línea sólida azul muestra la mediana, y las líneas punteadas corresponden a los percentiles 25 y 75 de las brechas de crédito estimadas en los distintos países de cada grupo regional. América del Sur incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. América Central incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Panamá.

Recuadro 2.1 (conclusión)

Gráfico 2.1.2

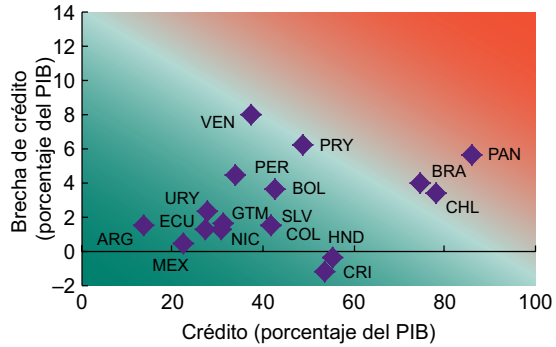
Brecha de crédito y desaceleración del crecimiento



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

Gráfico 2.1.3

Brecha de crédito y ratio del crédito a PIB, 2014



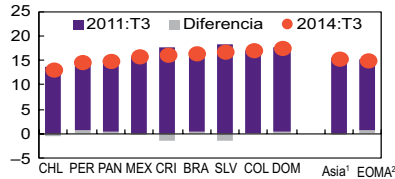
Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

Sin embargo, tranquiliza observar que la región parece seguir teniendo amplias reservas financieras para hacer frente a las consecuencias de una desaceleración del crecimiento y a las crecientes presiones sobre la calidad de los activos. Los ratios de adecuación de capital, el rendimiento de los activos y los ratios de provisiones se mantienen relativamente holgados en comparación con otras regiones de mercados emergentes; y los coeficientes de préstamos en mora no superan en general el 3 por ciento (gráfico 2.1.4). Estos indicadores no muestran un reciente deterioro significativo, aunque la naturaleza retrospectiva de algunos indicadores (especialmente los coeficientes de préstamos en mora) advierte en contra de la autocomplacencia.

Gráfico 2.1.4

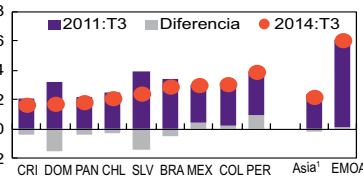
Coefficiente de suficiencia de capital

(Porcentaje)



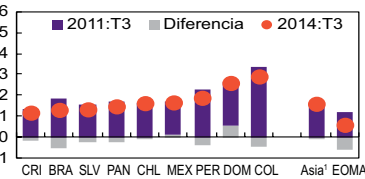
Préstamos en mora

(Porcentaje del total de préstamos)



Rendimiento de los activos

(Porcentaje)



Fuentes: FMI, *Financial Soundness Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Asia = Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia; EOMA (Europa, Oriente Medio y África) = Hungría, Israel, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía.

¹Promedio simple. Debido a limitaciones de los datos: Indonesia, el promedio de los datos de 2011T2 y 2011T4 se usa para 2011T3. Corea, se utilizan los datos de 2014T2 para 2014T3.

²Promedio simple. Debido a limitaciones de los datos: Sudáfrica, los datos de 2014T2 se utilizan para 2014T3.

Es prioritario mantener niveles sólidos de capital y garantizar un reconocimiento rápido de los préstamos irre recuperables. Los shocks de términos de intercambio negativos que afectan a muchos países de América Latina, el endurecimiento previsto de la política monetaria estadounidense y la fuerte apreciación conexas del dólar de EE.UU. aumentan la probabilidad de un deterioro de la calidad del crédito en el período venidero. Para garantizar que esto no socave la estabilidad financiera, los reguladores y supervisores deberán recomendar a los bancos que mantengan estándares conservadores en materia de constitución de provisiones, examinen detenidamente las tendencias de la calidad del crédito y reconozcan rápidamente los préstamos problemáticos, y eviten las distribuciones de utilidades excesivamente grandes que comprometan las reservas de capital. En términos más generales, el actual período contractivo del ciclo de crédito pone de manifiesto los beneficios de aplicar políticas macroprudenciales anticíclicas en la fase expansiva. Los reguladores que endurecieron adecuadamente las normas prudenciales durante los años del boom no solo ayudaron a limitar los excesos en ese momento sino que también crearon márgenes de maniobra adicionales que serán útiles en el período venidero.

Recuadro 2.2

Fortalecimiento del dólar de EE.UU. y actividad económica en América Latina

El dólar de EE.UU. se ha apreciado alrededor de un 18 por ciento en términos efectivos reales desde junio de 2014, lo cual la hace la apreciación más rápida en más de 40 años. Además, muchos observadores esperan que el fortalecimiento del dólar continúe, impulsado por las favorables perspectivas de crecimiento y la ampliación de los diferenciales de las tasas de interés con respecto a otras monedas importantes. ¿Cómo podría esta tendencia a la apreciación afectar al crecimiento de América Latina? Al analizar los últimos 45 años, los mercados emergentes han tendido a registrar un crecimiento más lento, en promedio, durante períodos de apreciación prolongada del dólar. En América Latina este patrón parece ser más fuerte que en otras regiones de mercados emergentes, particularmente en los países exportadores de materias primas de América del Sur (gráfico 2.2.1).

El análisis de eventos (gráfico 2.2.2) muestra que durante períodos prolongados de apreciación del dólar, el menor crecimiento en América Latina ha estado asociado a tasas de interés reales más elevadas en Estados Unidos, una dinámica más débil en los mercados de materias primas y, por lo tanto, términos de intercambio menos favorables.

Curiosamente, el crecimiento observado en Estados Unidos no ha variado mucho en promedio entre los episodios de apreciación y de depreciación. Esto indica que las diferencias en las tasas de crecimiento de América Latina entre los episodios de apreciación y de depreciación del dólar reflejan principalmente factores distintos del crecimiento en Estados Unidos. Además, las monedas latinoamericanas se han apreciado, en promedio, algo menos en períodos de fortalecimiento del dólar, aunque aparentemente sin proporcionar suficiente impulso a la demanda agregada a través de una mejora de las exportaciones netas¹.

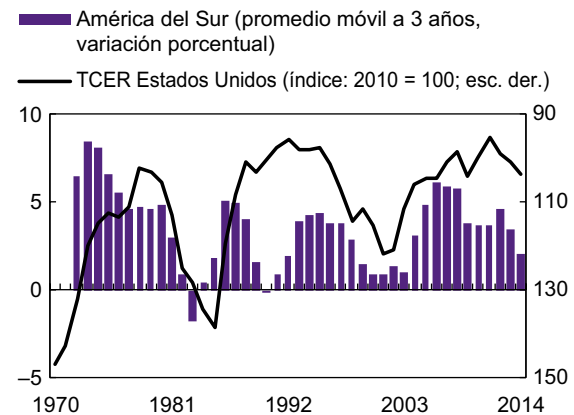
La apreciación del dólar de EE.UU. puede ser el resultado de shocks subyacentes diferentes, con efectos derrame variados en América Latina. En general, una contracción monetaria y/o un crecimiento vigoroso han impulsado la apreciación. Pero en el pasado, otros factores, tales

Nota: Este recuadro fue preparado por Pablo Druck y Nicolás Magud, con la excelente asistencia de Rodrigo Mariscal en la investigación, en base a un trabajo de Druck y Magud, de próxima publicación.

¹Un dólar de EE.UU. más fuerte en términos multilaterales no mejora necesariamente la competitividad de un país frente a otros exportadores a Estados Unidos, en particular la de aquellos países cuya proporción de exportaciones a Estados Unidos es limitada.

Gráfico 2.2.1

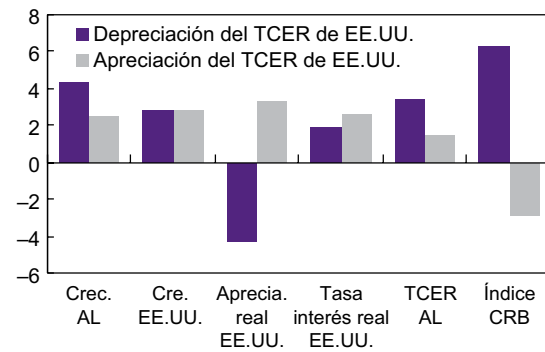
Fortalecimiento del dólar y crecimiento en América del Sur



Fuentes: Federal Reserve Economic Data (FRED); FMI, *International Financial Statistics*; FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: TCER = tipo de cambio efectivo real. Mayor valor = apreciación.

Gráfico 2.2.2

Ciclos de apreciación y depreciación¹
(Porcentaje)



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

Nota: AL = América Latina; CRB = Commodity Research Bureau (índice de precios de las materias primas); TCER = tipo de cambio efectivo real. Las tasas de interés real de Estados Unidos corresponden a las tasas de las letras del Tesoro a 10 años deflactadas por la inflación anual observada.

¹Los ciclos de apreciación y depreciación se definen por las variaciones tendenciales a largo plazo del nivel máximo al mínimo del tipo de cambio efectivo real de Estados Unidos. Ciclos de depreciación: 1970-78, 1986-92 y 2002-11. Ciclos de apreciación: 1979-1985, 1996-2001 y 2011-13. Las barras muestran la variación porcentual anual promedio. Véanse más detalles en Druck y Magud (de próxima publicación).

Recuadro 2.2 (conclusión)

como una fuga a escala mundial hacia activos de alta calidad e intervenciones cambiarias coordinadas, también han contribuido, lo que refleja el papel central del dólar en el sistema monetario internacional. Teniendo en cuenta lo expuesto, ¿cuáles son los posibles canales de transmisión que podrían explicar el vínculo entre un dólar de EE.UU. más fuerte y una menor actividad en América Latina? El análisis empírico en Druck y Magud (de próxima publicación) apunta a los canales siguientes:

- *Canal financiero:* Controlando por el crecimiento en Estados Unidos, mayores tasas de interés reales en este país hacen que el financiamiento externo sea más costoso y restrictivo para los deudores en los mercados emergentes, afectando negativamente a la inversión y el consumo. Estos efectos se han visto agravados en episodios anteriores de apreciación sostenida del dólar por los descalces de monedas en los balances de los sectores público y privado.

- *Efectos ingreso/sustitución:* Un dólar de EE.UU. más fuerte implica monedas nacionales y precios de las materias primas más débiles, reduciendo el poder adquisitivo en dólares de los agentes en los mercados emergentes. Si se expresa el poder adquisitivo en términos de intercambio de las materias primas, este efecto es todavía más pronunciado (gráfico 2.2.3), amplificando el debilitamiento de la demanda interna agregada².

Este argumento es particularmente relevante en el caso de los grandes exportadores netos de materias primas de América del Sur, aunque no tanto en América Central y México. En principio, el debilitamiento resultante del producto interno debería verse compensado por los efectos positivos de reorientación del gasto (es decir, la reorientación de la demanda hacia bienes internos, dado que los bienes externos se encarecen debido a la depreciación). Sin embargo, muchas economías latinoamericanas dependen de bienes externos finales, intermedios y de capital que no pueden ser fácilmente sustituidos por bienes internos, dada la poca diversificación de sus economías. La baja tasa de sustitución implícita entre bienes importados y nacionales validaría el argumento de que el efecto ingreso domina el efecto de las variaciones del tipo de cambio en la reorientación del gasto.

En aquellos países muy integrados con la economía estadounidense, los efectos mencionados deben considerarse paralelamente a los efectos derrame *positivos* de la demanda si el fortalecimiento del dólar de EE.UU. está impulsado por un crecimiento más rápido en Estados Unidos. Estas externalidades positivas son relevantes en particular en América Central y México, gracias a los cuantiosos flujos comerciales y de remesas, pero no tanto en América del Sur.

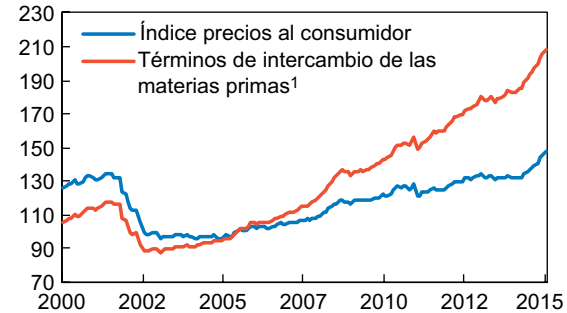
En general, la perspectiva de un dólar de EE.UU. persistentemente fuerte, sumado a las mayores tasas de interés previstas en Estados Unidos, podría plantear riesgos para el crecimiento de América Latina, particularmente para los exportadores de materias primas y aquellos países expuestos a descalces de monedas. Por otra parte, en la medida en que algunos países han implementado reformas macroeconómicas desde finales de los años noventa —fortaleciendo sus regímenes de política monetaria, permitiendo una mayor flexibilidad cambiaria y reduciendo la dolarización de los pasivos— dichos países deberían estar mejor preparados ahora que en el pasado para hacer frente a este período de fortalecimiento del dólar de EE.UU.

²Esto surge de sustituir el índice de términos de intercambio de las materias primas de un país específico por los índices de precios de la canasta de socios comerciales para calcular el tipo de cambio efectivo real de los “términos de intercambio de las materias primas”.

Gráfico 2.2.3

América del Sur y México: Tipos de cambio efectivos reales

(Índice: 2005 = 100)



Fuentes: FMI, *Information Notice System*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: América del Sur = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

¹Calculados utilizando datos sobre los términos de intercambio de las materias primas basados en Gruss (2014) (en lugar de los índices de precios al consumidor internos) de los socios comerciales.

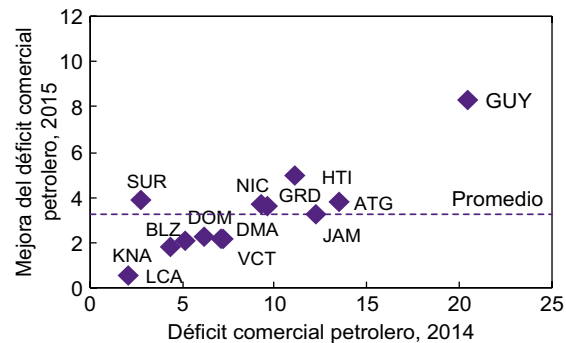
Recuadro 2.3

¿Cómo afecta el descenso del precio del petróleo a los países de América Central y el Caribe?

El descenso registrado recientemente por los precios del petróleo ha sido el más importante desde la crisis financiera mundial. A marzo de 2015, los precios del petróleo crudo se habían reducido en un 50 por ciento respecto a los del año anterior. Esta pronunciada caída representa un fuerte shock positivo a los términos de intercambio para los importadores netos de petróleo de ALC, en particular los de América Central y el Caribe (ACC—gráfico 2.3.1). Siempre y cuando este descenso se traslade a los usuarios finales (la aplicación de mecanismos de fijación de precios actuales implicaría la transmisión completa o casi completa en la mayoría de los países de ACC a finales de 2015), el efecto inmediato de la disminución de los precios del petróleo debería de traducirse en un descenso de los costos de transporte y electricidad (en particular en países cuya producción de energía depende de combustibles fósiles). A su vez, ello debería impulsar el ingreso disponible de los hogares, fortalecer la rentabilidad de las empresas y reducir el déficit fiscal en los países que subvencionan los productos energéticos.

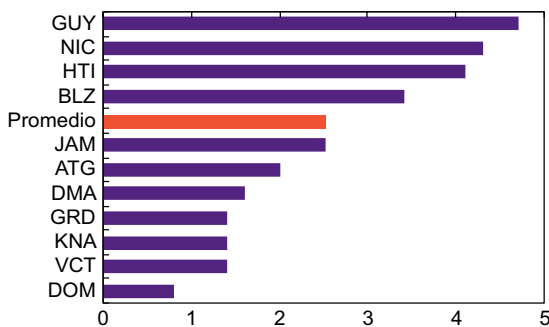
No obstante, muchos países de ACC experimentarán también un menor financiamiento procedente de Venezuela a través del programa PetroCaribe. Desde 2005, esta iniciativa ha permitido a varios gobiernos de ACC obtener deuda a largo plazo a tasas de interés por debajo de las de mercado mientras sus países compraban petróleo a Venezuela¹. Cuando los precios del petróleo eran altos, también lo eran las facturas del petróleo y el financiamiento de PetroCaribe, que representaba el 2,5 por ciento del PIB del país miembro promedio en 2014 (gráfico 2.3.2). Los bajos precios que registra actualmente el petróleo implican que las facturas del petróleo de los miembros de PetroCaribe deberían disminuir, en promedio, un 3,3 por ciento del PIB en 2015. Este beneficio significativo quedará neutralizado en parte por un menor acceso al financiamiento (de aproximadamente un 1 por ciento del PIB en el país receptor medio) a medida que se reduzca el volumen de préstamos de PetroCaribe; las condiciones de crédito, por su parte, son menos generosas si los precios del petróleo son bajos (gráfico 2.3.3 y cuadro 2.3.1).

Gráfico 2.3.1
Mejora del déficit comercial petrolero, 2015
(Porcentaje del PIB)



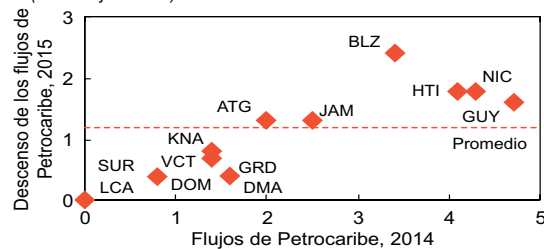
Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Véase la lista de abreviaturas de los países en la pág. 85.

Gráfico 2.3.2
Financiamiento de PetroCaribe, 2014¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Santa Lucía y Suriname son miembros de PetroCaribe pero no han pedido financiamiento con arreglo a esta iniciativa.

Gráfico 2.3.3
Descenso de los flujos de financiamiento de PetroCaribe, 2015
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Véase la lista de abreviaturas de los países en la pág. 85.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gabriel Di Bella.

¹Además de Venezuela, son actualmente países miembros Antigua y Barbuda, Bahamas, Belice, Cuba, Dominica, El Salvador, Granada, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, Nicaragua, República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía y Suriname. Las condiciones de la deuda incluyen largos períodos de reembolso (17–25 años) y tasas de interés reducidas (1–2 por ciento). Hasta la fecha, Santa Lucía y Suriname no han importado petróleo con arreglo al convenio y, por lo tanto, no han acumulado deuda de PetroCaribe.

Recuadro 2.3 (continuación)

Si bien, en conjunto, el descenso del precio del petróleo resultará beneficioso para los miembros de PetroCaribe (puesto que las ventajas de una menor factura del petróleo tendrán un peso mayor al de la disminución prevista de las entradas de capital), es posible que la reducción del financiamiento genere problemas. En este sentido, las repercusiones de un menor financiamiento serán diferentes para el sector público y el sector privado. Mientras que el sector privado podría registrar un aumento de su ingreso disponible y sus ganancias, la reducción (o interrupción) del financiamiento de PetroCaribe hará que algunos gobiernos tengan problemas de liquidez. Si no se reciclan los recursos del sector privado hacia el sector público (por ejemplo, mediante una reducción de los subsidios a la energía), puede que algunos gobiernos se vean obligados a elegir entre buscar financiamiento presupuestario para los programas sociales o de inversión relacionados con PetroCaribe o interrumpirlos. Es posible que Nicaragua y Haití, debido a su falta de acceso a los mercados de capitales, reservas insuficientes y mercados financieros internos poco profundos, sean quienes tengan que introducir más ajustes (cuadro 2.3.2). Guyana y Saint Kitts (y, en menor grado, Jamaica) han acumulado reservas para compensar estos efectos. Asimismo, en el caso de interrupción total de los flujos de PetroCaribe, es posible que se incremente el déficit fiscal en Antigua, Dominica, Granada, Haití, Jamaica y Nicaragua, en la medida en que los gobiernos asuman los programas sociales o los proyectos de infraestructuras que actualmente se ejecutan de forma extrapresupuestaria. Unos pocos países con subsidios a la energía, en especial Haití, planean compensar el costo adicional mediante la recuperación del ingreso no percibido en la tributación del combustible.

Una posible suspensión de los flujos de PetroCaribe podría sin embargo ser más fácil de sobrellevar ahora que en el pasado. El costo presupuestario de la caída del precio del petróleo para Venezuela plantea dudas acerca de la continuidad del respaldo de PetroCaribe. Si este cesara, sus consecuencias diferirían de un país miembro de PetroCaribe a otro. Los gobiernos receptores de flujos de capital importantes y que no reciben fuentes de financiamiento alternativas (como Nicaragua y Haití) serían los más afectados, si bien en menor grado que en un escenario de precios del petróleo más elevados. Los gobiernos que han constituido reservas (como Guyana) o que disponen de fuentes de financiamiento alternativas (como la República Dominicana y Jamaica), deberían

Cuadro 2.3.1. Beneficios netos del descenso de los precios del petróleo
(Porcentaje del PIB)

	Continúa			Se interrumpe
	Descenso del déficit comercial petrolero (A)	Descenso del financiamiento de Petrocaribe (B)	Mejora de la posición externa (A - B)	Mejora de la posición externa
Petrocaribe:				
Antigua y Barbuda	3,8	1,3	2,5	1,8
Belice	2,1	2,4	-0,3	-1,3
Dominica	2,2	0,4	1,8	0,6
Granada	3,6	0,8	2,8	2,2
Guyana	8,3	1,6	6,7	3,6
Haití	4,9	1,8	3,1	0,8
Jamaica	3,2	1,3	1,9	0,7
Nicaragua	3,7	1,8	1,9	-0,6
República Dominicana	2,2	0,4	1,8	1,4
Saint Kitts y Nevis	1,8	0,7	1,1	0,4
San Vicente y las Granadinas	2,2	0,7	1,5	0,8
Santa Lucía	0,6	0,0	0,6	0,6
Suriname	3,9	0,0	3,9	3,9
Promedio	3,3	1,0	2,3	1,2

Fuentes: FMI, informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 2.3.2. Esfuerzo fiscal contingente, 2015
(Porcentaje del PIB)

	Flujos de Petrocaribe	
	Continúan	Se interrumpen
Antigua y Barbuda	0,1	0,5
Dominica	0,0	0,1
Granada	0,2	1,0
Haití	1,4	4,6
Jamaica	1,3	2,5
Nicaragua	1,7	4,0
Promedio	0,8	2,1

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Recuadro 2.3 *(conclusión)*

verse menos afectados². Belice se vería especialmente afectado, puesto que menores precios del petróleo también reducen el valor de sus propias exportaciones de crudo.

La disminución de los flujos de PetroCaribe no debería afectar al crecimiento de forma significativa. Sus repercusiones sobre el crecimiento del PIB y la cuenta corriente dependen de la magnitud del déficit en la balanza comercial petrolera y de la medida en que los incrementos del ingreso disponible y las ganancias se ahorren o se absorban. Teniendo en cuenta estos elementos, pareciera que solo Haití y Nicaragua, que requerirán ajustes fiscales para compensar la pérdida de financiamiento, podrían registrar una disminución del crecimiento. En los demás países, el descenso de los precios del petróleo y la posible ampliación de los déficits fiscales deberían compensar los efectos de la disminución de los flujos de PetroCaribe sobre el crecimiento.

²En enero de 2015, la República Dominicana canceló toda su deuda de PetroCaribe mediante una operación de recompra.

Anexo 2.1. Aclaración acerca de los datos de Argentina

Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados, revisados en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013 el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 instó a Argentina a adoptar medidas especificadas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI dentro de un calendario especificado. El 15 de diciembre de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado para fines de septiembre de 2014 y los pasos que habían tomado las autoridades argentinas para remediar las deficiencias en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar esta cuestión según el calendario especificado en diciembre de 2013 y conforme a los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

A partir de diciembre de 2013, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran

Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNu no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de abril de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas* no se presentan los datos sobre la inflación del IPC promedio para 2014. Tras una declaración de censura emitida por el FMI el 1 de febrero de 2013, la divulgación pública de un nuevo IPC nacional a más tardar a fines de marzo de 2014 fue una de las medidas especificadas en la decisión del Directorio Ejecutivo del FMI de diciembre de 2013 en la que se solicitaba a Argentina que abordara la calidad de los datos oficiales de su IPC. El 15 de diciembre de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado para fines de septiembre de 2014 y los pasos iniciales que habían tomado las autoridades argentinas para remediar las deficiencias en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar este tema conforme al calendario especificado en diciembre de 2013 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

Cuadro 2.1. Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos¹

	Crecimiento del producto (Porcentaje)					Inflación ² (Fin de período, porcentaje)					Balance de la cuenta corriente externa (Porcentaje del PIB)				
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
			Est.	Proyecciones				Est.	Proyecciones			Est.	Proyecciones		
América del Norte															
Canadá	1,9	2,0	2,5	2,2	2,0	1,0	1,0	1,9	1,0	2,4	-3,3	-3,0	-2,2	-2,6	-2,3
México	4,0	1,4	2,1	3,0	3,3	3,6	4,0	4,1	3,1	3,0	-1,3	-2,4	-2,1	-2,2	-2,2
Estados Unidos	2,3	2,2	2,4	3,1	3,1	1,8	1,3	0,9	0,5	2,1	-2,9	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4
América del Sur															
Argentina ³	0,8	2,9	0,5	-0,3	0,1	10,8	10,9	23,9	20,5	20,5	-0,2	-0,8	-0,9	-1,7	-1,8
Bolivia	5,2	6,8	5,4	4,3	4,3	4,5	6,5	5,2	5,0	5,0	8,3	3,3	0,7	-2,8	-4,2
Brasil	1,8	2,7	0,1	-1,0	1,0	5,8	5,9	6,4	8,0	5,4	-2,2	-3,4	-3,9	-3,7	-3,4
Chile	5,5	4,3	1,8	2,7	3,3	1,5	2,8	4,6	2,9	3,0	-3,6	-3,7	-1,2	-1,2	-2,0
Colombia	4,0	4,9	4,6	3,4	3,7	2,4	1,9	3,7	3,6	3,2	-3,2	-3,4	-5,0	-5,8	-4,9
Ecuador	5,2	4,6	3,6	1,9	3,6	4,2	2,7	3,7	3,0	3,0	-0,2	-1,0	-0,8	-3,3	-3,0
Guyana	4,8	5,2	3,8	3,8	4,4	3,5	0,9	1,2	1,2	3,9	-11,6	-13,3	-15,9	-16,4	-21,9
Paraguay	-1,2	14,2	4,4	4,0	4,0	4,0	3,7	4,2	4,5	4,5	-0,9	2,2	0,1	-1,7	-2,2
Perú	6,0	5,8	2,4	3,8	5,0	2,6	2,9	3,2	2,2	2,0	-2,7	-4,4	-4,1	-4,6	-4,3
Suriname	4,8	4,1	2,9	2,7	3,8	4,4	0,6	3,9	2,1	3,0	3,4	-3,9	-7,3	-7,8	-6,9
Uruguay	3,7	4,4	3,3	2,8	2,9	7,5	8,5	8,3	7,4	7,3	-5,4	-5,2	-4,7	-3,8	-4,1
Venezuela	5,6	1,3	-4,0	-7,0	-4,0	20,1	56,2	68,5	94,9	78,4	3,7	2,4	4,3	-4,7	-0,8
América Central															
Belice	3,3	1,5	3,4	2,0	3,0	0,8	1,6	-0,4	1,5	2,3	-1,2	-4,4	-5,7	-4,5	-6,1
Costa Rica	5,2	3,4	3,5	3,8	4,4	4,6	3,7	5,1	4,0	4,0	-5,3	-5,0	-4,5	-3,6	-4,0
El Salvador	1,9	1,7	2,0	2,5	2,6	0,8	0,8	0,5	0,6	1,7	-5,4	-6,5	-5,0	-4,3	-4,9
Guatemala	3,0	3,7	4,0	4,0	3,9	3,4	4,4	2,9	3,0	3,4	-2,6	-2,5	-2,3	-1,6	-1,8
Honduras	4,1	2,8	3,1	3,3	3,4	5,4	4,9	5,8	4,7	5,2	-8,5	-9,5	-7,4	-6,5	-6,4
Nicaragua	5,0	4,4	4,5	4,6	4,3	6,6	5,7	6,5	6,0	7,0	-9,8	-8,9	-6,2	-6,8	-7,5
Panamá ⁴	10,7	8,4	6,2	6,1	6,4	4,6	3,7	1,0	2,4	2,0	-9,8	-12,2	-12,0	-10,4	-10,0
El Caribe															
Antigua y Barbuda	3,6	1,8	2,4	1,9	2,3	1,8	1,1	1,3	1,0	1,6	-14,6	-14,6	-14,5	-10,7	-12,4
Bahamas, Las	1,0	0,7	1,3	2,3	2,8	0,7	0,8	0,2	2,3	1,6	-18,3	-17,7	-21,6	-12,4	-8,2
Barbados	0,0	0,0	-0,3	0,8	1,4	2,4	1,1	2,3	0,9	1,9	-9,3	-9,3	-9,1	-5,1	-5,9
Dominica	-1,4	-0,9	1,1	2,4	2,9	1,2	-0,4	-0,1	0,9	0,6	-17,7	-13,1	-13,0	-13,1	-19,4
Granada	-1,2	2,4	1,5	1,5	2,0	1,8	-1,2	-0,7	-1,0	2,3	-19,2	-27,0	-23,6	-17,4	-16,1
Haití ⁵	2,9	4,2	2,7	3,3	3,8	6,5	4,5	5,3	6,1	5,0	-5,7	-6,7	-5,8	-3,0	-3,7
Jamaica	-0,5	0,2	0,5	1,7	2,2	8,0	9,5	4,7	7,0	7,2	-10,7	-8,9	-6,4	-5,0	-4,6
República Dominicana	2,6	4,8	7,3	5,1	4,5	3,9	3,9	1,6	3,0	4,0	-6,6	-4,1	-3,1	-2,4	-3,0
Saint Kitts y Nevis	-0,9	3,8	7,0	3,5	3,0	0,1	0,4	2,0	2,0	2,0	-9,8	-6,7	-10,7	-16,2	-16,8
San Vicente y las Granadinas	1,1	2,4	1,1	2,1	3,1	1,0	0,0	0,6	0,1	1,6	-27,5	-31,3	-29,4	-27,6	-25,4
Santa Lucía	0,6	-0,5	-1,1	1,8	1,4	5,0	-0,7	1,7	3,1	3,1	-13,5	-12,8	-12,4	-13,4	-13,9
Trinidad y Tobago	1,4	1,7	1,1	1,2	1,5	7,2	5,6	8,5	6,0	5,3	3,4	6,7	8,3	5,2	4,4
Partidas informativas:															
América Latina y el Caribe (ALC)	3,1	2,9	1,3	0,9	2,0	5,4	7,4	8,2	9,0	7,2	-1,8	-2,8	-2,8	-3,2	-3,0
Países de ALC financieramente integrados ⁶	4,2	3,9	2,4	2,4	3,2	3,9	4,3	5,0	4,5	4,0	-3,1	-3,7	-3,5	-3,5	-3,5
Otros países exportad. de materias primas ⁷	3,1	6,0	2,0	0,6	1,6	8,2	17,3	20,4	26,9	22,7	2,1	1,2	0,7	-2,8	-2,4
ACRD ⁸	4,6	4,2	4,4	4,2	4,2	4,2	3,9	3,4	3,4	3,9	-6,9	-7,0	-5,8	-5,1	-5,4
El Caribe															
Econ. depend. del turismo ⁹	0,3	1,1	1,5	2,0	2,4	2,5	1,2	1,3	1,8	2,4	-15,6	-15,7	-15,6	-13,4	-13,7
Países export. mat. primas ¹⁰	3,6	3,1	2,8	2,4	3,2	4,0	2,2	3,3	2,7	3,6	-1,5	-3,7	-5,2	-5,9	-7,6
Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) ¹¹	0,3	1,1	1,7	2,0	2,1	2,1	0,0	0,7	1,2	1,9	-17,1	-17,2	-15,8	-13,9	-14,5

Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

¹Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario. Los agregados de la cuenta corriente se calculan como promedios ponderados por el PIB nominal en dólares de EE.UU. Las series del IPC excluyen Argentina. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 3 de abril de 2015.

²Tasas de fin de período (diciembre). Estas generalmente diferirán de las tasas de inflación promedio del período presentadas en el informe WEO del FMI, si bien ambas están basadas en las mismas proyecciones básicas.

³Véanse más detalles sobre los datos de Argentina en el apéndice 2.1.

⁴Los coeficientes con respecto al PIB se basan en las series del PIB con "el año base 1996".

⁵Datos correspondientes al año fiscal.

⁶Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

⁷Promedio simple de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela. Las series del IPC excluyen Argentina.

⁸Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

⁹Promedio simple de Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los Estados miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

¹⁰Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.

¹¹La Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés) incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía, así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

Cuadro 2.3. Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2005-14¹

	2014		Promedio 2005-14				2014			Últimos disponibles			Calificación del crédito soberano ⁷
	PIB ² (US\$, mil millones)	PIB per cápita (\$PPA)	Propor. del producto normal de ALC ² (Porcent.)	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	Inflación del IPC ³ (Porcent.)	Cuenta corriente (% del PIB)	Ahorro interno (% del PIB)	Apertura del comercio ⁴ (% del PIB)	Reservas brutas ⁵ (% del PIB)	Tasa de desempleo (Porcent.)	Tasa de pobreza ⁶	Coefficiente de Gini ⁶	
América del Norte													
Canadá	1.788,7	35,5	—	1,9	1,8	-1,3	22,4	64,1	4,2	6,9	—	31,3	AAA
México	1.282,7	119,7	22,1	2,5	4,1	-1,3	21,4	60,6	14,9	4,8	11,4	49,1	BBB+
Estados Unidos	17.418,9	319,0	—	1,6	2,1	-3,7	16,8	28,3	0,8	6,2	—	47,6	AAA
América del Sur													
Argentina ⁸	540,2	22,582	9,3	5,1	11,2	0,7	20,1	33,2	5,4	7,3	5,0	42,0	SD
Bolivia	34,4	6,221	0,6	5,0	6,2	6,1	25,0	71,9	39,4	4,0	14,4	46,5	BB-
Brasil	2.353,0	16,096	40,6	3,4	5,4	-1,4	18,7	24,0	15,3	4,8	9,4	52,3	BBB
Chile	258,0	17,8	22,971	4,3	3,6	0,1	22,8	70,8	15,7	6,4	2,0	50,8	AA-
Colombia	384,9	47,7	13,430	6,6	4,0	-2,9	20,1	35,5	12,1	9,1	15,2	53,4	BBB
Ecuador	100,8	16,0	11,244	4,4	4,2	0,7	26,7	60,4	3,5	5,0	10,5	46,2	B
Guyana	3,0	0,8	6,895	0,1	5,0	-11,8	7,1	133,0	22,3	—	—	—	—
Paraguay	29,7	6,9	8,449	0,5	6,2	1,2	17,1	102,1	22,5	5,5	8,3	52,6	BB
Perú	202,9	31,4	11,817	6,2	2,9	-1,4	22,4	50,7	30,2	6,0	10,0	45,3	BBB+
Suriname	5,3	0,6	16,623	0,1	7,8	3,8	—	104,6	10,8	8,9	—	—	BB-
Uruguay	55,1	3,4	20,566	5,4	7,5	-3,0	17,9	56,2	31,8	6,5	2,3	41,3	BBB-
Venezuela	205,8	30,5	17,695	3,7	30,9	7,4	31,1	58,1	3,4	7,0	11,5	40,4	CCC
América Central													
Belize	1,7	0,4	8,248	0,0	2,0	-5,0	12,1	124,7	28,8	12,9	—	—	B-
Costa Rica	48,1	4,8	14,864	0,8	7,6	-5,1	17,2	67,5	15,0	8,2	4,6	48,5	BB+
El Salvador	25,3	6,4	8,021	0,4	2,9	-4,7	10,3	65,1	9,6	5,5	12,7	41,8	BB-
Guatemala	60,4	15,9	7,503	1,0	5,5	-3,0	13,3	62,7	11,7	—	40,7	52,2	BB
Honduras	19,5	8,3	4,729	0,3	6,4	-3,6	18,9	90,5	17,6	4,5	39,6	57,2	B
Nicaragua	11,7	6,2	4,736	0,2	8,7	-10,9	15,7	94,1	19,4	4,8	29,3	45,7	B-
Panamá	43,8	3,9	19,455	0,8	4,1	-8,9	16,7	75,4	9,2	4,1	9,9	51,9	BBB
El Caribe													
Bahamas, Las	8,7	0,4	25,049	0,1	2,0	-14,2	13,1	95,7	10,1	15,0	—	—	BBB
Barbados	4,3	0,3	16,183	0,1	5,1	-8,8	7,1	98,1	14,7	12,7	—	—	B
Haití	8,7	10,5	1,750	0,2	8,2	-3,1	25,6	65,3	13,2	—	—	—	BB-
Jamaica	13,8	2,8	8,609	0,2	10,0	-11,0	20,2	90,2	17,6	15,3	—	—	B-
República Dominicana	64,1	10,6	13,012	1,1	5,5	-5,3	20,2	59,1	7,6	13,9	47,4	B+	
Trinidad y Tabago	28,8	1,4	32,139	0,5	8,0	17,5	32,9	98,1	41,3	4,0	—	—	A-
Unión Monetaria del Caribe Oriental	5,6	0,6	15,359	0,1	2,7	-20,2	9,9	97,5	24,7	—	—	—	—
Antigua y Barbuda	1,2	0,1	22,573	0,0	2,2	-18,2	17,3	110,6	23,9	—	—	—	—
Dominica	0,5	0,1	10,800	0,0	1,8	-17,7	-0,6	86,2	19,3	—	—	—	—
Granada	0,9	0,1	11,979	0,0	2,6	-25,1	3,3	81,6	19,7	—	—	—	—
Saint Kitts y Nevis	0,8	0,1	21,091	0,0	3,5	-15,9	19,4	87,3	38,9	—	—	—	—
San Vicente y las Granadinas	0,7	0,1	10,778	0,0	3,1	-27,7	-1,3	86,5	21,4	—	2,9	40,2	B-
América Latina y el Caribe	1,4	0,2	11,594	0,0	2,8	-18,7	11,5	106,7	19,0	—	—	—	—
Santa Lucía	5.800,4	603,0	15.489	100,0	6,3	-0,9	20,6	43,0	14,3	—	11,3	49,6	—

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, informe WEO; Banco Interamericano de Desarrollo (IDB); autoridades nacionales; Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDLAC, por sus siglas en inglés, y Banco Mundial), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las 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 E.U.U. y la población que se calculan como totales. La serie del IPC excluye Argentina. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 3 de abril de 2015.

²A tipos de cambio de mercado.

³Fin de período, variación porcentual a 12 meses.

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

⁵Últimos datos disponibles en *International Financial Statistics* del FMI.

⁶Datos de la Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDLAC), basados en las últimas encuestas de los hogares de cada país. En la mayoría de los casos, las encuestas corresponden a 2013 o 2014, aunque la correspondiente a Nicaragua (2009) es menos reciente. La tasa de pobreza está dada por la proporción de la población que gana menos de US\$2.50 diarios. Para Venezuela, la tasa de pobreza se define como el porcentaje de la población en extrema pobreza por definición nacional (INE). Índice de Gini calculado por el Banco Mundial utilizando datos agrupados para cada país. Para Venezuela, el índice de Gini se basa en estadísticas oficiales (INE). Los datos promedio del agregado son ponderados por la población y provienen del BID. Los datos para Estados Unidos provienen de la Oficina de Censo de Estados Unidos, y para Canadá, de Statistics Canada.

⁷Mediana de las calificaciones en moneda extranjera a largo plazo publicadas por Moody's, Standard & Poor's y Fitch.

⁸Véanse más detalles sobre los datos de Argentina en el anexo 2.1.

3. La caída de los precios de las materias primas: Consecuencias para las cuentas fiscales y externas de América Latina

El impacto de la fuerte caída de los precios de las materias primas en las principales economías de América Latina tendrá importantes consecuencias para su posición fiscal y externa. Es probable que varios países exportadores de materias primas de la región experimenten una caída significativa y persistente de sus ingresos fiscales, requiriendo la adopción deliberada de algunas medidas para reducir el déficit. Con respecto a su saldo externo, la evidencia histórica indica que el deterioro de la balanza comercial será relativamente moderado y de corta duración. Lamentablemente, el ajuste del sector externo no suele darse por un aumento de las exportaciones no relacionadas con las materias primas, sino más bien por una aguda compresión de las importaciones, especialmente en países que tienen regímenes cambiarios más rígidos y escasa diversificación de las exportaciones.

El fin del boom de precios de las materias primas ha venido afectando a América Latina desde que dichos precios alcanzaran su nivel máximo a mediados de 2011. Más recientemente, los mercados de materias primas acapararon la atención mundial cuando los precios parecieron entrar en caída libre desde mediados de 2014. La variación más notable fue, de lejos, la del petróleo crudo, debido a factores tanto de demanda como de oferta¹. Los precios del petróleo se redujeron a la mitad entre julio y diciembre de 2014, y han caído aún más desde entonces (gráfico 3.1). Los precios de otras categorías de materias primas también disminuyeron, aunque en menor medida. Los precios de los metales han descendido alrededor de 20 por ciento desde mediados de 2014 (aunque el precio del hierro ha caído más de 40 por ciento), y los precios de los alimentos se redujeron alrededor de 17 por ciento durante el mismo período.

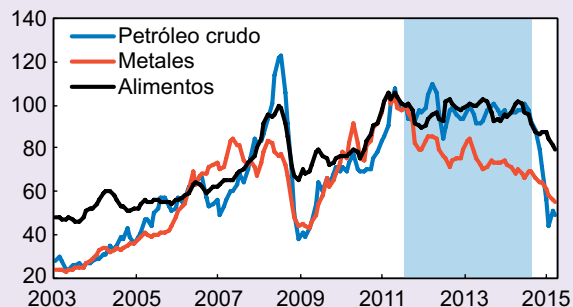
Nota: Preparado por Carlos Caceres y Bertrand Gruss. Genevieve Lindow aportó una excelente asistencia en la investigación. Véanse los detalles técnicos en Caceres y Gruss (de próxima publicación).

¹Véase un análisis de los factores que motivaron la reciente variación de los precios de las materias primas en el capítulo 1 de la edición de abril de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés; FMI, 2015).

Gráfico 3.1

Precios de las materias primas

(Índice: julio de 2011 = 100)



Fuente: FMI, informe WEO.

Nota: El área sombreada corresponde al período que se denomina meseta en el texto.

No todas las noticias han sido malas para cada uno de los países exportadores de materias primas de América Latina. En primer lugar, algunas materias primas se mantuvieron firmes (el precio de la carne vacuna, por ejemplo, subió de hecho 15 por ciento entre julio y noviembre). En segundo lugar, muchos países importadores de petróleo se verán beneficiados por la caída de su precio. Sin embargo, dado el alto grado de dependencia que tiene América Latina de las materias primas, un cambio de precios de esa naturaleza hará ineludible un ajuste macroeconómico considerable en muchas de las economías de la región².

Pero, ¿cuánto han empeorado los términos de intercambio en los distintos países exportadores de materias primas de América Latina? Este shock, ¿es temporal o permanente? ¿Cuál es el impacto esperado en las cuentas fiscales y la balanza comercial, y cómo tenderán a ajustarse los países? En este capítulo se evalúa la situación y se intenta arrojar luz sobre el ajuste inminente.

²Véase un análisis de la exposición de América Latina a los riesgos relacionados con las materias primas en Adler y Sosa (2011).

Para preparar el terreno, primero analizamos la evolución reciente de los términos de intercambio de las materias primas (CTOT, por sus siglas en inglés) en la región y cuantificamos la probabilidad de que en los próximos dos años estos recuperen el terreno perdido³. Luego utilizamos una serie de modelos econométricos para investigar cómo se han ajustado en el pasado las variables fiscales y externas de los principales exportadores de materias primas de América Latina frente a shocks de los precios de las materias primas. Por último, usamos las estimaciones de los modelos, junto con las previsiones actuales de precios de las materias primas, para proyectar la trayectoria probable de ajuste de cada economía.

El ciclo de precios de las materias primas: ¿Dónde estamos ahora?

Para comprender lo ocurrido desde mediados de 2014, es conveniente retroceder un paso y recordar cómo evolucionaron los términos de intercambio de las materias primas desde comienzos de la década de 2000.

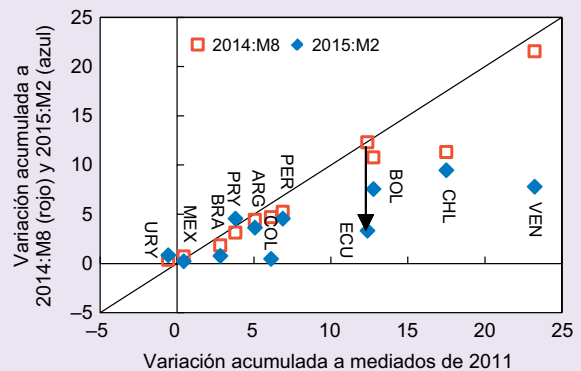
Los precios de las materias primas crecieron vertiginosamente durante la década de 2000, aumentando más del triple entre 2003 y 2011. Las consiguientes mejoras de los términos de intercambio fueron verdaderamente excepcionales para la mayoría de los países exportadores de materias primas de América Latina⁴. El gráfico 3.2 muestra la variación acumulada de los CTOT desde sus niveles promedio de 2002 (es decir, justo antes del boom de precios) para una muestra de 11 países exportadores de materias primas de América Latina. El gráfico combina datos correspondientes a diferentes períodos: el eje horizontal muestra la variación acumulada hasta la cima del boom (es decir, mediados de 2011), mientras que el eje vertical muestra la variación acumulada hasta mediados de 2014 (cuadrados rojos) y febrero de 2015 (rombos azules), respectivamente. En ese sentido, los marcadores ubicados

³Véase una definición de los índices CTOT en el anexo 3.1.

⁴El capítulo 4 de la edición de octubre de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas* y Gruss (2014) muestran que las mejoras de los términos de intercambio durante el boom reciente se destacan en términos históricos.

Gráfico 3.2

Términos de intercambio de las materias primas, 2003–15
(Variación acumulada de índices de CTOT con respecto a niveles promedio en 2002; puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: FMI, informe WEO; ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CTOT = términos de intercambio de las materias primas.

más por debajo de la línea diagonal indican una mayor disminución reciente de los CTOT con respecto a los niveles máximos alcanzados a mediados de 2011. Si nos concentramos inicialmente en el eje horizontal, el gráfico 3.2 muestra que, para mediados de 2011, los CTOT habían aumentado en promedio alrededor de 8 puntos porcentuales del PIB, y casi tres veces más en el caso de Venezuela⁵.

El boom estuvo seguido de un período —desde mediados de 2011 hasta mediados de 2014— en el cual los precios de las materias primas permanecieron prácticamente estables (el caso del petróleo, y la mayoría de los productos agrícolas) o comenzaban a debilitarse (sobre todo los metales pero también algunos productos agrícolas). Durante ese período de *meseta*, algunos países perdieron una fracción importante de las mejoras que habían registrado anteriormente sus

⁵El índice CTOT es un índice de precios encadenado. Se construye ponderando las variaciones de precios de cada materia prima por su valor de exportación (neto), normalizado por el PIB (véase el anexo 3.1). Un determinado aumento (caída) de ese índice puede entonces interpretarse como una ganancia (pérdida) aproximada en términos del PIB. Esta métrica tiene un número de ventajas en comparación a medidas tradicionales de términos de intercambio: no está afectada por precios de otros bienes no básicos; su variación es exógena a nivel de cada país, y, crucialmente, la ponderación de los precios de importación y exportación puede diferir, dependiendo de los valores comercializados.

CTOT (como lo evidencia la distancia vertical de los cuadrados rojos respecto de la línea diagonal en el gráfico 3.2), dependiendo de su exposición a distintas materias primas. A mediados de 2014, Brasil y Chile, por ejemplo, habían perdido alrededor de un tercio de las mejoras obtenidas en los CTOT durante el boom. Colombia y Perú, a su vez, habían perdido alrededor de un cuarto de esas mejoras, mientras que Bolivia, Ecuador y Venezuela salieron relativamente indemnes, gracias a la estabilidad relativa de los precios del petróleo hasta ese momento.

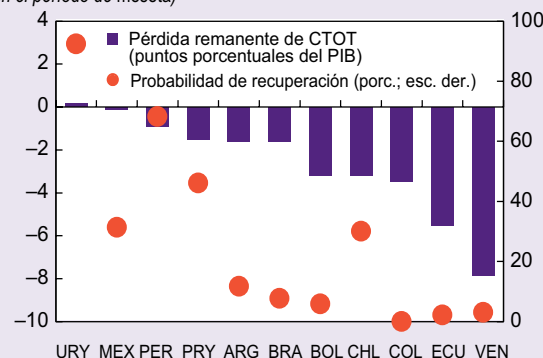
Sin embargo, a partir de mediados de 2014 ese período de *meseta*, caracterizado por una volatilidad de precios relativamente baja, fue seguido por uno de fuertes caídas de los precios de las materias primas. Como el petróleo ha estado a la cabeza de este último revés de los mercados de materias primas, los movimientos de los CTOT durante esta fase presentan un panorama heterogéneo a través de la región. Los principales países exportadores de petróleo como Colombia, Ecuador y Venezuela, experimentaron pérdidas sustanciales de sus CTOT en un período breve (del orden de $4\frac{1}{4}$ por ciento, 9 por ciento y 14 por ciento del PIB, respectivamente, entre agosto de 2014 y febrero de 2015; véase el gráfico 3.2). En el caso de Colombia, además, esas pérdidas han erosionado casi toda la ganancia alcanzada en la década anterior. Bolivia, Brasil y Chile sufrieron pérdidas más moderadas de sus CTOT, de entre 1 por ciento y 3 por ciento del PIB. En el caso de Perú, a su vez, la pérdida de sus CTOT fue aun menor (alrededor de $\frac{2}{3}$ por ciento del PIB), ya que la caída de los precios del petróleo compensó en gran parte la disminución de los precios de los metales, mientras que Paraguay y Uruguay experimentaron incluso una leve mejora de sus CTOT⁶.

⁶Los índices CTOT aquí utilizados no incluyen metales preciosos, y por ello no dan cuenta de las variaciones, por ejemplo, de los precios del oro y la plata, que son importantes para algunos países de la región (notablemente Bolivia y Perú y, en menor medida, Colombia). La inclusión de estos metales preciosos, sin embargo, no afectaría significativamente la magnitud relativa de la corrección de los CTOT desde mediados de 2011 que se muestra en el gráfico 3.3 (en febrero de 2015 los precios del oro y la plata eran, en promedio, 39 por ciento más bajos que a mediados de 2011, una disminución comparable con la caída de 41 por ciento y 50 por ciento del

Gráfico 3.3

Términos de intercambio de las materias primas proyectados, final de 2016¹

(Comparación de índices de CTOT en el futuro con los niveles observados en el período de meseta)



Fuentes: FMI, informe WEO; ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: CTOT = términos de intercambio de las materias primas.

¹Las barras denotan la diferencia entre los CTOT proyectados a fines de 2016, basados en los precios de futuros de materias primas vigentes a fines de febrero de 2015, y los niveles promedio observados durante el período de *meseta* (entre mediados de 2011 y mediados de 2014). Los puntos rojos denotan la probabilidad de que los CTOT de cada país igualen o superen, a fines de 2016, el nivel promedio observado durante el período de *meseta*, sobre la base de simulaciones estocásticas que emplean el modelo de movimiento browniano geométrico de Caceres y Medina (de próxima publicación). Véanse detalles en el anexo 3.1.

¿Un shock temporal o permanente?

Evaluar si la última corrección de los precios de las materias primas es temporal o si tenderá a persistir es una tarea prácticamente imposible. Dicho esto, en esta sección se presenta cierta evidencia indicativa, en base a dos enfoques alternativos, que sugiere que la corrección observada contiene un gran componente permanente o, al menos, sumamente persistente.

El objetivo específico es evaluar la probabilidad de que los CTOT vuelvan a los niveles del período de *meseta* (es decir, al precio promedio observado entre mediados de 2011 y mediados de 2014)⁷. Con ese propósito, primero utilizamos precios de los contratos de futuros para materias primas individuales para construir series

precio del cobre y el petróleo, respectivamente).

⁷Aunque los precios de algunas materias primas, en particular los de algunos metales, exhibieron una leve tendencia a la baja entre mediados de 2011 y mediados de 2014, la *meseta* fue un período suficientemente prolongado de baja variabilidad de los CTOT (en comparación con los años anteriores) que resulta útil como punto de referencia.

de CTOT proyectados para cada país. De acuerdo con esos precios de los futuros, para fines de 2016 los CTOT de los países exportadores de materias primas de América Latina todavía se ubicarían, en promedio, 2½ puntos porcentuales del PIB por debajo de sus niveles de *meseta* (gráfico 3.3). La pérdida remanente sería particularmente amplia en el caso de Colombia, Ecuador y Venezuela (3½, 5½ y 8 puntos porcentuales del PIB, respectivamente), ya que los mercados prevén solo una recuperación parcial y gradual de los precios del petróleo en los próximos años.

En segundo lugar, se modeliza la distribución de los CTOT sobre la base de su tendencia y volatilidad históricas, y se generan simulaciones estocásticas de sus posibles trayectorias futuras (véanse más detalles en el anexo 3.1). A partir de esas simulaciones, se generan intervalos de confianza y se deriva la probabilidad de que, al final de 2016, los CTOT de cada país todavía permanezcan por debajo de su nivel alcanzado durante el período de *meseta*. El gráfico 3.3 (puntos rojos) muestra que, excepto en el caso de Paraguay, Perú y Uruguay, la probabilidad de que los CTOT vuelvan a esos niveles —o los superen— es menos de un tercio.

En resumen, si bien los pronósticos de precios de las materias primas están sujetos a gran incertidumbre, no parece probable que los CTOT retornen pronto a sus niveles de *meseta*.

Ajustándose a shocks de precios de las materias primas: Evidencia histórica

¿Cuáles son las implicancias de unas perspectivas menos favorables para los países exportadores de materias primas de América Latina? Para analizar esta cuestión, primero estudiamos la respuesta histórica de las finanzas públicas y las cuentas externas frente a shocks de precios de las materias primas. Más precisamente, estimamos una serie de modelos de autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés) para cada uno de nueve países latinoamericanos, utilizando datos trimestrales desde aproximadamente mediados de los años noventa⁸. Todos los modelos incluyen un

índice de CTOT específico del país (expresado en términos de las desviaciones con respecto a su tendencia, que en adelante se denotan como la “brecha” del CTOT) como una variable exógena y un conjunto de variables endógenas que incluyen la brecha del producto, el tipo de cambio efectivo real (TCER) y, según el ejercicio, un agregado fiscal o externo (expresado como porcentaje del PIB)⁹. El análisis cuantitativo se basa en las funciones de impulso-respuesta de las variables fiscales y externas de cada modelo en respuesta a un shock a la brecha del CTOT del país¹⁰.

Dinámica fiscal

En lo relativo a las finanzas públicas, nuestro análisis se concentra principalmente en la respuesta de los ingresos fiscales, ya que probablemente estos reflejan más claramente el efecto exógeno del shock a los precios de las materias primas¹¹. El balance fiscal global, en cambio, estará también fuertemente

ron dictados principalmente por la disponibilidad de datos. Las muestras empiezan entre 1990T3 y 2001T2, dependiendo del país. Argentina y Venezuela fueron excluidos de la muestra por problemas de disponibilidad de datos.

⁹Para el cálculo de las brechas de CTOT se asume que el período del ciclo de precios de las materias primas es de 20 años, lo que está en línea con los estudios sobre superciclos de las materias primas (por ejemplo, Erten y Ocampo, 2013, y Jacks, 2013). A efectos de dar cuenta de posibles cambios en la estacionalidad de las variables fiscales, los ratios como porcentaje del PIB se construyen en base a variaciones acumuladas durante cuatro trimestres.

¹⁰El cuadro A3.1 del anexo 3.1 muestra la variación porcentual de los CTOT equivalente a un shock de una desviación estándar en la brecha de CTOT. También muestra, a modo ilustrativo, la variación porcentual en el precio de la principal materia prima de exportación de cada país que generaría una variación semejante en la brecha de CTOT.

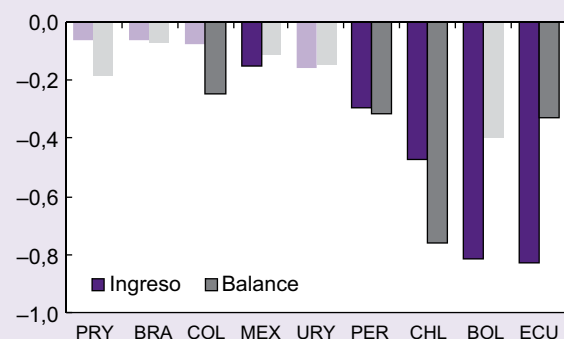
¹¹La cobertura de las variables fiscales corresponde al nivel del sector público no financiero en el caso de Bolivia, Colombia y Uruguay. En el caso de México, el nivel de consolidación incluye el gobierno federal, las empresas públicas sujetas a control presupuestario (incluida Pemex) y la seguridad social. En el caso de los demás países la cobertura corresponde al nivel del gobierno central. Pero, aun en estos casos, el grueso de los ingresos fiscales provenientes de las materias primas se recauda a nivel del gobierno central, sin perjuicio de que luego puedan existir transferencias a gobiernos subnacionales.

⁸La muestra comprende Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Los períodos de las muestras individuales de los modelos VAR estu-

Gráfico 3.4

Respuesta del ingreso fiscal y el balance general a un shock negativo de los CTOT

(Respuesta máxima; puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CTOT = términos de intercambio de las materias primas. Respuesta máxima del ratio de ingresos fiscales y el balance general a PIB a un shock negativo de una desviación estándar en la brecha de los CTOT de cada país. En la mayoría de los países la respuesta máxima se observa alrededor de 1 año después del shock. Las barras sólidas denotan que la respuesta es estadísticamente significativa a un nivel de confianza de 5 por ciento. El cuadro A3.1 en el anexo 3.1 muestra la magnitud de los shocks de una desviación estándar considerados aquí.

influenciado por los ajustes discrecionales del gasto en respuesta al shock de los precios de las materias primas¹². Esta reacción de política probablemente dependa de circunstancias específicas y podría desviarse significativamente de los patrones históricos. Dicho esto, también presentamos los resultados de modelos VAR en los que el ratio de ingresos fiscales a PIB se sustituye por el balance fiscal como ratio del PIB (gráfico 3.4).

En términos de ingresos fiscales, Bolivia y Ecuador sobresalen en la muestra exhibiendo las mayores respuestas: alrededor de 0,8 puntos porcentuales del PIB, en respuesta a un shock de una desviación

¹²Se puede argumentar que la respuesta de las variables fiscales refleja tanto el efecto directo de los shocks en los precios de las materias primas, como la respuesta histórica de política económica. En el caso de los ingresos fiscales, sin embargo, es probable que la mayor parte de la respuesta refleje lo primero. En efecto, debido a restricciones institucionales y de implementación, la introducción de políticas relativas al ingreso fiscal, tales como modificaciones de las tasas impositivas o la creación de nuevos impuestos, y sus resultados, tienden a reflejarse en la recaudación efectiva con un rezago.

estándar de sus CTOT, aproximadamente equivalente a una caída de 13 por ciento del precio del gas natural en el caso de Bolivia y de 16 por ciento del precio del petróleo en el de Ecuador (gráfico 3.4)¹³. Luego sigue Chile, con una disminución de los ingresos en torno a ½ punto porcentual del PIB (tras un shock a su CTOT aproximadamente equivalente a una caída del precio del cobre de 12 por ciento). El ratio de ingresos fiscales a PIB muestra una reacción algo menor en México y Perú (inferior a ⅓ de punto porcentual del PIB), mientras que en todos los demás países la respuesta es relativamente pequeña y estadísticamente no significativa^{14, 15}.

En términos del impacto sobre el balance fiscal, Chile muestra la respuesta de mayor magnitud (cercana a ¾ de punto porcentual del PIB), y le siguen Bolivia y Ecuador (alrededor de ⅓ de punto porcentual del PIB). El hecho de que en Chile la respuesta sea mayor que la observada en Bolivia y Ecuador —mientras que en el caso de los ingresos fiscales ocurría lo contrario— sugiere que Chile logró adoptar políticas fiscales contracíclicas en el pasado. Es probable que esto haya sido en gran parte posible gracias a su regla fiscal, que prescribe que una parte sustancial de los ingresos extraordinarios derivados de la mejora de los precios de materias primas sea ahorrada. Bolivia y Ecuador, en cambio, exhibieron un mayor crecimiento del gasto público durante el boom, y prácticamente no tenían acceso a financiamiento internacional para suavizar el impacto de la caída brusca de los precios de las materias primas a fines de 2008.

¹³En este ejercicio no se incluyó a Venezuela, pero, dado el tamaño de sus ingresos fiscales asociados al petróleo (alrededor de 20 por ciento del PIB en 2004–09; véase Rodríguez, Morales y Monaldi, 2012), es probable que su respuesta fuese casi el doble de la de Bolivia y Ecuador.

¹⁴En el caso de Colombia, la magnitud de la respuesta en base a datos históricos podría estar algo subestimada, ya que la producción de petróleo aumentó de manera significativa a lo largo del período de la muestra.

¹⁵Se podría argumentar que un cierto cambio en los CTOT tiene un efecto diferente en las cuentas fiscales dependiendo de si se deriva de un cambio en los precios de importación o de exportación de las materias primas. Para verificar la robustez de nuestros resultados, reemplazamos la variable de los CTOT por un índice basado únicamente en los precios de exportación, pero las respuestas no difieren significativamente de las aquí presentadas.

Cuadro 3.1. Relación entre respuestas macroeconómicas a shocks de los CTOT y fundamentos

(Nivel de significación)

	Proporción de las exportaciones de materias primas	Diversificación de las exportaciones	Flexibilidad del tipo de cambio
Ingresos fiscales	0,022	0,035	0,000
Balance fiscal	0,026	0,125	0,337
Exportaciones	0,005	0,000	0,108
Importaciones	0,003	0,005	0,062
Balanza comercial	0,471	0,540	0,809

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los números denotan la significación estadística (valores p) de la correlación bivariada entre, por un lado, las respuestas de las variables fiscales o externas a los shocks de los CTOT y, por otro lado, los fundamentos específicos de los países (el color verde denota significancia estadística a un nivel de confianza de 10 por ciento; el amarillo, entre 10 por ciento y 15 por ciento, y el anaranjado, por encima del nivel de 15 por ciento). Los fundamentos incluyen: el ratio de exportaciones de materias primas a PIB; un índice de diversificación, derivado de datos de exportación de bienes y basado en la metodología del FMI (2014a y 2014d), y un indicador de la flexibilidad del tipo de cambio de facto propuesto por Aizenman *et al.* (2008).

¿Qué fundamentos macroeconómicos ayudan a explicar las diferencias de las respuestas fiscales entre países? Un candidato natural es el tamaño del sector de las materias primas en relación con la economía del país. Un país que sea sumamente dependiente de las materias primas tendrá probablemente una proporción más grande de ingresos fiscales vinculados directamente a ese sector, así como una mayor sensibilidad del producto total a los shocks de precios de las materias primas¹⁶. Otro posible candidato es el grado de flexibilidad cambiaria. Si el tipo de cambio nominal se deprecia significativamente como respuesta a un shock negativo de los CTOT, los ingresos fiscales provenientes de las materias primas expresados en moneda local caerían menos de lo que habrían disminuido si el tipo de cambio no hubiese variado. Asimismo, una depreciación (real) contribuiría a impulsar las exportaciones no relacionadas con

¹⁶El análisis indica que la brecha del producto en todos los países de la muestra tiende a caer (es decir, cae el producto real respecto de su potencial) después de un shock negativo a sus CTOT. Las respuestas (no expuestas aquí debido a limitaciones de espacio) son particularmente grandes y significativas en el caso de Chile, Colombia, Ecuador y Perú, cuyas exportaciones de materias primas representan una importante proporción del PIB.

las materias primas, la demanda agregada y, eventualmente, los ingresos fiscales¹⁷.

Con solo nueve países para explotar la variabilidad de corte transversal, nuestro análisis se limita a explorar las correlaciones entre la magnitud de las respuestas de los shocks de los CTOT y unos pocos “fundamentos” para los cuales es relativamente fácil cuantificar el grado de heterogeneidad entre países: el grado de flexibilidad de facto del tipo de cambio nominal, el tamaño del sector de las materias primas (aproximado por el ratio de las exportaciones de materias primas al PIB) y el grado de diversificación de las exportaciones (basado en el indicador presentado en el capítulo 5). Naturalmente, las respuestas fiscales también dependen de otras características “institucionales” más allá del tamaño del sector de las materias primas y el grado de flexibilidad cambiaria, tales como la estructura propietaria de dicho sector y el régimen impositivo específico utilizado para gravar las rentas de los recursos naturales (véase el recuadro 3.1). Estos aspectos son, sin embargo, más difíciles de capturar mediante una métrica simple.

No obstante las limitaciones de este análisis simple, el cuadro 3.1 muestra una serie de resultados interesantes respecto a las relaciones bivariadas entre las respuestas fiscales estimadas y los fundamentos específicos de cada país (siendo el 10 por ciento un parámetro de referencia típico para la significación estadística de la relación). Tal como se esperaba, la magnitud de la respuesta de los ingresos fiscales y el balance fiscal está fuertemente relacionada con el tamaño del sector de las materias primas: cuanto mayor es dicho sector, tanto más se deteriora su posición fiscal ante un shock negativo de los CTOT. La relación con el grado de diversificación de las exportaciones también parece ser significativa, con un menor deterioro de las variables fiscales en aquellos países que muestran una base de exportaciones más amplia.

Pasando al régimen cambiario, este simple análisis de correlación sugiere que una mayor flexibilidad del tipo de cambio contribuye a amortiguar el

¹⁷Los resultados muestran que el TCER se deprecia en todos los países en respuesta a un shock negativo de los CTOT, pero la respuesta es particularmente grande (y estadísticamente significativa) en los casos de Bolivia, Brasil, Chile, Colombia y México.

efecto de los shocks a los precios de las materias primas en las finanzas públicas. El deterioro tanto de los ingresos fiscales como del balance fiscal ante un shock negativo de los CTOT es menor en el caso de los países que tienen una mayor flexibilidad cambiaria de facto, debido principalmente a que la caída de los ingresos denominados en moneda local es menor. Esta relación es fuertemente significativa en el caso de los ingresos fiscales, pero no así en el caso del balance fiscal (cuadro 3.1).

Ajuste externo

La reacción de la balanza comercial a un shock negativo a los CTOT parece, a primera vista, menos inequívoca que la de los agregados fiscales¹⁸. Aunque en la mayoría de los países la balanza comercial tiende a deteriorarse inmediatamente después del shock, en muchos casos registra luego una recuperación y después de tres años ha convergido nuevamente al nivel original o incluso lo ha superado (gráfico 3.5)¹⁹. Por ejemplo, la balanza comercial de Chile y Perú empeora alrededor de $\frac{1}{2}$ – $\frac{2}{3}$ de punto porcentual del PIB en respuesta a un shock negativo de los CTOT, pero tres años más tarde se ubica en torno a $\frac{1}{4}$ de punto porcentual *por encima* del nivel inicial.

El limitado deterioro de la balanza comercial y su reversión relativamente rápida podrían ser coherentes con un escenario en el cual las exportaciones no relacionadas con materias primas aumentan marcadamente en respuesta a la depreciación real desencadenada por el shock negativo de los CTOT. Sin embargo, también podrían reflejar una dinámica menos benigna, en la cual la mayor parte del ajuste se produce mediante una fuerte reducción de las importaciones en un contexto de débil demanda interna.

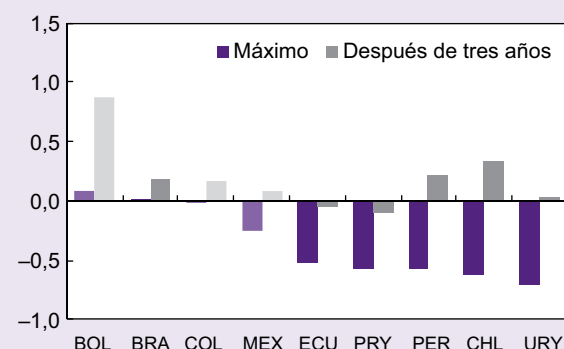
¹⁸En este capítulo, las variables comerciales se refieren al comercio tanto de bienes como de servicios.

¹⁹Estos resultados están en línea con la correlación *en forma de S* entre los rezagos y adelantos de la balanza comercial y de los términos de intercambio documentada por Backus, Kehoe y Kydland (1994) para un grupo de países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos, y por Senhadji (1998) para países en desarrollo.

Gráfico 3.5

Respuesta de la balanza comercial a un shock negativo de los CTOT

(Puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

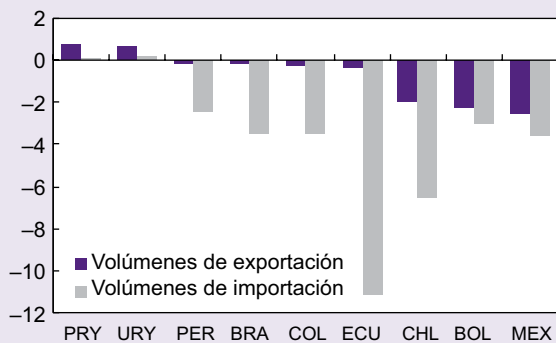
Nota: CTOT = términos de intercambio de las materias primas. Respuesta del ratio de la balanza comercial a PIB a un shock negativo de una desviación estándar en la brecha de los CTOT de cada país. Las barras sólidas denotan que la respuesta es estadísticamente significativa a un nivel de confianza de 5 por ciento. El cuadro A3.1 en el anexo 3.1 muestra la magnitud de los shocks de una desviación estándar considerados aquí.

Para comprender mejor qué hay detrás de la dinámica de la balanza comercial, se analizan por separado las respuestas de las exportaciones e importaciones utilizando un set de modelos adicionales²⁰. Los resultados sugieren que el deterioro limitado de la balanza comercial y, en última instancia, su reversión, es atribuible a una aguda contracción de las importaciones, más que a una recuperación de las exportaciones.

El volumen total de exportaciones cae inicialmente en todos los países, excepto en Paraguay y Uruguay, lo que indica una respuesta muy tenue en los sectores de bienes transables no relacionados con las materias primas a la depreciación del tipo de cambio inducida por el shock a los precios de las materias primas. Considerando nuevamente los casos de Chile y Perú, la caída de los volúmenes de importación ante un shock negativo de los CTOT

²⁰Con ese fin, se estiman modelos de vectores de corrección de errores (VECM, por sus siglas en inglés) específicos para cada país, que incluyen el índice CTOT como variable exógena, y las exportaciones reales, las importaciones reales, el TCER y el PIB real (todos ellos en niveles logarítmicos) como variables endógenas.

Gráfico 3.6

Respuesta de los volúmenes de exportación e importación a un shock negativo de los CTOT¹*(Respuesta máxima; puntos porcentuales)*

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CTOT = términos de intercambio de las materias primas.

¹Desviación máxima con respecto a la tendencia en respuesta a un shock negativo de una desviación estándar en el índice de CTOT de cada país, obtenida de modelos de vectores de corrección de errores que incluyen, además de los CTOT del país, cuatro variables internas: exportaciones reales, importaciones reales, TCER y PIB real.

es 2½ y 4½ puntos porcentuales respectivamente mayor que la de los volúmenes de exportación (gráfico 3.6). Este patrón se repite en líneas generales para los demás países exportadores de materias primas: las mejoras a mediano plazo en la balanza comercial parecen obedecer primordialmente a una compresión de las importaciones más que a una expansión de las exportaciones²¹.

Si bien el patrón de contracción de las importaciones es común en toda la región, existe no obstante un grado considerable de heterogeneidad en términos de ajuste del sector externo. Esa heterogeneidad en la respuesta de los agregados comerciales también parece estar vinculada a algunos fundamentos propios de los países.

Al igual que antes, se observa que los tipos de cambio flexibles cumplen un papel estabilizador: la caída de las exportaciones es menor en los países que tienen una mayor flexibilidad cambiaria. Sin

²¹La fuerte contracción de las importaciones podría estar reflejando una aguda retracción de la inversión empresarial en todos los sectores (tanto los de materias primas como los demás), tal como lo sugieren los resultados expuestos en el capítulo 4.

embargo, la relación es apenas estadísticamente significativa a los niveles convencionales, lo que probablemente refleja el bajo grado de diversificación de las exportaciones en la región (véase el capítulo 5). El grado de compresión de las importaciones es también mayor en los países que tienen un régimen cambiario más rígido (y la relación tiene una elevada significación estadística). Esa contracción más fuerte de las importaciones en los países con menos flexibilidad cambiaria puede parecer sorprendente a primera vista, ya que una menor variación de los precios relativos (recuérdese que los bienes extranjeros se vuelven más costosos en comparación con los bienes de producción local cuando cae el TCER) tendería a atenuar los llamados efectos de reorientación del gasto (por el cual los compradores locales comprarían bienes nacionales en lugar de adquirir bienes importados). El resultado entonces sugiere que el efecto ingreso —debido a una profunda desaceleración de la economía interna que reduce el gasto en forma generalizada— juega un rol preponderante en el ajuste de las importaciones. Por último, la relación entre la flexibilidad cambiaria y la respuesta de la balanza comercial tiene el signo previsto, pero no es estadísticamente significativa.

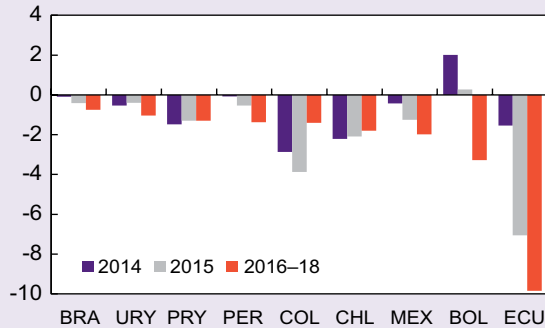
Como era esperado, la caída de las exportaciones totales en respuesta a un shock negativo de los CTOT es mayor en los países que dependen más de las materias primas. También es mayor en los países que muestran un grado menor de diversificación de las exportaciones, ya que son menos los sectores que pueden beneficiarse de la depreciación del tipo de cambio provocada por el shock a los CTOT²². En ambos casos, la relación es estadísticamente significativa. Es interesante destacar que el grado de compresión de las importaciones es también mayor en estos países, lo cual refuerza la noción de que los efectos del ingreso desempeñan un papel clave en el ajuste. En el caso de la balanza comercial, las relaciones van en la misma dirección, pero no son estadísticamente significativas.

²²La relación también es estadísticamente muy significativa si, en lugar del indicador de diversidad, se usa el indicador de complejidad de las exportaciones que se describe en el capítulo 5.

Gráfico 3.7

Pronóstico fuera de la muestra: Ingreso fiscal

(Diferencia entre el ratio proyectado de ingresos fiscales a PIB y el máximo observado entre mediados de 2011 y mediados de 2014; puntos porcentuales)



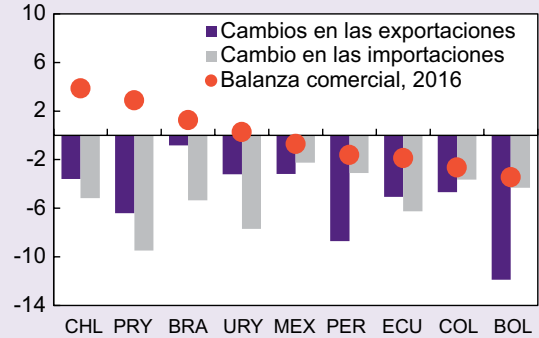
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores correspondientes a 2014 se basan en datos observados hasta 2014-T2 o 2014-T3 y un pronóstico fuera de la muestra para el resto del año, excepto para México y Perú, en cuyos casos se dispone de datos hasta 2014-T4.

Gráfico 3.8

Pronóstico fuera de la muestra: Variables externas

(Puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La variación de las exportaciones (importaciones) denota la diferencia entre el ratio promedio de exportaciones (importaciones) a PIB proyectado para 2015-16 y el máximo ratio alcanzado entre mediados de 2011 y mediados de 2014.

Perspectivas futuras para la balanza comercial y el saldo fiscal

En base al análisis presentado anteriormente y utilizando datos de los futuros de materias primas, es posible obtener proyecciones fuera de la muestra para las variables fiscales y externas de cada país, condicionadas por las sendas esperadas para los CTOT. En términos metodológicos, el análisis expuesto en la sección anterior presentaba el ajuste dinámico de una economía que se supone está *en equilibrio* cuando es golpeada por un shock de precios de las materias primas de magnitud históricamente “normal”. En esta sección, en cambio, se asume que la economía parte de su posición *actual* (típicamente el tercer trimestre de 2014, dependiendo de la disponibilidad de datos) y se ve expuesta a la trayectoria de precios de las materias primas implícita en los mercados de futuros.

El gráfico 3.7 muestra la diferencia entre el ratio de ingresos fiscales a PIB en 2014-18 y su nivel máximo alcanzado durante el período de *meseta*. Se puede observar que, en 2014, los ingresos fiscales de algunos países (por ejemplo, Chile y Colombia) ya eran bastante inferiores a los niveles máximos registrados unos pocos años antes. Las simulaciones sugieren

que, excepto en el caso de Chile y Paraguay, los ratios de ingresos fiscales a PIB seguirían cayendo a futuro, especialmente en los países productores de hidrocarburos²³. En efecto, la pérdida de ingresos a mediano plazo sería sustancial en Bolivia y Ecuador.

Pasando a las variables externas, las simulaciones sugieren que en todos los países de la muestra el saldo de la balanza comercial será bastante menor que durante el auge (gráfico 3.8). En el caso de Chile, condicionando en su saldo comercial actual y la senda esperada de CTOT que sugiere el mercado, la proyección del modelo indica un superávit comercial de 4 por ciento del PIB en 2016. Dicho saldo de la balanza comercial sería mucho menor que el observado en promedio durante 2003-11 (de 8 por ciento del PIB), pero todavía destacadamente sólido. En el extremo opuesto del espectro, las proyecciones indican que Bolivia registraría un importante déficit comercial de alrededor de 3½ por ciento del PIB, muy por debajo del superávit superior

²³En el caso de México, las proyecciones no tienen en cuenta la posibilidad de que las posiciones financieras en derivados, acumuladas antes de la reciente caída en los precios del petróleo, puedan proteger temporalmente sus ingresos fiscales.

al 5 por ciento que registrara en promedio durante 2003–11. En niveles absolutos, sin embargo, el déficit comercial proyectado en la mayoría de los países parece manejable.

Sin embargo, y en línea con los resultados de la sección anterior, las simulaciones también sugieren que una gran proporción del ajuste se debe a una contracción significativa de las importaciones, más que a una recuperación de las exportaciones no relacionadas con las materias primas. El gráfico 3.8 muestra la variación proyectada del ratio de exportaciones e importaciones a PIB durante los próximos dos años respecto de los niveles máximos observados en la cima del boom reciente. En efecto, las proyecciones sugieren que el ratio de importaciones disminuirá fuertemente y, en muchos casos, más que el de las exportaciones (por ejemplo, en Brasil, Chile, Ecuador, Paraguay y Uruguay). En principio, reducir las importaciones es una forma natural de preservar la sostenibilidad de la balanza externa ante un shock adverso. Sin embargo, tal ajuste sería bastante doloroso si, como se infiere del patrón histórico de la región, reflejara principalmente una contracción de la demanda interna.

Estas proyecciones, así como las respuestas presentadas en la sección anterior, están naturalmente sujetas a ciertas consideraciones. Las mismas están basadas en patrones históricos y se basan en el supuesto de que las relaciones se mantienen estables en el tiempo, por lo que no toman (plenamente) en cuenta variaciones recientes de ciertas características económicas relevantes, como cambios en los marcos de políticas económicas. En los últimos años, de hecho, muchos países latinoamericanos han fortalecido dichos marcos (por ejemplo, permitiendo una mayor flexibilidad cambiaria y adoptando reglas de política fiscal). Asimismo, la importancia que tienen las exportaciones de materias primas para algunos países puede haber evolucionado considerablemente a lo largo del período de la muestra (por ejemplo, ha aumentado en Colombia pero disminuido en México). Por último, las proyecciones se obtienen condicionando en un único factor externo (la trayectoria prevista de los COT) y sin tener en

cuenta nuevas medidas de política económica que pueden llegar a adoptarse. Todo esto podría naturalmente introducir un cierto sesgo en las proyecciones.

Conclusiones e implicancias de políticas

El análisis realizado en este capítulo muestra que varios países exportadores de materias primas de América Latina han sufrido un deterioro sustancial de los términos de intercambio de esos bienes durante los últimos 3 años y medio. Esta situación se ha agudizado en forma considerable desde mediados del año pasado y, además, la probabilidad de una rápida recuperación de los términos de intercambio es baja para la mayoría de estos países.

En este contexto, el análisis sugiere que durante los próximos dos a cuatro años algunos países probablemente deberán hacer frente a una caída sustancial y prolongada de sus ingresos fiscales. Esta presión sobre las finanzas públicas típicamente requerirá prudencia fiscal a los efectos de evitar un aumento desestabilizador de los déficits. Algunos países que han acumulado espacio fiscal durante los años de auge y que pueden obtener financiamiento a un costo todavía bajo podrían suavizar el ajuste necesario, por ejemplo, preservando el gasto de capital en áreas clave para aliviar cuellos de botella existentes del lado de la oferta. Varios otros países, en cambio, han quedado esencialmente sin margen fiscal, y por lo tanto deberán contener sus déficits en el corto plazo, en una penosa evocación de la prociclicidad histórica de la política fiscal en la región.

En términos del ajuste del sector externo, el análisis sugiere que el impacto sobre la balanza comercial sería relativamente moderado. Sin embargo, en el pasado esto ha sido resultado de una compresión considerable de las importaciones, más que de un rebote de las exportaciones.

La flexibilidad cambiaria parece ser un importante mecanismo de defensa, que permite un ajuste fiscal y externo más suave ante un shock de los precios de las materias primas.

Recuadro 3.1**Actividad del sector de las materias primas e ingresos fiscales: Vínculos directos**

La sensibilidad del ingreso fiscal a los precios de las materias primas depende de las características de cada país, incluyendo el tamaño y la naturaleza del sector, su estructura propietaria y, en particular, los detalles del régimen impositivo existente. Los ingresos fiscales pueden ser particularmente sensibles a variaciones en los precios de las materias primas cuando las rentas de las mismas (las utilidades que superan el rendimiento normal del capital) son sustanciales y forman parte de la base imponible. Implementar mecanismos impositivos que efectivamente graven esas rentas (por ejemplo, impuestos progresivos basados en los ingresos brutos que permiten una recaudación incremental a medida que aumenta el margen operativo de las empresas) tiende a ser más fácil cuando la producción está concentrada en un número pequeño de grandes empresas —como suele ocurrir en la minería y en el sector energético— que cuando está esparcida en una gran cantidad de productores atomizados, cuyas estructuras de costos e ingresos son más difíciles de monitorear, como ocurre normalmente en el sector agrícola. La exposición de los ingresos fiscales a la volatilidad en el precio de las materias primas también tiende a acentuarse cuando el sector es (total o parcialmente) propiedad de empresas estatales que no solo pagan impuestos y regalías, pero también distribuyen dividendos al estado, un modelo que se encuentra en muchos países de América Latina, particularmente en los sectores minero y energético¹.

De hecho, la prominencia de los ingresos públicos relacionados con las materias primas —y la sensibilidad de los ingresos fiscales totales a cambios en los precios de las materias primas documentada en este capítulo— es mayor en los países productores de hidrocarburos y metales que en el resto de los exportadores de materias primas de la región. Por ejemplo, los ingresos fiscales procedentes de las compañías energéticas estatales representan alrededor del 10 por ciento del PIB en Bolivia y Ecuador. En Colombia, donde el petróleo también juega un rol preponderante y alrededor del 60 por ciento del sector es propiedad del estado, los ingresos fiscales relacionados con las materias primas representan alrededor de 5 por ciento del PIB. Dicho ingreso en los países productores de metales es algo menor pero todavía cuantioso. Por ejemplo, si bien el tamaño de la minería en Perú es comparable al de la producción de hidrocarburos en Bolivia, Colombia y Ecuador (alrededor de un décimo de la economía), los ingresos fiscales fueron de “solo” el 2 por ciento del PIB en promedio entre 2005–13. En Chile, donde el sector es algo mayor (un octavo de la economía), los ingresos fiscales asociados a las materias primas fueron de casi 5 por ciento del PIB. Comparado a Perú, los mayores ingresos en Chile parecen estar relacionados a las contribuciones de Codelco, la empresa cuprífera estatal de gran porte. Más precisamente, Codelco representa un tercio de la producción de cobre en Chile, pero un 60 por ciento del total de ingresos fiscales vinculados a las materias primas.

Las respuestas estimadas del ingreso fiscal presentadas en el gráfico 3.4 reflejan claramente estas diferencias en los vínculos *directos* entre esos ingresos y el sector de las materias primas. Pero las estimaciones basadas en esos modelos también recogen toda una gama de factores adicionales y, por consiguiente, es previsible que difieran del efecto estrictamente relacionado a los vínculos directos que se mencionan en este recuadro². Esos factores adicionales incluyen, entre otros, el mecanismo fiscal específico utilizado para gravar las rentas de los recursos naturales, el grado de interrelación entre el sector de las materias primas y el resto de la economía, la implementación de reglas fiscales y el grado de flexibilidad cambiaria.

¹De más está decir que el nivel de ingresos fiscales de largo plazo vinculados a las materias primas puede bien ser menor cuando el estado es el propietario del recurso natural si, por ejemplo, el grado de eficiencia y la rentabilidad de la explotación es menor en las empresas estatales. La dependencia exclusiva del capital público puede además limitar la capacidad del sector para explotar plenamente las reservas disponibles, restringiendo el nivel de producto potencial y de recaudación fiscal.

²Por ejemplo, si bien el personal técnico estima que en Ecuador la pérdida directa de ingresos asociada con una caída de US\$10 en los precios del petróleo equivale a alrededor de 0,7–0,8 puntos porcentuales del PIB, las estimaciones del modelo VAR indican una pérdida algo mayor (entre 0,8 y 0,9 puntos porcentuales del PIB).

Anexo 3.1. Detalles técnicos

Términos de intercambio de las materias primas (CTOT)

Los índices de términos de intercambio de las materias primas (CTOT) específicos de los países se construyen conforme al método presentado en Gruss (2014). Los CTOT se calculan en niveles (logarítmicos) iterando sobre la siguiente ecuación:

$$\Delta \text{Log}(\text{CTOT})_{i,t} = \sum_{j=1}^J \Delta P_{j,t} \cdot \left\{ \overbrace{\left(x_{i,j,t} - m_{i,j,t} \right)}^{\omega_{i,j,t-1}} / \text{GDP}_{i,t} \right\},$$

donde $P_{j,t}$ es el logaritmo del precio relativo de la materia prima j en el período t del año τ (en dólares de EE.UU. y dividido por el índice de valor unitario del FMI para exportaciones manufacturadas); Δ denota primeras diferencias; $x_{i,j,t}$ ($m_{i,j,t}$) denota el valor de las exportaciones (importaciones) de la materia prima j del país i (en dólares de EE.UU., según la base de datos Comtrade de Naciones Unidas), y $\text{GDP}_{i,t}$ denota el PIB nominal del país i en dólares de EE.UU., todos ellos promediados entre los años $\tau-1$ y $\tau-3$ (de modo que las ponderaciones $\omega_{i,j,t-1}$ están predeterminadas con respecto a la variación de precios en cada período, pero pueden variar a lo largo del tiempo, reflejando cambios en la canasta de materias primas comercializada). Se usan los precios de 45 materias primas (obtenidos de la base de datos *International Financial Statistics* del FMI).

Simulaciones estocásticas

Las probabilidades expuestas en el gráfico 3.3 se calculan siguiendo un proceso de dos etapas.

Primero, la distribución de cada índice CTOT específico por país se caracteriza utilizando el modelo de movimiento browniano geométrico de Caceres

Cuadro A3.1. Magnitud de shocks en los modelos VAR

(Reducción de los precios de las materias primas equivalente a un shock negativo de una desviación estándar en los CTOT)

País	Principal materia prima de exportación	Variación porcentual en los CTOT	Variación porcentual equivalente en el precio del principal producto de exportación
BOL	Gas natural	-1,0	-13,1
BRA	Mineral de hierro	-0,2	-21,2
CHL	Cobre	-1,6	-11,8
COL	Petróleo crudo	-0,5	-14,8
ECU	Petróleo crudo	-1,7	-16,4
MEX	Petróleo crudo	-0,2	-13,4
PER	Cobre	-0,6	-15,3
PRY	Soja	-0,9	-16,2
URY	Carne	-0,3	-10,7

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CTOT = términos de intercambio de las materias primas. Véase la lista de abreviaturas de los países en la pág. 85.

y Medina (de próxima publicación). Más precisamente, se supone que el comportamiento de cada CTOT está impulsado por la siguiente ecuación diferencial estocástica:

$$dy_t = \alpha y_t dt + y_t \sigma dB_t$$

donde y_t es el índice de CTOT (en logaritmos) en el período t ; B_t es un movimiento browniano estándar (o proceso de Wiener), y α y σ son parámetros de “tendencia” y “volatilidad”, estimados usando el método de máxima verosimilitud. Segundo, la probabilidad de que cada CTOT exceda un nivel predeterminado en cualquier horizonte de proyección (por ejemplo, al final de 2016) se calcula a partir de la distribución empírica de las posibles trayectorias futuras de los CTOT generadas, a su vez, a partir de simulaciones estocásticas (Monte Carlo) en base a los parámetros estimados.

4. La reciente debilidad de la inversión en América Latina: ¿Estamos frente a un enigma?

Tras haber alcanzado un nivel máximo alrededor de 2010–11, la inversión real se ha desacelerado en América Latina y el Caribe (ALC), en línea con lo acontecido en otras regiones de mercados emergentes. Sin embargo, dado que se habían alcanzado máximos cíclicos, los coeficientes de inversión aún están por encima de los promedios históricos en la mayoría de los países de la región. Este capítulo examina los factores que determinan el comportamiento de la inversión privada. El análisis sugiere que el marcado descenso de los precios de exportación de las materias primas es la principal causa de la desaceleración de la inversión en América Latina. Los menores flujos de caja internos corrientes y rentabilidad esperada y el mayor apalancamiento a nivel de las empresas también han contribuido a esa desaceleración, pero menos que en otras regiones. Dadas las perspectivas moderadas de muchos de estos factores clave para el gasto en capital de las empresas, parece relativamente improbable una recuperación vigorosa de la inversión en América Latina, a menos que las autoridades puedan mostrar un marcado progreso en la mejora de las condiciones para la inversión privada.

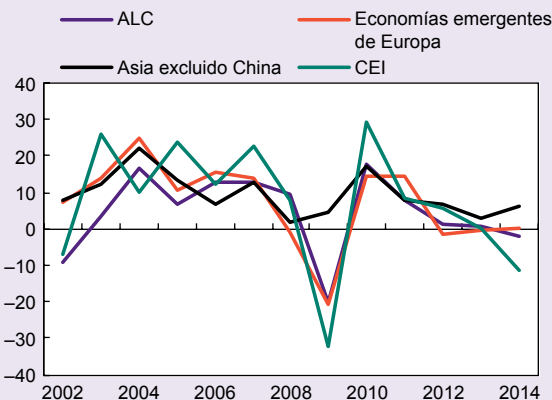
Dinámica reciente de la inversión: La desaceleración en perspectiva

Tras alcanzar un máximo en 2010–11, el crecimiento de la inversión se ha desacelerado fuertemente en las economías de mercados emergentes. En la mayoría de las regiones de economías de mercados emergentes, incluida ALC, la inversión ha presentado una dinámica similar: crecimiento sólido en el período previo a la crisis financiera mundial, una fuerte contracción en 2009 seguida de una rápida y vigorosa recuperación, y una sostenida desaceleración en los últimos tres años (gráfico 4.1). Esta última ha sido más pronunciada en las economías emergentes de Europa, donde el crecimiento de la inversión ha estado estancado

Nota: Preparado por Nicolás E. Magud y Sebastián Sosa. Genevieve Lindow aportó una excelente asistencia en la investigación. Véanse detalles técnicos en Magud y Sosa (2015).

Gráfico 4.1

Crecimiento de la inversión privada real (Variación porcentual)



Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: ALC = América Latina y el Caribe; CEI = Comunidad de Estados Independientes. Promedio ponderado en función de la PPA.

desde 2012, y, especialmente, en la Comunidad de Estados Independientes (CEI), donde se tornó negativo en 2014 debido a los acontecimientos en Rusia y Ucrania.

Más aun, la reciente desaceleración de la inversión ha sido una sorpresa. Como se muestra en el recuadro 1.2 del informe *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) de octubre de 2014, la inversión es responsable de la mayor proporción de las revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento de economías de mercados emergentes durante 2011–13. Esto naturalmente lleva a preguntarse si algo inusual ha estado ocurriendo. ¿Hay algún enigma en torno a la continua debilidad de la inversión en las economías de mercados emergentes?¹

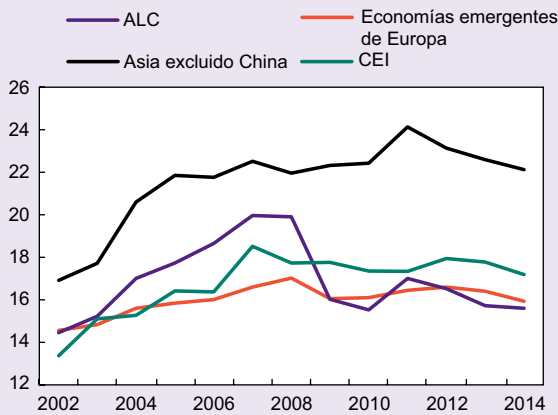
En ALC, la evidencia a primera vista no apunta hacia ningún enigma. Los ratios promedio de inversión privada/producto (el mayor componente de la inversión privada total y el tema en el que nos concentraremos

¹El capítulo 4 de la edición de abril de 2015 del informe WEO plantea una pregunta similar para un grupo de economías avanzadas.

Gráfico 4.2

Ratios de inversión privada

(Porcentaje del PIB)

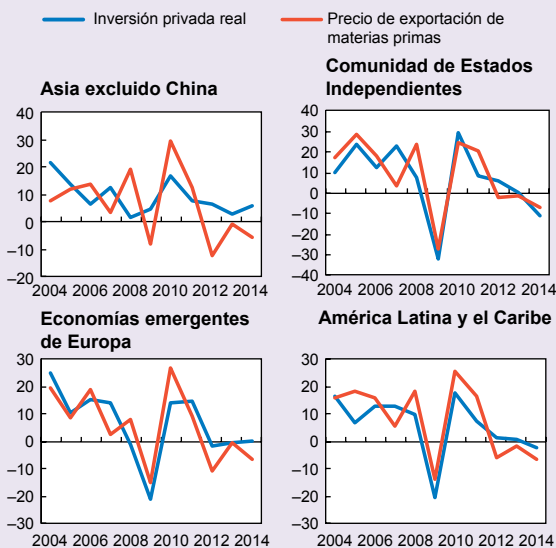


Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: ALC = América Latina y el Caribe; CEI = Comunidad de Estados Independientes. Promedio ponderado en función de la PPA.

Gráfico 4.3

Crecimiento de la inversión privada real y de los precios de exportación de materias primas, 2004–14

(Variación porcentual)



Fuentes: Gruss (2014); FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Promedio ponderado en función de la PPA.

en el resto de este capítulo) han disminuido recientemente y se sitúan actualmente en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis financiera global, pero siguen estando por encima del promedio de los últimos 30 años. En las economías emergentes de Asia, los ratios con respecto al PIB se mantienen aún

alineados con los niveles previos a la crisis, siendo mucho mayores que en LAC, pese a haberse debilitado en los últimos tres años (gráfico 4.2).

Al analizar la inversión privada se observa que en las economías de mercados emergentes está muy correlacionada con los precios de las materias primas (gráfico 4.3). El comovimiento entre la inversión privada y los precios brutos de exportación de las materias primas (específicos a cada país) es particularmente fuerte en ALC y la CEI (con coeficientes de correlación de 0,84), reflejando que estas dos regiones albergan a muchas empresas exportadoras de materias primas². Centrando la atención en datos trimestrales del período más reciente, se observa que tanto los precios de las materias primas como las tasas de crecimiento de la inversión privada alcanzaron niveles máximos alrededor de mediados de 2011 y han ido disminuyendo desde entonces. En ALC, el marcado descenso de los precios de exportación de las materias primas ha reforzado una percepción general de que los tiempos son menos favorables, sensación que está asociada a significativas revisiones a la baja del crecimiento potencial y que llevaría a las empresas a recortar su gasto de capital. Por último, la inversión privada en las economías de mercados emergentes también ha estado positivamente correlacionada con las entradas de capitales, lo cual sugiere que las condiciones de financiamiento externo han jugado un rol importante en el comportamiento de la inversión interna.

¿Qué factores determinan la inversión privada en las economías de mercados emergentes?

Para estudiar los principales determinantes de la inversión privada y si la reciente desaceleración obedece a la dinámica de estos determinantes utilizamos análisis de regresiones a nivel de las empresas y a nivel macroeconómico.

²Esto es consistente con los hallazgos de otros estudios. Por ejemplo, Fernández, Gonzales y Rodríguez (2014) documentan que, en promedio, las economías de mercados emergentes son exportadoras de materias primas, y los precios de las materias primas específicos a cada país tienden a ser procíclicos.

Regresiones de panel con datos a nivel de empresas

Comenzamos mirando la inversión a nivel de las empresas. Cabe señalar desde el comienzo que la inversión empresarial privada como proporción de la inversión privada total varía entre el 70 por ciento y el 75 por ciento en todos los países de ALC (en base a los países para los cuales los datos desagregados se encuentran disponibles). Además, la inversión empresarial ha sido el componente principal de la desaceleración que está en curso (aunque la inversión residencial también se ha debilitado en algunos países)³.

El modelo empírico de inversión combina determinantes a nivel de empresas y variables macroeconómicas específicas a cada país en un marco de regresión de panel. Nuestra especificación de base se deriva de la teoría Q estándar de la inversión⁴. Empleamos la Q de Tobin e indicadores de flujo de caja como variables representativas de la rentabilidad marginal y las restricciones de financiamiento, respectivamente⁵. Como es habitual en la literatura, un mayor grado de dependencia del financiamiento interno se interpreta como evidencia de condiciones más restrictivas de financiamiento externo⁶. Además, en línea con estudios anteriores, incluimos otras variables financieras adicionales a nivel de la empresa (costo de la deuda, apalancamiento y flujos de deuda)⁷. A esta lista de variables independientes estándar añadimos tres variables macroeconómicas específicas para cada país (precios de exportación de las materias primas, entradas de capitales netas e incertidumbre)

³Los datos a nivel de empresas de la muestra representan alrededor del 12 por ciento de la inversión privada agregada en la economía (proveniente de las cuentas nacionales), con coeficientes de correlación entre estas series que varían de un país a otro, pero con un promedio superior al 30 por ciento.

⁴Véase por ejemplo, Gilchrist y Himmelberg (1995).

⁵El valor de Q marginal no es observable y por lo general se lo aproxima mediante la Q promedio. Hayashi (1982) analiza las condiciones en que ambos indicadores son equivalentes.

⁶Véanse por ejemplo, Fazzari, Hubbard y Petersen (1988 y 2000), y Blanchard, Ree y Summers (1994).

⁷El rezagar estas variables no altera los resultados, y mitiga ciertos potenciales problemas de endogeneidad.

que también pueden afectar la inversión empresarial y en las que se centra la atención en este capítulo⁸.

Nuestras regresiones de panel lineales permiten que los efectos de tiempo y los efectos fijos a nivel de empresas capten otras influencias no observadas en la inversión empresarial⁹. Dado que la especificación contiene datos a nivel de empresas y a nivel de países, se calculan errores estándar robustos, agrupados por países. Por lo tanto, la especificación de base es la siguiente:

$$\begin{aligned} \frac{I_{ic,t}}{K_{ic,t-1}} = & \alpha + \beta_1 Q_{ic,t} + \beta_2 \frac{CF_{ic,t}}{K_{ic,t-1}} + \beta_3 Lev_{ic,t-1} \\ & + \beta_4 \frac{\Delta Debt_{ic,t}}{K_{ic,t-1}} + \beta_5 Int_{ic,t-1} + \beta_6 P_{c,t-1}^x \\ & + \beta_7 KI_{c,t} + \beta_8 Unc_{c,t} + d_i + d_t + \varepsilon_{ic,t} \end{aligned} \quad (4.1)$$

donde los subíndices (ic,t) denotan la empresa i en el país c durante el período t . I es la inversión, medida como la compra de activos fijos brutos de la empresa; y K es el stock de capital, medido como el valor total neto de propiedades, instalaciones y equipos. Q representa la Q de Tobin estándar, y se mide como el valor del precio de las acciones de la empresa con respecto al valor en libros. CF denota el flujo de caja de la empresa, calculado como utilidades operativas netas; Lev es el apalancamiento, medido como la relación deuda total/activos totales; $\Delta Debt$ es la variación de la deuda total desde el período previo; e Int es la tasa de interés efectiva que la empresa paga sobre la deuda total¹⁰.

⁸El capítulo 1 de la edición de octubre de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR) emplea un enfoque empírico a nivel de empresas similar (aunque no incluye ninguna variable macroeconómica) para examinar los factores determinantes de la inversión a nivel de las empresas de un conjunto de economías avanzadas.

⁹Los resultados son robustos a la inclusión de efectos fijos de país.

¹⁰Los datos a nivel de empresas se obtienen de *Worldscope* y abarcan alrededor de 16.000 empresas cotizadas en bolsa de 38 economías de mercados emergentes durante el período 1990–2013. El gráfico A4.1 del anexo ilustra la variación de los principales datos a nivel de empresas en las diferentes regiones, en particular entre las economías emergentes de Asia y América Latina.

Cuadro 4.1. Regresiones de panel en base a datos a nivel de empresas

	(1) RIC	(2) RIC	(3) RIC	(4) RIC	(5) RIC	(6) RIC
Q de Tobin	0,0200*** (0,00508)	0,0188*** (0,00490)	0,0184*** (0,00465)	0,0179*** (0,00465)	0,0192*** (0,00445)	0,0191*** (0,00451)
Flujo de caja	0,0118*** (0,00208)	0,0114*** (0,00221)	0,0114*** (0,00219)	0,0112*** (0,00212)	0,00609*** (0,00136)	0,00608*** (0,00136)
Apalancamiento (t-1)	-0,0340*** (0,00345)	-0,0323*** (0,00292)	-0,0315*** (0,00305)	-0,0318*** (0,00315)	-0,0308*** (0,00311)	-0,0307*** (0,00312)
Coefficiente de gasto financiero (t-1)	-0,0448* (0,0261)	-0,0415 (0,0274)	-0,0394 (0,0281)	-0,0421 (0,0281)		
Variación de la deuda	0,00334*** (0,000911)	0,00296*** (0,00100)	0,00292*** (0,00101)	0,00291*** (0,00101)	0,00276*** (0,000930)	0,00276*** (0,000930)
Precio de exportación de materias primas (t-1)		0,000445*** (0,000105)	0,000475*** (9,97e-05)	0,000461*** (0,000101)	0,000449*** (9,89e-05)	0,000420*** (8,95e-05)
Entradas de capitales netas			0,00255*** (0,000680)	0,00260*** (0,000709)	0,00266*** (0,000727)	0,00273*** (0,000753)
Incertidumbre				3,80e-06 (3,32e-06)		
Flujo de caja x entradas de capitales netas					-0,000671*** (0,000220)	-0,000671*** (0,000220)
Variable dummy Recent						-0,00503 (0,00513)
Constante	10,94*** (1,010)	10,28*** (0,806)	10,04*** (0,863)	9,832*** (1,013)	9,456*** (0,885)	8,935*** (0,933)
Observaciones	83.921	64.276	64.276	63.460	72.184	72.184
Número de empresas	15.165	12.317	12.317	12.280	13.444	13.444
Número de países	38	36	36	36	36	36
R ²	0,0352	0,0345	0,0414	0,0416	0,0377	0,0378

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las regresiones incluyen efectos fijos a nivel de empresas y efectos de tiempo. Errores estándar robustos (agrupados por país) en paréntesis.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1.

RIC = ratio inversión/capital.

KI denota las entradas de capitales (netas) a nivel de país; *P_x* denota (la diferencia logarítmica) del índice de precios de exportación de materias primas¹¹; y *Unc* representa la incertidumbre agregada, medida como la volatilidad de los precios de las acciones. Por último, ε representa un término de error¹².

¹¹Los precios de exportación de las materias primas están rezagados, para captar la idea de una respuesta retardada debida a rezagos en las decisiones y la implementación. Lo mismo aplica para los costos de la deuda de las firmas.

¹²En el caso de las variables macroeconómicas, los índices de precios de exportación brutos de materias primas (específicos para cada país) provienen de Gruss (2014). Están contruidos en base a ponderar los cambios en los índices de precios de exportaciones de las materias pri-

En el cuadro 4.1 se presentan los resultados de la especificación de base. La columna 1 muestra que todos los coeficientes de las variables a nivel de empresa tienen el signo esperado y son estadísticamente significativos a un nivel del 1 por ciento

mas individuales, por sus pesos en las exportaciones de materias primas, pudiendo por lo tanto ser considerados exógenos a cada país. Las series de entradas de capitales (medidas mediante el balance de la cuenta financiera, en porcentaje del PIB) y de PIB real provienen de la base de datos International Financial Statistics y del informe WEO del FMI. Por último, utilizamos datos de Bloomberg, L.P. para construir nuestro indicador de incertidumbre específico de cada país basado en la volatilidad mensual promedio de los rendimientos bursátiles.

(excepto el costo de la deuda, que es significativo solo al nivel del 10 por ciento). La *Q* de Tobin está positivamente relacionada con la inversión, lo que indica que las empresas que los mercados financieros prevén que serán más rentables tienden a invertir más, en línea con la literatura existente. Cuantitativamente, un shock a la *Q* de Tobin de una desviación estándar resulta, en promedio, en un cambio sustancial de 2,9 puntos porcentuales en el ratio inversión-capital, manteniendo todo lo demás constante. También en concordancia con estudios anteriores, se observa fuerte evidencia de restricciones financieras, reflejada en la relación positiva entre los flujos de caja y el gasto de capital de las empresas. Es decir, las empresas en las economías de mercados emergentes necesitan recurrir a fondos internos para financiar proyectos de inversión. Las empresas más apalancadas, a su vez, tienden a invertir menos en el período siguiente. Específicamente, un aumento en una desviación estándar al apalancamiento tiende a ser asociado con una caída en el ratio inversión-capital de 3,3 puntos porcentuales. También como era de esperar, los flujos de deuda están positivamente relacionados con el gasto en capital, lo cual puede atribuirse a que el financiamiento de la inversión es en principio una de las principales razones para contraer nuevas deudas¹³.

Luego introducimos variables macroeconómicas específicas a cada país (columnas 2–6). La magnitud y significancia de los coeficientes de la *Q* de Tobin, el flujo de caja, el apalancamiento y la variación de la deuda no se alteran. El coeficiente del costo de la deuda, si bien sigue siendo negativo y de magnitud similar, se torna estadísticamente no significativo¹⁴. Encontramos evidencia contundente que un aumento de los precios de exportación de materias primas de un país está asociado con una mayor inversión por parte de las empresas en ese país¹⁵. En

promedio, un cambio de una desviación estándar en el crecimiento de las materias primas cambia el ratio capital-inversión en 0,6 puntos porcentuales. La inversión de las empresas de economías de mercados emergentes también parece estar positivamente influenciada por la disponibilidad de financiamiento externo. Cuanto mayores son los flujos de capitales netos que recibe una economía, mayor es el gasto en capital de las empresas (con el ratio inversión-capital aumentando en 1,4 puntos porcentuales en respuesta a un cambio de una desviación estándar en los flujos de capitales). Ambos coeficientes (precios de exportación de materias primas y entradas de capitales) son estadísticamente muy significativos. Por el contrario, no observamos que la incertidumbre de mercado sea un determinante significativo del gasto de capital a nivel de empresas¹⁶.

También examinamos una serie de extensiones a la ecuación de inversión de base. Primero, para evaluar si las entradas de capitales ayudan a aliviar las restricciones financieras a nivel de las empresas, agregamos a la ecuación (4.1) un término de interacción entre las entradas de capitales y el flujo de caja de las empresas. En la columna 5 se observa que el coeficiente de este término de interacción es negativo y significativo. Esto implica que cuanto más abundantes son las entradas de capitales en una economía, menos sensible es la inversión a los flujos de caja, presumiblemente porque que las empresas dependen menos de los fondos internos para financiar proyectos de inversión¹⁷.

A continuación, centramos la atención en el período posterior a 2010 para estudiar si la reciente desaceleración de la inversión ha sido inusual a la luz de los resultados antes indicados. Añadimos a la ecuación una variable dummy (*RECENT*) que toma el valor de uno para todas las observaciones durante el

¹³Los valores R^2 de estas regresiones son bajos, pero de magnitud similar a los presentados en otros estudios.

¹⁴Por lo tanto, esta variable se excluye de posteriores extensiones de la especificación de base.

¹⁵Estudios previos han documentado un efecto positivo relacionado a la mejora de los términos de intercambio en la inversión; por ejemplo, Fornero, Kirchner y Yany (2014) en el caso de Chile, y Ross y Tashu (de próxima publicación) en el caso de Perú.

¹⁶Este resultado coincide con los de estudios previos (por ejemplo, Leahy y Whited, 1996) que demuestran que si bien la incertidumbre tiene un efecto negativo en la inversión, el efecto en general desaparece cuando se introduce la *Q* de Tobin.

¹⁷Esta observación es nuevamente consistente con estudios existentes (véase, por ejemplo, Harrison, Love y McMillan, 2004).

período 2011–13¹⁸. La variable dummy resulta ser estadísticamente no significativa (columna 6). Por lo tanto, no encontramos evidencia que indique que el gasto en capital de las empresas haya sido anormalmente débil en años recientes, al menos no más de lo que pueda atribuirse a los determinantes incluidos en nuestro modelo. Además, este resultado es válido para todas las regiones de economías de mercados emergentes¹⁹, así como para todos los sectores de actividad, sugiriendo que la reciente desaceleración de la inversión no ha sido de una magnitud anormalmente grande en ningún sector en particular. En ALC, de hecho, la desaceleración de la inversión no parece obedecer a un solo sector, como podrían ser la minería o la energía. De hecho, otros sectores de bienes transables (manufactura) y no transables (como construcción y transporte) también han experimentado desaceleraciones. No obstante, solo se dispone de datos hasta 2013, y la mayoría de los recientes descensos de los precios de las materias primas (en especial la energía) probablemente afectarán aún más a las empresas en el sector primario.

¿Cambió en años recientes el efecto marginal de los principales factores determinantes? Para abordar esta cuestión incorporamos otros términos a la regresión, específicamente la interacción de la variable dummy *RECENT* con los principales determinantes de la inversión. Los coeficientes de estos términos de interacción son estadísticamente no significativos, sugiriendo que el efecto de los principales determinantes de la inversión empresarial ha permanecido estable²⁰. Al observar los valores de las elasticidades puntuales

¹⁸En este caso se tienen en cuenta los efectos de tiempo a través de una medida de tendencia temporal en lugar de variables dummy para cada año. El análisis de los efectos de tiempo mediante variables dummy para cada año utilizadas en la especificación base indican la presencia de una clara tendencia descendente, justificando su uso en la regresión, lo cual ayuda a enfocarse en el cambio estructural en 2011, al tiempo que no altera los resultados.

¹⁹Véase el cuadro 4 en Magud y Sosa (2015), en el que se presentan los resultados de regresiones específicas para cada región.

²⁰El apalancamiento es una excepción, con un coeficiente de interacción negativo (y significativo), implicando que la sensibilidad de la inversión al apalancamiento ha sido mayor después de 2011 (véase el cuadro 3 en Magud y Sosa, 2015).

de las estimaciones, sin embargo, se observa cierta heterogeneidad en las regiones de economías de mercados emergentes: 1) las restricciones financieras se endurecieron después de 2011 en ALC; 2) la relación positiva entre los precios de exportación de las materias primas y la inversión se ha tornado más intensa en ALC y se ha debilitado en Asia; y 3) el impacto del apalancamiento en la inversión se ha amplificado (es decir, se ha tornado más negativo) en las economías emergentes de Asia²¹.

Otra interrogante importante que exploramos es cómo las diferentes características de las empresas afectan la inversión (cuadro A4.2 en el anexo 4.1). Las empresas más grandes (medidas por el valor de los activos y el ingreso bruto) tienden a invertir más en promedio (columnas 1 y 3) y se enfrentan a restricciones financieras más débiles (como lo denotan los términos de interacción en las columnas 2 y 4). Las empresas más estrechamente vinculadas a los mercados internacionales, aproximadas por la proporción de activos externos en los activos totales, también invierten más (columna 5) y presentan restricciones financieras más débiles que sus pares menos integradas a los mercados internacionales (término de interacción en la columna 6). Por último, observamos que mayores entradas de capitales ayudan a aliviar las restricciones financieras particularmente en las empresas del sector de bienes no transables (columna 7)²².

Nuestros resultados son robustos a agregar el ratio inversión/capital rezagado como variable explicativa, y usar el método de diferencia en diferencia de Arellano-Bond. Son también robustos a utilizar el stock de efectivo en lugar de los flujos de efectivo para medir la disponibilidad de fondos internos (véase, por ejemplo, Harrison, Love y McMillan, 2004). Los resultados no varían si se incluyen otras variables explicativas macroeconómicas, como el crecimiento del PIB real y los precios de importación de materias

²¹Véanse los cuadros A.2–A.4 del apéndice en Magud y Sosa (2015).

²²Esta última observación es consistente con los argumentos teóricos de Tornell y Westermann (2005), que también corroboran indirectamente la existencia de restricciones financieras más fuertes en el sector de bienes no transables.

Cuadro 4.2. Regresiones de panel macroeconómicas

	(1) ICR	(2) ICR	(3) ICR	(4) ICR	(5) ICR
Precio de exportación de materias primas	6,12e-05*** (7,69e-06)	5,57e-05*** (7,89e-06)	6,95e-05*** (8,39e-06)	7,01e-05*** (8,53e-06)	8,42e-05*** (8,05e-06)
Incertidumbre mundial		-4,79e-05*** (1,58e-05)	-4,77e-05*** (1,62e-05)	-5,16e-05*** (1,64e-05)	-5,14e-05*** (1,34e-05)
Tasa activa real (t-1)			-4,13e-07* (2,42e-07)	-7,47e-07*** (2,63e-07)	6,37e-07 (4,66e-07)
Crecimiento del PIB real (t-1)				0,920 (2,275)	1,955 (1,688)
Entradas de capitales netas					9,52e-05*** (1,47e-05)
Constante	1,341*** (0,0521)	1,297*** (0,0539)	1,345*** (0,0598)	1,364*** (0,0617)	1,517*** (0,0684)
Observaciones	3.091	3.091	2.770	2.683	1.879
Número de países	32	32	32	32	28
R ²	0,0120	0,0142	0,0250	0,0236	0,0647

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las regresiones incluyen efectos fijos y efectos por países. Errores estándar entre paréntesis. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. RIC = ratio inversión/capital.

primas (ambas variables resultan ser estadísticamente no significativas) o variables dummy país-tiempo en lugar de variables macroeconómicas. También siguen siendo válidos los resultados si se rezagan las variables de entradas de capitales o la variación de la deuda (para minimizar los potenciales problemas de endogeneidad). Por último, los resultados tampoco se ven afectados al excluir de la muestra a los países con las mayores cantidades de empresas, como China, Corea y la provincia china de Taiwán.

Regresiones de panel macroeconómicas

Para complementar el análisis a nivel de empresas de la sección anterior, también realizamos regresiones de panel macroeconómicas simples utilizando datos trimestrales de más de 30 economías de mercados emergentes correspondientes al período 1990–2014. Basándonos en un modelo de acelerador de la inversión expandido, nos enfocamos una vez más en el papel que cumplen las entradas de capitales y los precios de exportación de las materias primas como potenciales determinantes de la inversión empresarial. El modelo, que admite efectos fijos de país y de tiempo, es el siguiente:

$$\frac{I_{it}}{K_{it-1}} = \alpha + \beta_1 P_{it}^x + \beta_2 Vix_{it} + \beta_3 I_{it-1} + \beta_4 \sum_{s=1}^n \frac{\Delta y_{it-s}}{K_{it-s-1}} + kf_{it} + d_c + d_t + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

donde (i,t) denotan país y período, respectivamente. El ratio de gasto de capital (I/K) está modelizado como una función de los precios de exportación de las materias primas (P^x), la incertidumbre mundial (representada por el índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago, VIX), las tasas activas reales (I), el crecimiento del producto real ($\Delta y/K$) y las entradas de capitales (kf) como porcentaje del PIB. Las fuentes de los datos son la base *International Financial Statistics* y el informe WEO del FMI.

El cuadro 4.2 presenta los resultados, que en general confirman los de las regresiones a nivel de empresas. En particular, se observa fuerte evidencia de que la inversión está positivamente relacionada con los precios de exportación de las materias primas. La mayor incertidumbre mundial parece reducir la inversión en las economías de mercados emergentes²³, y la tasa activa (de préstamo) real está negativamente relacionada con la inversión. Para captar los efectos de tipo acelerador se tienen en cuenta varios rezagos del crecimiento del PIB real, pero son estadísticamente no significativos (el impacto probablemente es captado por otras variables explicativas)²⁴.

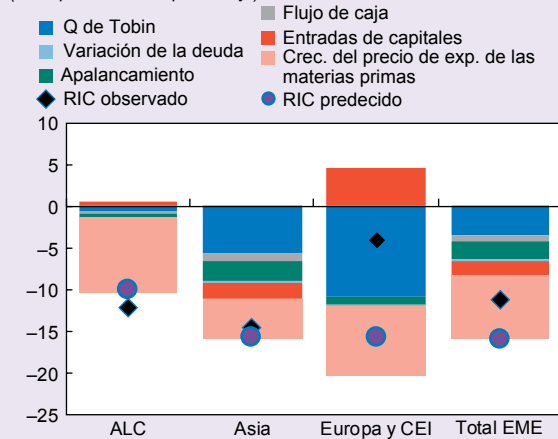
²³Este indicador de incertidumbre es mundial, en tanto que las regresiones a nivel de empresas emplean incertidumbre a nivel de país.

²⁴Los resultados no se ven afectados por utilizar uno, dos o tres rezagos.

Gráfico 4.4

Contribuciones a la reciente desaceleración de la inversión

(Principales efectos, porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CEI = Comunidad de Estados Independientes; EME = economías de mercados emergentes; RIC = ratio inversión/capital; ALC = América Latina y el Caribe. Contribución relativa de cada factor a la desaceleración de la inversión en 2011–13 (promedio de empresas en cada región). Las contribuciones se calculan sobre la base de los resultados de regresiones de regiones específicas. Los efectos fijos no se incluyen en los efectos predichos.

Por último, las mayores entradas de capitales están acompañadas de una mayor inversión. Lo interesante es que estos resultados siguen siendo válidos incluso si se usan entradas brutas en lugar de netas, y si se usan flujos de inversión extranjera directa (IED) u “otras” entradas (principalmente flujos bancarios). Por lo tanto, los resultados de las regresiones de panel macroeconómicas destacan el papel significativo que desempeñan los precios de exportación de las materias primas y las entradas de capitales como factores determinantes de la inversión en las economías de mercados emergentes²⁵.

¿Qué factores han estado provocando la reciente desaceleración?

Los resultados presentados hasta ahora indican que la relación entre la inversión empresarial y los principales factores que la determinan no ha variado desde

²⁵Vale aclarar que estas regresiones podrían no controlar suficientemente por la heterogeneidad entre países, reduciendo el contenido informativo de relaciones específicas a cualquier país.

el máximo registrado a mediados de 2011. ¿Pero cuál de estos factores es el que más ha incidido en la reciente desaceleración de la inversión, particularmente en América Latina? Para responder a esta pregunta calculamos la contribución de cada uno de los factores a la desaceleración media de la inversión por región en base a los resultados de las regresiones a nivel de empresa²⁶. Naturalmente, grandes efectos pueden resultar como consecuencia tanto de importantes shocks intrínsecos como de estimaciones de coeficientes económicamente grandes.

El reciente debilitamiento de la inversión empresarial puede atribuirse, en buena medida, a la evolución de unas cuantas variables clave (gráfico 4.4), sobre todo en ALC y las economías emergentes de Asia. Sin embargo, la contribución relativa de cada factor difiere según la región. El descenso de los precios de exportación de las materias primas es el factor que más ha contribuido a la reciente desaceleración en las economías de ALC y la CEI, posiblemente debido a la gran preponderancia que tiene el sector de materias primas en la inversión privada en estas regiones, así como el gran tamaño del shock a los precios de las materias primas observado.

En términos más generales, las menores expectativas de rentabilidad futura de las empresas (medidas por la Q de Tobin) han sido un importante factor detrás del debilitamiento de la inversión en las economías de mercados emergentes. La inversión empresarial también se ha visto afectada por la decreciente disponibilidad de financiamiento internacional en años recientes, particularmente en las economías emer-

²⁶La contribución de cada factor se calcula multiplicando la variación acumulada de cada variable desde 2011 por su efecto marginal estimado en la regresión específica de cada región. El efecto marginal de cada variable en el período posterior a 2010 se computa considerando tanto el efecto directo como el efecto de la interacción con la variable dummy *RECENT* si esta interacción es estadísticamente significativa. Los valores predichos incluyen solo las variables en el gráfico, abstrayéndose de las contribuciones de los efectos fijos. Al enfocar la atención en los efectos medios en cada región, obviamente no intentamos explicar la inversión en toda la muestra representativa de empresas. De hecho, los moderados valores R^2 en el cuadro 4.1 destacan la importancia de la heterogeneidad a nivel de empresas.

gentes de Asia. De hecho, en varias economías las entradas de capitales se han moderado desde 2012²⁷, y nuestras regresiones a nivel de empresas indican que esto explica una proporción no despreciable de la desaceleración media de la inversión en todas las empresas. Este factor, sin embargo, no ha sido relevante en ALC, ya que las entradas de capitales han permanecido relativamente fuertes hasta la fecha. Por último, el mayor apalancamiento y la menor generación de flujo de caja interno también han tenido incidencia, especialmente en Asia²⁸.

Enfoque: Las economías financieramente integradas (AL6)

El comportamiento de la inversión privada en AL6 —Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay, que representan alrededor del 75 por ciento del PIB de ALC— tiene una dinámica similar a la descrita anteriormente para la región en general, observándose una desaceleración desde 2010–11 (gráfico 4.5). El fenómeno se ha concentrado en Brasil, Chile y Perú, mientras que en Colombia y México la inversión de hecho ha repuntado más recientemente.

En los otros países exportadores de materias primas, la desaceleración obedece a un colapso de la inversión privada en Venezuela y a una disminución más moderada en Argentina. En la región de ACRD (América Central y la República Dominicana), en cambio, el crecimiento de la inversión se ha reactivado en los últimos dos años, lo que presumiblemente está vinculado a la recuperación más vigorosa en Estados Unidos.

A continuación, para complementar el análisis realizado en la sección anterior con una muestra amplia de economías de mercados emergentes, se estiman modelos de vectores autorregresivos (VAR) en algunas de las economías de AL6 para examinar más a fondo los factores que determinan la reciente desace-

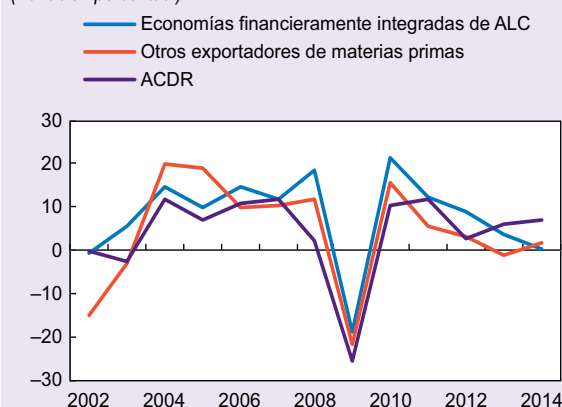
²⁷Véase el capítulo 4 de la edición de octubre de 2013 del informe WEO y el Informe sobre los efectos de contagio de 2014 (*Spillover Report*) del FMI.

²⁸El resultado de apalancamiento es coherente con el del capítulo 2 de la edición de abril del informe *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*.

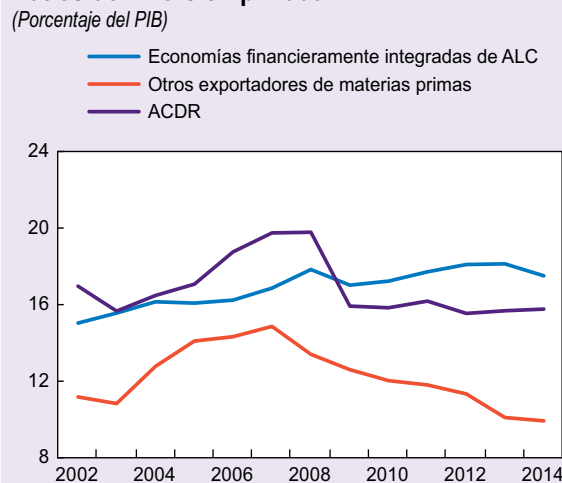
Gráfico 4.5

Dinámica de la inversión privada

Crecimiento de la inversión privada real¹ (Variación porcentual)



Ratios de inversión privada² (Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las economías financieramente integradas de ALC son Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Otros exportadores de materias primas son Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela. ACRD = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

¹Promedio simple.

²Promedio ponderado en función de la PPA.

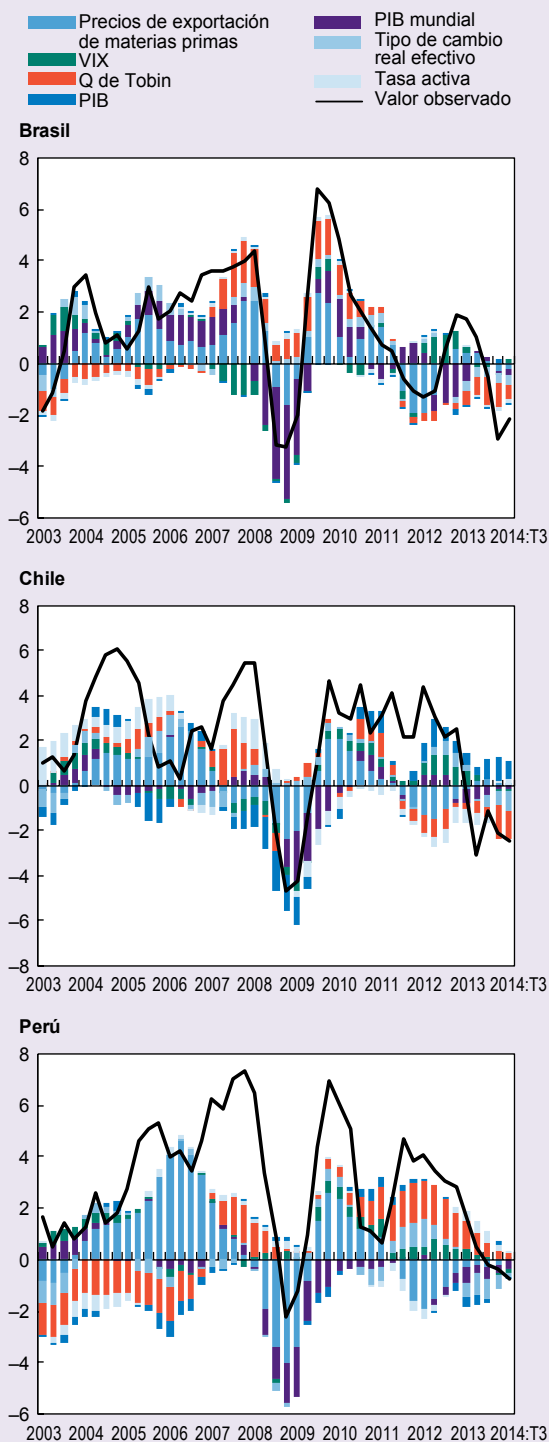
leración de la inversión a nivel agregado²⁹. Cada VAR incluye un conjunto de factores externos (precios de exportación de las materias primas, crecimiento de la demanda mundial y volatilidad financiera mundial) y variables internas (tipo de cambio efectivo real, Q de

²⁹Para abreviar, aquí nos enfocamos exclusivamente en países que están experimentando una desaceleración de la inversión.

Gráfico 4.6

Descomposición histórica del crecimiento de la inversión

(Variación porcentual intertrimestral)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: VIX = Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago.

Tobin, tasas activas reales, crecimiento de la inversión real y crecimiento del producto real)³⁰.

El análisis de descomposición histórica indica que los precios de exportación más bajos de las materias primas han sido determinantes importantes de la desaceleración en Brasil, Chile y Perú, particularmente durante 2012–13 (gráfico 4.6). La menor demanda externa también ha desempeñado un papel importante. Asimismo, la reciente depreciación del tipo de cambio, y en Brasil y Chile las expectativas de una rentabilidad más baja (medida por la Q de Tobin), también han contribuido a la desaceleración³¹. Estos resultados son en general consistentes con los obtenidos en el caso de la inversión a nivel de empresas. Por último, la desaceleración en Brasil y Chile ha sido algo mayor de lo previsto por el modelo, quizá debido a la confluencia de la incertidumbre acerca de las políticas y una escasa confianza del sector privado en Brasil. En Chile, la incertidumbre en torno al impacto sobre el medio ambiente de las reformas de política en curso y la cancelación de grandes proyectos de inversión en energía y minería parecería haber estado afectando negativamente la inversión.

Resumen e implicaciones para las políticas

La desaceleración de la inversión en ALC ha concordado con patrones históricos y por lo tanto no representa un “enigma”, pero no por eso deja

³⁰Los precios de exportación de las materias primas están representados por la variación del índice específico a cada país en los ejercicios previos; la demanda mundial se mide como el crecimiento del PIB real mundial; la volatilidad mundial se mide a través del VIX; la Q de Tobin se calcula dividiendo el índice de precios bursátiles por el deflactor de la inversión; y las tasas activas reales se miden en función de las tasas de préstamos de los bancos deflactas por la inflación. La estrategia de identificación supone un conjunto de restricciones de exogeneidad (un bloque externo y otro interno), con las variables internas completamente excluidas de las ecuaciones correspondientes al bloque externo.

³¹Una depreciación del tipo de cambio real tiende a encarecer los bienes de capital, ya que en estas economías estos bienes en gran medida son importados.

de ser una preocupación. En primer lugar, las perspectivas de una recuperación de la inversión privada no son favorables, ya que el panorama de la mayoría de los factores determinantes es sombrío: se prevé que los precios de las materias primas permanezcan débiles, las entradas de capitales tenderán a moderarse, y las condiciones de financiamiento externo están por tornarse más restrictivas, entre otras razones por la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. También es probable que recientes revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento potencial frenen la inversión empresarial de cara al futuro. En segundo lugar, el nivel de los coeficientes de inversión sigue siendo estructuralmente bajo en ALC, lo cual representa un importante obstáculo para la actividad económica. Por lo tanto, promover la inversión privada (y el ahorro) sigue siendo una prioridad de política vital para la región. A la luz de los resultados de este capítulo acerca de la importancia de las restricciones financieras, sobre todo para las empresas más pequeñas, la inversión empresarial probablemente se beneficiaría de una mayor pro-

fundización de los sistemas financieros internos, un afianzamiento del desarrollo de los mercados de capitales y el fomento del acceso al financiamiento. Estas metas deben estar sujetas a salvaguardias estrictas para preservar la estabilidad financiera. En este sentido, reforzar la infraestructura financiera y el marco jurídico y ampliar el acceso a los mercados de capitales para facilitar el financiamiento de empresas pequeñas y medianas (que tienden a enfrentar mayores restricciones de financiamiento) serían medidas positivas.

En términos más generales, si bien el foco de este capítulo es otro, existe un fuerte argumento a favor de resolver ciertas debilidades estructurales que afectan negativamente a la productividad y la inversión en ALC. Como se sostiene en el capítulo 2, los esfuerzos deberían generalmente centrarse en mejorar la infraestructura y el capital humano, reforzar el clima de negocios y fomentar la competencia y los mercados abiertos. Estos esfuerzos también respaldarían el objetivo más amplio de crear economías más diversificadas, como se analiza en el capítulo 5.

Anexo 4.1

**Cuadro A4.1. Paneles a nivel de empresas:
Lista de países**

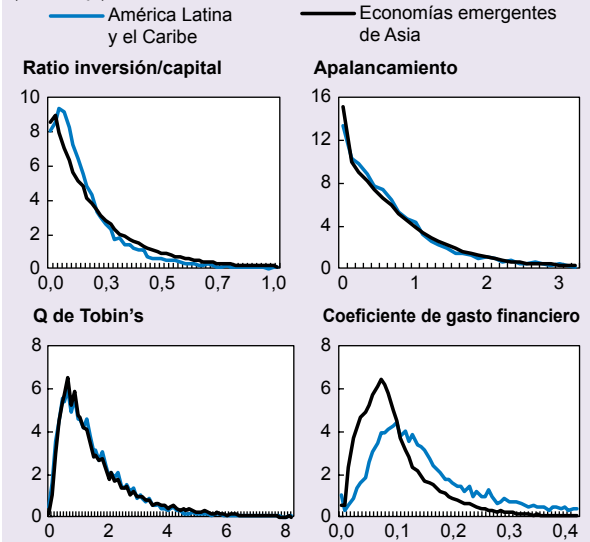
País	Número de observaciones	País	Número de empresas
Argentina	1.073	Malasia	12.814
Brasil	3.100	Marruecos	538
Bulgaria	1.164	México	2.096
Chile	3.103	Pakistán	2.342
China	22.799	Perú	1.436
Colombia	753	Polonia	3.602
Corea	17.245	Prov. china de Taiwán	17.997
Croacia	545	Rep. Checa	511
Egipto	1.227	Rumania	770
Eslovaquia	237	Rusia	4.998
Eslovenia	361	Serbia	534
Filipinas	2.708	Singapur	7.982
Hungría	563	Sri Lanka	1.551
India	17.480	Sudáfrica	5.381
Indonesia	4.355	Tailandia	7.065
Israel	3.618	Turquía	2.453
Jordania	1.538	Ucrania	375
Kazajstán	223	Venezuela	378
Lituania	225	Vietnam	3.515

Fuente: Worldscope.

Gráfico A4.1

Distribución de variables seleccionadas

(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

4. LA RECIENTE DEBILIDAD DE LA INVERSIÓN EN AMÉRICA LATINA: ¿ESTAMOS FRENTE A UN ENIGMA?

Cuadro A4.2. Regresiones extendidas de panel a nivel de empresas

	(1) ICR	(2) ICR	(3) ICR	(4) ICR	(5) ICR	(6) ICR	(7) ICR
Q de Tobin	0,0191*** (0,00435)	0,0187*** (0,00431)	0,0183*** (0,00426)	0,0181*** (0,00424)	0,0236*** (0,00276)	0,0234*** (0,00275)	0,0191*** (0,00446)
Flujo de caja	0,00394** (0,00189)	0,0113*** (0,00309)	-0,00210 (0,00471)	0,00137 (0,00485)	0,0146*** (0,00214)	0,0162*** (0,00270)	0,00756 (0,00523)
Apalancamiento (t-1)	-0,0313*** (0,00312)	-0,0315*** (0,00316)	-0,0465*** (0,00405)	-0,0463*** (0,00402)	-0,0269*** (0,00644)	-0,0268*** (0,00641)	-0,0306*** (0,00305)
Variación de la deuda	0,00254*** (0,000903)	0,00218** (0,000893)	0,00534*** (0,00162)	0,00531*** (0,00160)	0,00350*** (0,00117)	0,00344*** (0,00118)	0,00275*** (0,000932)
Entradas de capitales netas	0,00243*** (0,000670)	0,00239*** (0,000658)	0,00233*** (0,000684)	0,00232*** (0,000682)	0,00222*** (0,000798)	0,00221*** (0,000796)	0,00210** (0,000975)
Precio de exportación de materias primas (t-1)	0,000441*** (9,69e-05)	0,000446*** (9,74e-05)	0,000499*** (9,31e-05)	0,000499*** (9,29e-05)	0,000621*** (0,000153)	0,000621*** (0,000153)	0,000451*** (9,78e-05)
Tamaño 1: Activos	0,000437*** (0,000154)	0,000641*** (0,000177)					
Activos x flujo de caja		-1,29e-05*** (4,03e-06)					
Tamaño 2: Ingreso bruto			0,00976** (0,00460)	0,0102** (0,00482)			
Ingreso bruto x flujo de caja				-5,63e-05* (2,85e-05)			
Proporción de tenencias de activos externos					0,647*** (0,124)	1,254*** (0,179)	
Proporción de tenencias de activos externos x flujo de caja						-0,0358*** (0,00460)	
Bienes no transables x flujo de caja							-0,00109 (0,00505)
Bienes no transables x entradas de capitales netas							0,000930 (0,000828)
Flujo de caja x saldo en cuenta financiera							-1,47e-05 (0,000252)
Bienes no transables x entradas de capitales netas x flujo de caja							-0,00101*** (0,000235)
Constante	9,870*** (0,954)	10,12*** (0,967)	9,206*** (1,084)	9,255*** (1,088)	7,636*** (0,929)	7,665*** (0,913)	9,458*** (0,876)
Observaciones	72.184	72.184	66.345	66.345	27.458	27.458	72.184
Número de empresas	13.444	13.444	12.540	12.540	6.082	6.082	13.444
Número de grupos	36	36	36	36	36	36	36
R ²	0,0434	0,0511	0,0545	0,0615	0,0566	0,0584	0,0395

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las regresiones incluyen efectos fijos a nivel de empresas y efectos de tiempo. Errores estándar robustos (agrupados por países) entre paréntesis.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1.

RIC = ratio inversión/capital.

5. Crecimiento a largo plazo en América Latina y el Caribe: El rol de la complejidad y la diversificación económica

La diversificación y la complejidad económica —en términos de la gama de productos que produce un país y del nivel de sofisticación de esos productos— son importantes para el crecimiento a largo plazo. Lamentablemente, hasta el momento, América Latina y el Caribe (ALC) no han logrado beneficiarse de esas herramientas. En estos países, el nivel de diversificación y complejidad de la economía es relativamente bajo, y la dinámica de la última década no es alentadora. También concluimos que los beneficios de la diversificación y la complejidad pueden verse socavados por deficiencias en otras áreas (por ejemplo, la inestabilidad macroeconómica), en línea con la experiencia histórica de la región. De cara al futuro, la clave para mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo es la priorización de reformas estructurales y el aprovechamiento de los efectos de propagación de conocimientos y aprendizaje derivados de una mayor apertura, manteniendo al mismo tiempo marcos macroeconómicos sólidos.

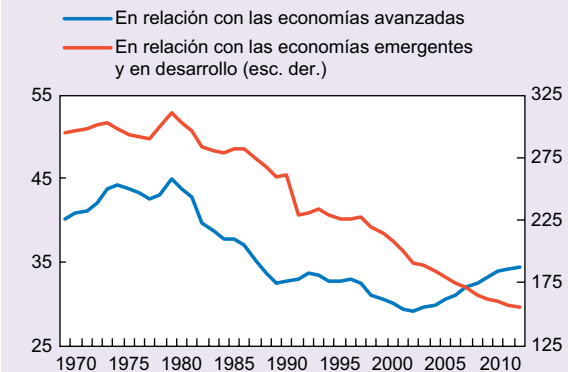
Introducción

El crecimiento se desaceleró notablemente en ALC, y las perspectivas de crecimiento a mediano plazo se han revisado a la baja (capítulo 2). Un argumento que suele mencionarse para explicar las perspectivas de crecimiento moderado de la región se refiere a su base económica, relativamente acotada, y a su marcada dependencia de las exportaciones de materias primas, especialmente ahora que los mercados mundiales de materias primas parecen encontrarse en un período contractivo prolongado (capítulo 3). Por otra parte, el avance logrado en términos de producción y exportación de bienes que requieren un nivel intensivo de tecnología y conocimientos (bienes “complejos”) y de sectores con un nivel elevado de valor agregado fue modesto en toda la región, en especial si se compara su desempeño con el de las economías asiáticas recientemente industrializadas. El nivel limitado de diversificación

Nota: Preparado por Fabiano Rodrigues Bastos y Ke Wang, con la excelente asistencia de investigación de Genevieve Lindow. Véase Rodrigues Bastos y Wang (de próxima publicación).

Gráfico 5.1

América Latina y el Caribe: PIB per cápita relativo (Porcentaje)



Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Coeficiente de PIB nominal (dólares de PPA) per cápita de América Latina y el Caribe frente al de las economías avanzadas y de economías emergentes y en desarrollo.

y complejidad económica, a su vez, también se vincula en términos más generales con las persistentes dificultades de la región para mejorar el desempeño en materia de crecimiento respecto de otras economías, tanto avanzadas como emergentes (gráfico 5.1). Sin embargo, ¿estamos realmente ante una región menos diversificada o compleja que las demás? ¿Hasta qué punto se trata de un obstáculo? ¿Qué puede hacerse al respecto?

¿Qué tan diversificadas están las economías de ALC?

Para responder a esas preguntas, en este capítulo se analizan dos conceptos de diversificación económica relacionados con las exportaciones de bienes¹.

¹La disponibilidad de series de tiempo detalladas, prolongadas y definidas de manera coherente sobre el comercio de bienes facilita las comparaciones de estructuras productivas entre países a lo largo de un período de tiempo extenso, un objetivo clave en este capítulo. Lamentablemente, no se cuenta con información similar sobre las exportaciones de servicios o bienes no transables.

El primero es un índice puro de diversificación de las exportaciones (DIV, por sus siglas en inglés) que refleja hasta qué punto las exportaciones de un país se concentran en bienes específicos (véanse FMI 2014a, 2014d). El segundo concepto, la “complejidad” económica, fue propuesto en Hidalgo y Hausmann (2009) e incorpora no solo la amplitud de la gama de las exportaciones de un país, sino también qué uso intensivo en conocimientos y capacidades tienen. Conceptualmente, la diversificación se refiere a la concentración de exportaciones en distintos bienes, mientras que la complejidad complementa esa información con datos sobre la sofisticación de esos bienes.

Utilizamos dos indicadores específicos derivados de este enfoque: un índice de complejidad económica (ECI, por sus siglas en inglés) y un índice de perspectivas de complejidad (COI, por sus siglas en inglés). En el recuadro 5.1 se ofrece una descripción breve de ambos indicadores y se destacan las diferencias conceptuales respecto del índice de diversificación de las exportaciones de manera más detallada.

El gráfico 5.2 muestra que el nivel de diversificación de las exportaciones en ALC es significativamente menor que el de las economías avanzadas y el de las economías asiáticas recientemente industrializadas (lo que puede pensarse como un punto de referencia para una convergencia económica eficaz), pero similar al observado entre otras economías emergentes y en desarrollo². Respecto de 1970, todo indica que la región de ALC diversificó el conjunto de sus exportaciones, aunque, a partir del año 2000, esa tendencia se detuvo y se revirtió en parte³.

En términos de clasificación entre regiones, el ECI proporciona una imagen muy similar (gráfico 5.2)⁴.

²Un valor más alto en el DIV denota un mayor nivel de concentración de las exportaciones y, por extensión, una menor diversificación. En los gráficos se utiliza una escala invertida del DIV para facilitar la comparación con los indicadores de complejidad.

³El boom de las materias primas de la década pasada contribuyó al aumento de la concentración de las exportaciones, medido en términos de valor, a causa de los efectos de alza de precios.

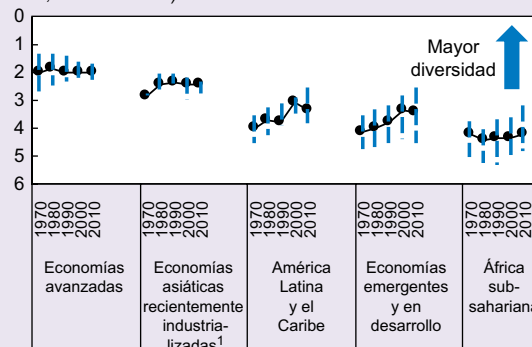
⁴El proceso de normalización “z-score” ubica al indicador en torno a 0 (véase Hausmann *et al.*, 2014).

Gráfico 5.2

Diversificación de las exportaciones y complejidad económica

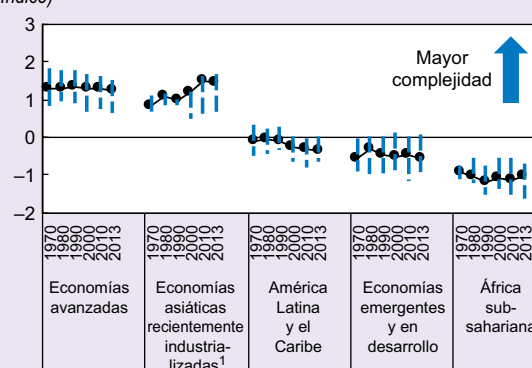
Índice de diversificación de las exportaciones (DIV) en grupos de países

(Índice, orden invertido)



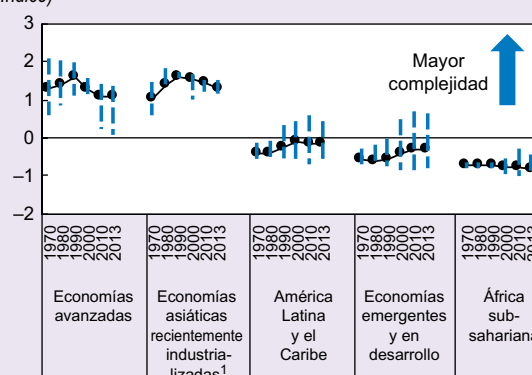
Índice de complejidad económica (ECI) en grupos de países

(Índice)



Perspectivas de complejidad económica (COI) en grupos de países

(Índice)



Fuentes: Hausmann *et al.* (2014); FMI, informe WEO; FMI (2014d), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Se incluyen solo países con exportaciones de bienes que hayan superado los US\$1.000 millones en 2013. Los puntos denotan la mediana y las líneas verticales de rayas denotan los percentiles 25 y 75 de promedios de 5 años de cada índice.

¹Incluye Corea, provincia china de Taiwán, RAE de Hong Kong y Singapur.

Las economías de ALC se destacan por ser mucho menos complejas que las economías avanzadas, pero están en niveles similares o ligeramente superiores a las de otros mercados en desarrollo y emergentes. Sin embargo, el ECI en ALC se mantiene estancado, o en una tendencia descendente, desde 1970, aunque el COI siguió una trayectoria más favorable. Conjuntamente, estas tendencias sugieren un potencial no aprovechado cada vez mayor con relación al progreso económico.

Esto guarda coherencia con el éxito moderado que tuvo la región en su avance hacia mercados de bienes más sofisticados. Recientemente se plantearon argumentos similares en De La Torre, Didier y Pinat (2014), donde se señala que la región no ha logrado aprovechar los efectos derrame de aprendizaje relacionados con el comercio, y en Blyde (2014), donde se analiza la participación limitada de ALC en las cadenas globales de valor, en especial si se compara con Asia.

¿Qué tanto importa la diversificación/complejidad?

La diversificación de exportaciones y, en especial, la complejidad económica están estrechamente correlacionadas con el nivel de PIB per cápita (gráfico 5.3). Las correlaciones son más notables en el caso de países que no son ricos en recursos naturales, en particular los que no son exportadores de petróleo⁵. Dicho eso, ¿contribuyen la diversificación y la complejidad a la prosperidad? ¿O solamente la reflejan? ¿Y qué consecuencias plantean para las perspectivas de crecimiento de ALC?

La relación entre la diversificación y el crecimiento económico se analizó en varios estudios. En Mejía (2011) se ofrece una cobertura detallada del tema. Uno de los principales argumentos plantea que la

diversificación es una manera de estabilizar los ingresos de las exportaciones, algo especialmente importante para los países vulnerables a los shocks a los términos de intercambio (“portfolio effect”). La diversificación de las exportaciones también se describe como el resultado de una transformación estructural, que posiblemente refleje la modernización de las estructuras productivas y la ampliación de las ventajas comparativas.

Un mecanismo que potencialmente vincula un aumento de la complejidad con un mayor crecimiento, además de los mencionados anteriormente, es el de los efectos de propagación de conocimientos y aprendizaje en la productividad y la inversión. A fin de lograr un mayor nivel de variedad y sofisticación de productos, las economías tienen que mejorar su capacidad de adquirir y combinar conocimientos especializados e insumos. Esto permite expandir el conjunto de posibilidades de producción en actividades con mayor valor agregado, lo que impulsa la inversión y la productividad.

En este capítulo, nos concentramos en un aspecto específico del debate. De manera similar al trabajo de Hausmann *et al.* (2014), analizamos si la diversificación y la complejidad ayudan a *predecir* el crecimiento a largo plazo, estimando la siguiente regresión de panel:

$$g_{it} = \beta' X_{it-1} + \gamma' U_{it} + \epsilon_{it}, \quad (5.1)$$

donde los subíndices i y t denotan el país y la década, respectivamente, g denota el crecimiento anual promedio del PIB per cápita a lo largo de la década (el panel cubre el período de 1970 a 2010) en cada país. X contiene valores iniciales (predeterminados) de indicadores de diversificación y/o complejidad. U contiene la constante, los efectos fijos y varias variables de control. Las variables de control incluyen diversas variables predeterminadas vinculadas con el crecimiento per cápita a largo plazo (como la esperanza de vida, el capital humano, la proporción que representa la agricultura en el valor agregado total y el régimen político) y algunas variables contemporáneas promediadas a lo largo de la década, que podrían tratarse como variables exógenas (por ejemplo, términos de intercambio

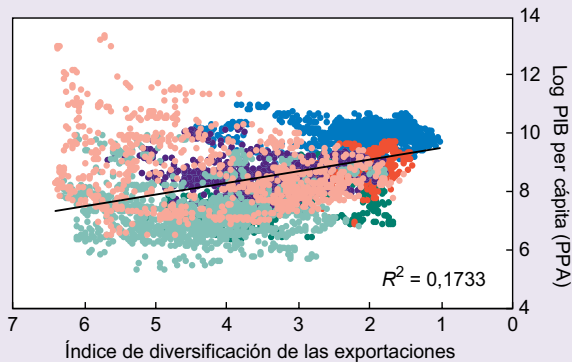
⁵Las dotaciones de recursos naturales son un factor determinante significativo del ingreso nacional, cuyos efectos se manifiestan a través de canales específicos, como la calidad de la gestión de recursos, la capacidad de mitigar la maldición de los recursos naturales y el historial de shocks a los términos de intercambio.

Gráfico 5.3

Diversificación de las exportaciones, complejidad económica y PIB per cápita

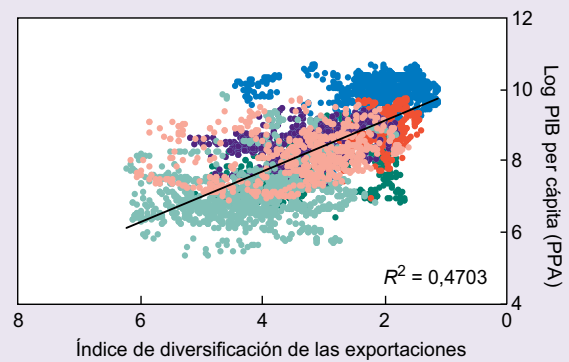
Diversificación de exportaciones y PIB per cápita, 1970–2010

- Economías avanzadas
- Europa emergente y en desarrollo
- África subsahariana
- ALC
- Asia emergente y en desarrollo
- Otros



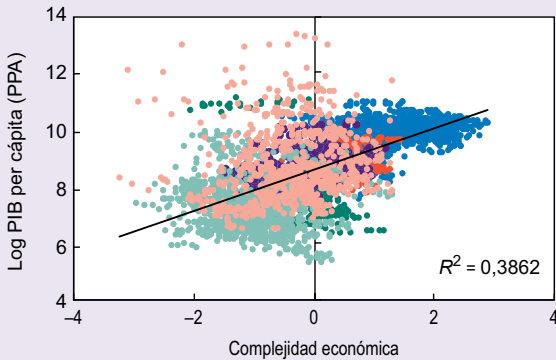
Diversificación de exportaciones y PIB per cápita: Excluidos países ricos en petróleo, 1970–2010¹

- Economías avanzadas
- Europa emergente y en desarrollo
- África subsahariana
- ALC
- Asia emergente y en desarrollo
- Otros



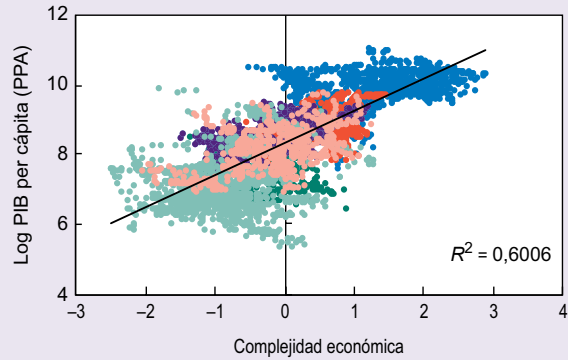
Complejidad económica y PIB per cápita, 1970–2010

- Economías avanzadas
- Europa emergente y en desarrollo
- África subsahariana
- ALC
- Asia emergente y en desarrollo
- Otros



Complejidad económica y PIB per cápita: Excluidos países ricos en petróleo, 1970–2010

- Economías avanzadas
- Europa emergente y en desarrollo
- África subsahariana
- ALC
- Asia emergente y en desarrollo
- Otros



Fuentes: Hausmann *et al.* (2014); FMI, informe WEO; FMI (2014d); Penn World Tables 8.0, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe. La muestra incluye 137 países cuyas exportaciones totales en 2013 ascienden al menos a US\$1.000 millones.

¹Solo se incluyen los países cuyas exportaciones de petróleo como porcentaje del PIB son inferiores al 10%.

y grado de dependencia de las materias primas). denota el término de error⁶.

Ampliamos el análisis de Hausmann *et al.* (2014) contemplando especificaciones que incluyen complejidad y, simultáneamente, varias dimensiones de condiciones iniciales vinculadas con el crecimiento a largo plazo, como variables demográficas, capital humano, intensidad de uso del capital, composición sectorial, apertura, régimen político y desarrollo social. También tenemos en cuenta como variables la inestabilidad macroeconómica, pendientes de complejidad específicas de ALC y la heterogeneidad específica no observada de la región. Este conjunto integral de variables de control nos permite evaluar de manera más robusta si (y en qué medida) la diversificación y la complejidad son importantes para el crecimiento, lo que podemos utilizar luego para arrojar luz sobre la situación actual en ALC.

Utilizando una muestra de 103 países correspondiente al período 1970–2010, confirmamos que los niveles iniciales de diversificación y complejidad son robustos al momento de predecir el crecimiento promedio a largo plazo del PIB real per cápita, lo que guarda coherencia con lo planteado en Hausmann *et*

⁶Como vincula el crecimiento promedio del período solo con variables predeterminadas y posiblemente exógenas, la especificación minimiza el riesgo de simultaneidad. Sin embargo, el estadístico R cuadrado sigue siendo bastante alto. Las regresiones también incorporan efectos fijos de tiempo y errores estándar que son robustos ante la agrupación a nivel de los países. Los resultados se mantienen en gran medida iguales si se incorporan coeficientes de pendiente específicos de ALC sobre diversidad/complejidad. Los resultados siguen cumpliéndose si se agregan efectos fijos específicos de la región y, en algunas especificaciones, con efectos fijos por país. Dicho eso, el panel tiene una dimensión temporal acotada (cuatro décadas, en el mejor de los casos), por lo que el alcance para concentrarse en la variación dentro de cada país es limitado, y los efectos fijos a nivel de los países probablemente eliminan gran parte de la heterogeneidad vinculada con los distintos niveles de diversidad/complejidad en la que se concentra la estimación. Así, nuestra especificación de preferencia incluye efectos fijos de región y de tiempo y de un conjunto de controles extendido para minimizar el riesgo de sesgo por variable omitida mientras se explora la variación entre los países.

al. (2014) (cuadro A5.1)⁷. Esencialmente, las economías más complejas y más diversificadas tienden a registrar un mayor crecimiento del PIB per cápita en promedio en la década siguiente, *ceteris paribus*.

La variación de los niveles de complejidad en los países de ALC puede explicar diferencias de hasta un punto porcentual entre las tasas de crecimiento per cápita anuales, según se analiza en la próxima sección. Aunque la mayoría de las variables de regresión están predeterminadas, la ecuación explica un 50–55 por ciento de la variación total de los resultados en términos de crecimiento. En general, los indicadores de complejidad (ECI y COI) son más eficaces al momento de predecir el crecimiento a largo plazo que el DIV, lo que destaca el contenido predictivo adicional de las variables de intensidad de conocimiento y capacidades.

A fin de aclarar más el vínculo entre la complejidad y el desarrollo económico, también incluimos un indicador de distancia que refleja hasta qué punto el PIB per cápita de un país se desvía del nivel proyectado por la complejidad⁸. Los resultados sugieren que los países tienden a registrar un crecimiento más bajo si su nivel inicial de ingreso es “demasiado alto” para su nivel de complejidad. Esta conclusión se alinea bien con los nuevos datos empíricos presentados sobre reversión del crecimiento a la media en Pritchett y Summers (2014).

Consecuencias para las perspectivas de crecimiento en ALC

Varios países de esta región registraron un descenso en sus niveles de diversificación y complejidad en los últimos años, incluyendo economías grandes o de crecimiento rápido, como Brasil, México, Chile y Perú (gráfico 5.4). Esto refuerza la preocupación en

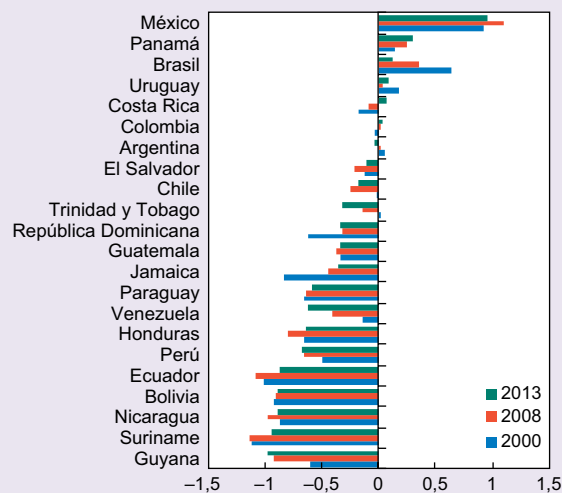
⁷Otros estudios empíricos también muestran un impacto positivo de la diversificación de exportaciones sobre el crecimiento. Véanse Al-Marhubi (2000), Lederman y Maloney (2003) y Agosin (2007).

⁸Calculado como los valores residuales (respecto de los valores ajustados) de una regresión que relaciona los niveles de PIB con la diversificación/complejidad y un indicador de dependencia de las materias primas; véase Rodrigues Bastos y Wang (de próxima publicación).

Gráfico 5.4

Índice de complejidad económica (ECI)

(Índice, promedio móvil de 5 años)

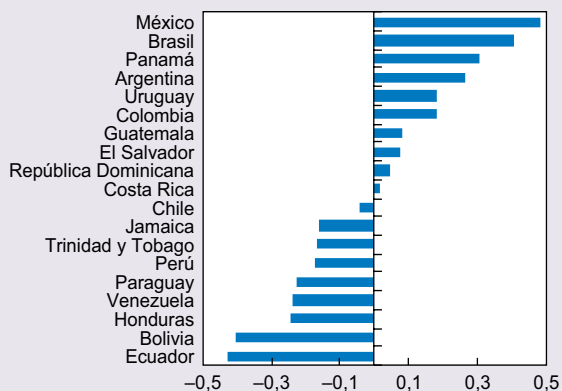


Fuentes: Hausmann *et al.* (2014); FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 5.5

Impacto neto sobre tasas de crecimiento del PIB per cápita proyectadas: Complejidad propia vs. con promedio de ALC

(Puntos porcentuales, promedios anuales)



Fuente: Rodríguez Bastos y Wang (de próxima publicación).

Nota: ALC = América Latina y el Caribe.

torno a las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la región.

Sobre la base de los resultados econométricos de la sección anterior, podemos cuantificar la contribución a las proyecciones de crecimiento a largo plazo atribuibles a la diversificación y la complejidad. A tal fin, utilizamos nuestras estimaciones de la ecuación (5.1) y realizamos proyecciones de un pronóstico de

crecimiento condicionado para el período 2011–21, basadas en los valores más recientes de las variables explicativas (predeterminadas)⁹. La heterogeneidad entre los países de ALC puede resumirse comparando la tasa de crecimiento proyectada para cada país, dado su puntaje de complejidad actual, con una tasa de crecimiento hipotética basada en el valor promedio de complejidad de ALC.

Los resultados muestran diferencias considerables entre los países (gráfico 5.5)¹⁰. Según el modelo, México, el país de la región con el mayor puntaje de complejidad económica de la muestra, registrará un crecimiento del PIB per cápita casi 0,5 puntos porcentuales más rápido en promedio por año en la próxima década que el que registraría de tener el promedio de complejidad de ALC. En el otro extremo del espectro, Ecuador registraría un crecimiento aproximadamente 0,4 puntos porcentuales más rápido si su puntaje de complejidad coincidiera con el promedio de ALC.

También analizamos hasta qué punto los pronósticos de crecimiento del PIB per cápita serían más rápidos o más lentos si los puntajes de complejidad específicos del país se reemplazaran con los valores registrados 10 años antes (gráfico 5.6, eje vertical). Los resultados muestran que la evolución reciente de la complejidad representa un obstáculo para el crecimiento del PIB per cápita proyectado para la mayoría de los países de ALC: hasta 0,2 puntos porcentuales en los casos de Trinidad y Tobago y Venezuela. Por otro lado, algunos países se beneficiaron de una dinámica de complejidad favorable en la última década, en especial, Jamaica, Panamá y la República Dominicana.

Los resultados econométricos también destacan la importancia de otras variables predeterminadas. Por ejemplo, un nivel más alto de los coeficientes de dependencia iniciales se vincula unívocamente

⁹Es un pronóstico fuera de la muestra, pero que utiliza valores conocidos para las variables predeterminadas. Como nos concentramos en el impacto neto de los distintos valores de las variables predeterminadas, los valores de las variables contemporáneas promediados en las distintas décadas no importan.

¹⁰Sobre la base de las proyecciones promedio de los modelos estimados (I), (III) y (V), mostrados en el cuadro A5.1.

con una tendencia menor de crecimiento del PIB per cápita¹¹. Aunque las perspectivas demográficas a corto plazo siguen siendo favorables para ALC, en algunos países se esperan aumentos significativos de sus tasas de dependencia en las próximas décadas. Nuestras estimaciones implican, por ejemplo, que el crecimiento del PIB per cápita anual en Brasil y Chile registraría una desaceleración de 0,2 y 0,5 puntos porcentuales respectivamente, debido a la dinámica proyectada para sus tasas de dependencia entre 2020 y 2030¹². Además, los resultados confirman la importancia de contar con marcos de política económica sólidos: cada año de inestabilidad macroeconómica (que se define como un nivel de inflación anual superior al 30%) puede representar una reducción acumulada de 2 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB per cápita a lo largo de una década.

¿Qué políticas pueden promover la complejidad y la diversificación?

Estudios recientes respaldan la idea de que la infraestructura, la educación y la apertura del mercado son clave para inducir un mayor nivel de sofisticación en las exportaciones y la producción. Dadas las deficiencias estructurales en ALC, el progreso sostenido en estas áreas tendría que ser una prioridad.

En Daude, Nagengast y Perea (2014) se analizan algunos factores que, a priori, podrían tener un efecto positivo sobre la complejidad económica, y se identifican la disponibilidad de energía, la educación terciaria y la inversión extranjera directa (IED) como las variables más importantes¹³. Algunos

¹¹Algunos de los canales analizados en la bibliografía son la oferta de mano de obra, los ahorros y los costos fiscales asociados con el envejecimiento; véase un análisis en Bloom, Canning y Fink (2011).

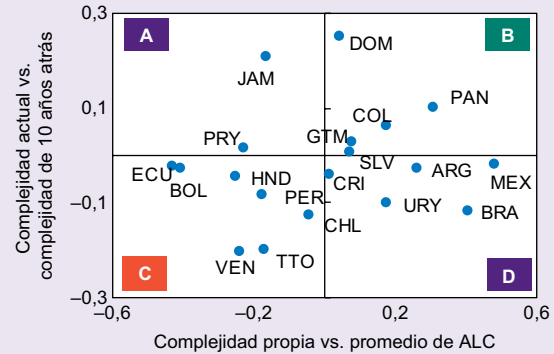
¹²Las proyecciones demográficas se toman de *World Population Prospects* de 2012 de Naciones Unidas.

¹³En la edición de mayo de 2015 de *Perspectivas Económicas Regionales: Asia y el Pacífico* se utiliza una metodología similar a la empleada en Daude, Nagengast y Perea (2014), donde se identifica la apertura comercial y la calidad institucional que tienen un importante efecto sobre la complejidad. Además, concluye que la distancia geográfica respecto de los mercados y el tamaño del Estado tienen una correlación negativa con la complejidad.

Gráfico 5.6

Impacto neto de variables de complejidad sobre tasas de crecimiento del PIB per cápita proyectadas

(Puntos porcentuales, promedios anuales)



Fuente: Rodrigues Bastos y Wang (de próxima publicación).

Nota: ALC = América Latina y el Caribe. A: menos complejidad que el promedio de ALC, complejidad en aumento; B: más complejidad que el promedio de ALC, complejidad en aumento; C: menos complejidad que el promedio de ALC, complejidad en descenso; D: más complejidad que el promedio de ALC, complejidad en descenso.

estudios sobre las cadenas de valor globales señalan que la mayor participación en redes de producción complejas exige una infraestructura de transporte y de logística de respaldo, además de sistemas de modernos de TCI (Tecnologías de Comunicación e Información) (véase Blyde, 2014). Estos resultados son coherentes con las correlaciones simples entre la complejidad económica y los diversos componentes del Índice de Competitividad Global del Foro Económico Mundial (gráfico 5.7)¹⁴.

Con un papel similar al de los flujos de IED, se ha destacado hace ya algún tiempo que la apertura comercial es una fuente de efectos de propagación de conocimientos y aprendizaje para las economías en desarrollo, la cual podría contribuir a la diversificación

¹⁴El ranking de los coeficientes de correlación (gráfico 5.7) permanece prácticamente igual si se toma en cuenta el efecto común del nivel del PIB per cápita en los componentes de ECI y GCI. De acuerdo a estas correlaciones, las políticas macroeconómicas sólidas no parecen ser suficientes para incrementar la complejidad, mientras que los resultados de las regresiones indican que la inestabilidad macroeconómica (o las crisis) perjudican el crecimiento a largo plazo.

Gráfico 5.7

Correlación entre los componentes del GCI y el ECI, 2006–13*(Coeficiente de correlación)*

Fuentes: Hausmann *et al.* (2014); Foro Económico Mundial (2014), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ECI = índice de complejidad económica; GCI = indicador de competitividad global.

¹Macroeconomía: balance presupuestario público, ahorro nacional, inflación, deuda pública, calificación crediticia del país.

económica. Desde la publicación de Melitz (2003), hubo estudios que enfatizan el papel de una mayor exposición al comercio al momento de destinar los recursos a las empresas más productivas, incluso dentro de industrias con definiciones muy acotadas, lo que mejora la eficiencia de asignación general en la economía.

Existe un camino más polémico, relacionado con políticas de desarrollo discrecionales. Actualmente, hay una falta de evidencia empírica convincente que respalde la idea de ampliar las políticas de este tipo en la región.

En Hausmann *et al.* (2014) se destaca que no hay una correspondencia simple entre las políticas económicas y el aumento de la complejidad. Así, los autores recomiendan que las autoridades busquen soluciones específicas según el contexto, aprovechando las capacidades productivas existentes del país para promover la diversidad y la complejidad. Este enfoque no establece medidas de política específicas, pero ha ayudado a reactivar el interés en las políticas de desarrollo discrecionales, incluso al nivel sectorial. En este contexto, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID, 2014) planteó recientemente un marco para la elaboración de una nueva generación

de estrategias de desarrollo y de principios que promuevan intervenciones de política prudentes¹⁵.

Sin embargo, es aconsejable proceder con cautela. El entendimiento sistemático de los costos y riesgos asociados con las políticas discrecionales es aún limitado. También es necesario evaluar los ejemplos satisfactorios de “políticas industriales” tomando en cuenta el gran número de fracasos aparentes —en especial aquellos que forman parte de la propia historia económica de ALC— y ponerlos en el contexto pertinente. En particular, aunque los ejemplos exitosos históricos de Corea, la provincia china de Taiwan y Singapur muestran cierto nivel de políticas discrecionales, esas políticas se incorporaron a una estrategia más amplia de impulso de la competitividad internacional. Además, se respaldaron con políticas estructurales eficaces destinadas a desarrollar el capital humano y promover el ahorro interno; véanse Banco Mundial (2008) y UNCTAD (2003).

Por último, los aumentos en términos de complejidad no son suficientes para generar un crecimiento sólido, como lo demuestran los ejemplos históricos de Brasil y de México. En general, algunos factores de compensación y riesgos de ejecución, como la inestabilidad macroeconómica y la captura política y “rent-seeking”, son un recordatorio de los riesgos asociados con las políticas de desarrollo discrecionales y de la calidad institucional que exigen para que puedan ser exitosas¹⁶.

La complejidad, desde una perspectiva positiva, ofrece una herramienta útil para caracterizar las ventajas comparativas de un país, las cuales, a su vez, pueden ser utilizadas en el diseño de políticas económicas de alto impacto.

Utilizando el concepto de complejidad, en Hausmann *et al.* (2014) se desarrolla un mapa que indica en qué

¹⁵En BID (2014) se destaca la importancia de un enfoque disciplinado que exige definir claramente 1) cuál es la falla del mercado subyacente que se intenta abordar, 2) cómo responde la solución propuesta a la falla en cuestión y 3) si las instituciones son capaces de ejecutar la solución como se pretende.

¹⁶Además, el crecimiento en la complejidad que sea fundamentalmente dependiente de la protección de los mercados domésticos —como las estrategias históricas de sustitución de la importación en ALC— sería naturalmente más susceptible a una reversión de la complejidad.

medida son similares los bienes entre sí en términos del conocimiento productivo que exigen¹⁷. Así, en cada país, es posible poblar el mapa utilizando datos de exportaciones detallados, lo que revela la ventaja comparativa del país en términos de conocimiento a nivel de los productos.

Este ejercicio muestra, por ejemplo, que Brasil y México tienen margen para lograr mejoras más inmediatas de conocimiento en un amplio espectro de productos. Otros países están más limitados a áreas específicas (por ejemplo, a los productos relacionados con el rubro textil o al procesamiento de alimentos). También existen países en los que es más difícil lograr mejoras de conocimiento, dadas las capacidades productivas existentes (en general, las economías petroleras).

Esta información puede ser útil para las autoridades. Podría ser valiosa al momento de decidir las prioridades de reformas en áreas como la educación o la apertura al mercado de un país, o al negociar tratados de comercio e inversión con otros países. Puede también revelar áreas en las que es especialmente improbable que el uso de recursos públicos genere complejidad, dada una base de conocimiento débil. Por último, puede ayudar a filtrar los casos en los que las externalidades son especialmente costosas para un país, dadas sus ventajas comparativas (por ejemplo, investigación y desarrollo en ciertos productos agrícolas, normas y certificaciones en la industria de procesamiento de alimentos), lo que posiblemente facilite y oriente el diseño de políticas¹⁸.

Conclusiones e implicancias de políticas

La complejidad es importante para el crecimiento, pero no basta con solo elevar su nivel. Las condiciones iniciales en términos de diversificación y complejidad económica tienen una relación sólida con un mayor crecimiento

a largo plazo. Aunque los beneficios potenciales de aumentar la complejidad pueden ser importantes, es fácil que se vean contrarrestados por deficiencias en otras áreas. En particular, las transiciones demográficas proyectadas para algunos países de ALC en las próximas décadas, o la aparición de nuevos episodios de inestabilidad macroeconómica, pueden reducir de manera significativa el crecimiento a largo plazo. En relación con lo segundo, las bajas tasas de ahorro interno en ALC se destacan como un factor persistente en la vulnerabilidad de la región a los shocks externos, el cual genera importantes fluctuaciones en los tipos de cambio reales y mayores riesgos de crisis macroeconómicas.

El progreso firme en términos de reformas estructurales sigue siendo una prioridad, y es indispensable para mejorar de manera sostenible la complejidad en ALC. Un interés renovado en las políticas de desarrollo discrecionales debería tomarse con cautela. El hecho de que los países de esta región sigan rezagados en muchas áreas de políticas de vital importancia asociadas con la complejidad económica (la infraestructura, la educación, la apertura al mercado) resalta la necesidad constante de abordar deficiencias estructurales. Por otra parte, la ampliación de políticas discrecionales sigue plagada de riesgos, y se precisan más estudios para definir sus costos y beneficios.

Es preciso que los países evalúen integralmente cuáles son sus ventajas comparativas y el potencial de mejora del conocimiento, a fin de ejecutar reformas y políticas eficaces. Las tendencias recientes en los procesos de producción a nivel internacional acentúan las dificultades de evaluación en ALC, en especial en el caso de las economías de América del Sur, menos integradas con los mercados de Estados Unidos y sus cadenas de valor. En este contexto, es crucial que los países profundicen en la comprensión de sus propias ventajas comparativas, y que evalúen realísticamente sus posibilidades de obtener mejoras de conocimiento. La complejidad ofrece una perspectiva granular útil para esta pregunta, y puede ayudar en el diseño de políticas económicas, si se le complementa con otras dimensiones tradicionales (por ejemplo, la proximidad geográfica con los principales mercados, los costos de producción relativos y los acuerdos comerciales).

¹⁷Esto se conoce como “espacio de productos”, que puede consultarse en <http://atlas.cid.harvard.edu/>.

¹⁸Por ejemplo, en Rodrik (2004) se destaca el papel de la colaboración estratégica entre el sector privado y el gobierno orientada a revelar los obstáculos más importantes e identificar las soluciones de política eficaces.

Recuadro 5.1

Definición y medición de la complejidad económica

En Hidalgo y Hausmann (2009) y Hausmann *et al.* (2014) se aplica el concepto de complejidad para estudiar el desarrollo económico entre países. La complejidad económica de un país refleja no solo la disponibilidad de conocimiento productivo, sino también la calidad de las redes e interacciones subyacentes necesarias para combinar satisfactoriamente distintos conjuntos de información especializada. Como lo segundo no es observable, los autores proponen una manera indirecta de inferir la complejidad a partir de datos de comercio internacional.

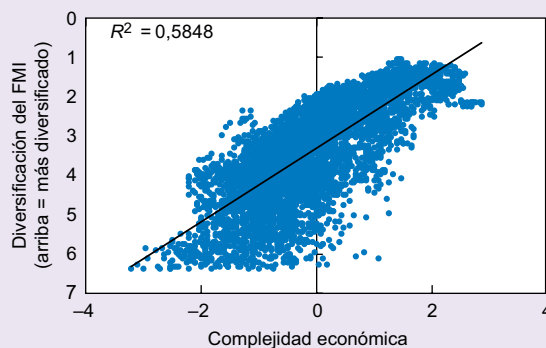
El índice de complejidad económica (ECI, por sus siglas en inglés) se basa en dos dimensiones clave: la *diversidad* y la *ubicuidad*. La primera dimensión es conceptualmente similar al índice de diversificación de las exportaciones (DIV, por sus siglas en inglés), pero se define como la cantidad de productos en los que el país muestra una ventaja comparativa (la proporción de las exportaciones de un producto específico de un país es mayor que la proporción de las exportaciones del mismo producto en el comercio mundial), y no en términos de concentración del valor de las exportaciones. Esto implica que el indicador de complejidad se ve relativamente menos afectado por los efectos de precio durante el boom de los precios de las materias primas, el cual representa una característica deseada.

La ubicuidad se define como la cantidad de países que fabrican un producto determinado. Otro indicador de complejidad utilizado en este capítulo es el índice de perspectivas de la complejidad (COI, por sus siglas en inglés), que captura la proximidad del país a bienes complejos sobre la base de sus capacidades productivas actuales. El COI mide la distancia respecto de productos que el país no exporta actualmente, utilizando el nivel de complejidad de esos productos como ponderación.

La idea general es que los países que exportan un espectro amplio de productos (diversificados), que a su vez son exportados por relativamente pocos países (ubicuidad baja), son más complejos. Los autores combinan diversidad y ubicuidad de manera iterativa para refinar el indicador general de complejidad del país a través de un algoritmo de red. De manera similar, es posible definir un indicador correspondiente de complejidad de los productos. La dimensión de ubicuidad introduce una diferencia conceptual importante respecto del concepto puro de diversificación de las exportaciones. Plantea un estándar más alto, ya que captura la capacidad del país para exportar bienes que exigen coordinar amplios volúmenes de conocimiento. El ECI, se determina en última instancia a partir de la complejidad de los productos que exporta el país, y, como se muestra a continuación, la complejidad de los productos no depende del sector al que pertenecen. El COI, a su vez, indica qué países están mejor posicionados para aumentar su complejidad, *ceteris paribus*, porque sus estructuras económicas actuales permiten realizar una diversificación a favor de más bienes nuevos y más complejos.

Gráfico 5.1.1

Complejidad y diversificación, 1970–2010

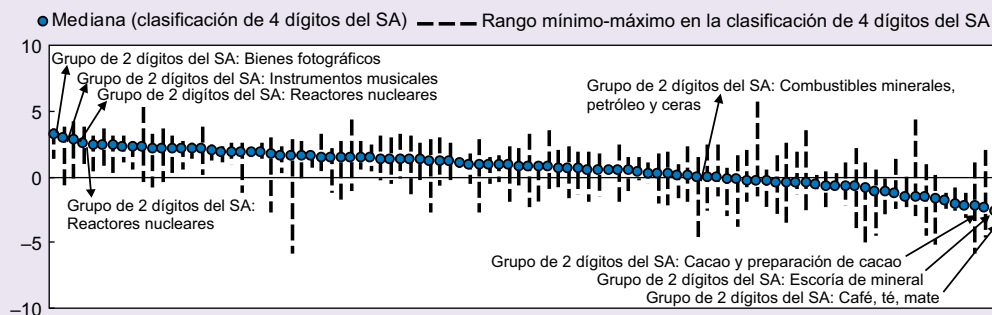


Fuentes: Hausmann *et al.* (2014) y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: La muestra incluye 137 países en los que las exportaciones totales de 2013 fueron de al menos US\$1.000 millones.

Gráfico 5.1.2

Puntaje de complejidad de productos

(Índice)



Fuentes: Hausmann *et al.* (2014) y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: SA = códigos del Sistema Armonizado.

Anexo 5.1. Resultados de la regresión

Cuadro A5.1. Determinantes de las tasas de crecimiento del PIB per cápita, promedios anuales

(Décadas de 1970–80, 1980–90, 1990–2000, 2000–10)

Variables	(I) ECI	(II) Pendiente ECI-LAC	(III) COI	(IV) Pendiente COI-LAC	(V) ECI-COI	(VI) ECI-COI-DIV	(VII) DIV	(VIII) Distancia COI-implícita
PIB inicial PC	-2,34 *** (0,45)	-2,37 *** (0,47)	-2,33 *** (0,44)	-2,35 *** (0,44)	-2,36 *** (0,45)	-2,41 *** (0,47)	-2,19 *** (0,42)	-1,72 *** (0,41)
Complejidad inicial (ECI)	1,38 ** (0,66)	1,22 * (0,69)			1,06 (0,64)	1,40 * (0,80)		
Pendiente de ECI específica de ALC		0,96 (1,58)						
Complejidad inicial (COI)			1,68 ** (0,84)	1,35 * (0,78)	1,22 * (0,62)	1,54 ** (0,76)		
Pendiente de COI específica de ALC				2,28 (1,92)				
Diversidad de las exportaciones inicial (DIV)						0,90 (0,90)	-1,31 ** (0,66)	
Distancia basada en COI inicial								-2,30 * (1,24)
Capital humano inicial	1,15 (0,92)	1,20 (0,93)	1,03 (0,91)	1,17 (0,93)	1,12 (0,91)	1,15 (0,91)	0,86 (0,87)	0,93 (0,87)
Intensidad en el uso de capital inicial	-0,33 (0,25)	-0,30 (0,27)	-0,35 (0,24)	-0,34 (0,25)	-0,31 (0,25)	-0,30 (0,26)	-0,37 (0,24)	-0,49** (0,21)
Coefficiente de dependencia inicial	-0,06 *** (0,01)	-0,06 *** (0,01)	-0,06 *** (0,01)	-0,06 *** (0,01)	-0,06 *** (0,01)	-0,06 *** (0,01)	-0,07 *** (0,01)	-0,08 *** (0,01)
Apertura inicial	0,04 (0,29)	0,04 (0,29)	0,06 (0,28)	0,12 (0,27)	0,04 (0,29)	-0,02 (0,30)	0,14 (0,31)	-0,02 (0,30)
Esperanza de vida inicial	0,07* (0,04)	0,07 * (0,04)	0,07 * (0,04)	0,07 * (0,04)	0,07 * (0,04)	0,07 * (0,04)	0,13 *** (0,02)	0,13 *** (0,02)
Proporción de agricultura inicial	-0,03* (0,02)	-0,03 * (0,02)	-0,03 * (0,02)	-0,03 * (0,02)	-0,03 * (0,02)	-0,04 ** (0,02)	-0,02 (0,02)	-0,02 (0,02)
Régimen político inicial	0,00 (0,03)	0,00 (0,03)	0,00 (0,03)	0,00 (0,03)	-0,01 (0,03)	-0,01 (0,03)	0,01 (0,02)	0,00 (0,02)
Exportaciones de energía sobre PIB	0,08 *** (0,02)	0,08 *** (0,02)	0,08 *** (0,02)	0,08 *** (0,02)	0,09 *** (0,02)	0,08 *** (0,02)	0,08 *** (0,02)	0,05 *** (0,01)
Exportaciones de metales sobre PIB	-0,02 (0,04)	-0,02 (0,04)	-0,02 (0,04)	-0,01 (0,05)	-0,01 (0,04)	-0,02 (0,04)	0,00 (0,04)	0,01 (0,04)
Exportaciones de otras materias primas sobre PIB	0,05 (0,04)	0,05 (0,04)	0,04 (0,04)	0,04 (0,04)	0,05 (0,04)	0,05 (0,04)	0,01 (0,04)	0,01 (0,04)
Crecimiento de términos de intercambio	0,08 ** (0,03)	0,08 ** (0,03)	0,08 ** (0,03)	0,08 ** (0,03)	0,08 ** (0,03)	0,08** (0,03)	0,08 ** (0,04)	0,08 ** (0,03)
Inestabilidad macroeconómica	-2,34 *** (0,58)	-2,38 *** (0,59)	-2,35 *** (0,57)	-2,37 *** (0,57)	-2,33 *** (0,58)	-2,37 *** (0,59)	-2,52 *** (0,62)	-2,70 *** (0,60)
Observaciones	333	333	333	333	333	332	334	324
R ²	0,52	0,52	0,51	0,52	0,52	0,52	0,48	0,51

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. Todas las regresiones incluyen efectos fijos en el tiempo y errores estándar agrupados por países. Las regresiones 1 a 6 incluyen efectos específicos de la región. Un mayor valor en las variables de complejidad económica (ECI y COI) denota un mayor valor de complejidad. Un mayor valor en la variable de diversificación de exportaciones (DIV) denota un menor nivel de diversificación. Un mayor valor de la distancia basada en el COI denota países con niveles de PIB per cápita mayores que el nivel que podría explicarse por su COI. Para un análisis más detallado véase Rodrigues Bastos y Wang (de próxima publicación).

Lista de abreviaturas de los países

Antigua y Barbuda	ATG	Guyana	GUY
Argentina	ARG	Haití	HTI
Bahamas	BHS	Honduras	HND
Barbados	BRB	Jamaica	JAM
Belice	BLZ	México	MEX
Bolivia	BOL	Nicaragua	NIC
Brasil	BRA	Panamá	PAN
Canadá	CAN	Paraguay	PRY
Chile	CHL	Perú	PER
Colombia	COL	República Dominicana	DOM
Costa Rica	CRI	Saint Kitts y Nevis	KNA
Dominica	DMA	Santa Lucía	LCA
Ecuador	ECU	San Vicente y las Granadinas	VCT
El Salvador	SLV	Suriname	SUR
Estados Unidos	USA	Trinidad y Tobago	TTO
Granada	GRD	Uruguay	URY
Guatemala	GTM	Venezuela	VEN

Referencias

- Adler, G., y S. Sosa, 2011, “Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom”, IMF Working Paper No. 11/283 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Adrian, T., R. K. Crump y E. Moench, 2013, “Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics*”, vol. 110, No. 1, octubre, págs 110–138.
- Agosin, M., 2007, “Export Diversification and Growth in Emerging Economies” Working Paper No. 233, Departamento de Economía, Universidad de Chile. Santiago.
- Aizenman, J., M.D. Chinn y H. Ito., 2008, “Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma’s Configurations Over Time”, NBER Working Paper 14533 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Al-Marhubi, F., 2000, “Export Diversification and Growth: An Empirical Investigation” *Applied Economics Letters*.
- Backus, D., P. Kehoe, P. y F. Kydland, 1994, “Dynamics of the Trade Balance and the Terms of Trade: The J-Curve?”, *The American Economic Review*, vol. 84, No. 1, págs. 84–103.
- Banco Interamericano de Desarrollo, 2014, *Rethinking Productive Development: Sound Policies and Institutions for Economic Transformation* (Washington, septiembre).
- Banco Mundial, 2008, “The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development”, Comisión para el Crecimiento y Desarrollo, Washington.
- _____, 2015, “Ease of Doing Business Database”. Disponible en: <http://www.doingbusiness.org/data>.
- Blanchard, O., C. Rhee, y L. Summers, 1994, “The Stock Market, Profit and Investment”, *Quarterly Journal of Economics*, 108(1), págs. 115–136.
- Bloom, D., D. Canning y G. Fink, 2011, “Implications of Population Aging for Economic Growth”, NBER Working Paper No. 16705 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Blyde, J., 2014, “Synchronized Factories: Latin America and the Caribbean in the Era of Global Value Chains”, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Borio, y Lowe, 2002, “Assessing the Risk of Banking Crises”, *BIS Quarterly Review*, diciembre, págs. 43–54.
- Caceres, C., y B. Gruss, de próxima publicación, “Commodity Price Swings: Fiscal and External Implications for Latin America”, IMF Working Paper, (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- _____, y L. Medina, de próxima publicación, “Measures of Fiscal Risk in Oil-Exporting Countries”, *Middle East Development Journal*.
- Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, 2010, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems* (Basilea: Diciembre).
- Daude, C., A. Nagengast y J.R. Perea, 2014, “Productive Capabilities: An Empirical Investigation of their Determinants”, OECD Development Centre Working Paper No. 321 (París: OECD Publishing).
- De La Torre, A., T. Didier y M. Pinat, 2014, “Can Latin America Tap the Globalization Up-side?”, World Bank Policy Research Working Paper No. 6837 (Washington: Grupo del Banco Mundial).
- Druck, P., y N. Magud, de próxima publicación, “Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Market’s Growth”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Erten, B., y J. A. Ocampo, 2013, “Super Cycles of Commodity Prices Since the Mid-Nineteenth Century”, *World Development*, vol. 44 (C), págs. 14–30.
- Fazzari, S., G. Hubbard y B. Petersen, 1998, “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*: 1 (Washington: Brookings Institution), págs. 141–195.
- _____, 2000, “Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales”, *The Quarterly Journal of Economics*, 115(2), págs. 695–705.
- Fernández, A., A. Gonzales y D. Rodríguez, 2014, “Sharing a Ride on the Commodities Roller Coaster: Common Factors in Business Cycles of Emerging Economies” mimeo.
- Fondo Monetario Internacional. 2013. *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).

- _____, 2014a, “Sustaining Long-Run Growth and Macroeconomic Stability in Low-Income Countries – The Role of Structural Transformation and Diversification”, IMF Policy Paper (Washington, marzo).
- _____, 2014b, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific* (Washington, abril).
- _____, 2014c, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).
- _____, 2014d, “The Diversification Toolkit: Export Diversification and Quality Databases”. Disponible en: <https://www.imf.org/external/np/res/difdimf/diversification.htm>.
- _____, 2014e, *Spillover Report* (Washington, junio).
- _____, 2014f, *Global Financial Stability Report* (Washington, octubre).
- _____, 2015a, *Global Financial Stability Report* (Washington, abril).
- _____, 2015b, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, abril).
- _____, 2015c, *Fiscal Monitor*, serie de Estudios económicos y financieros, Washington, abril.
- _____, 2015d, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific* (Washington, abril).
- Fornero, J., M. Kirchner y A. Yany, 2014, “Terms of Trade Shocks and Investment in Commodity-Exporting Economies”, Central Bank of Chile Working Paper (Santiago: Banco Central de Chile).
- Foro Económico Mundial, 2014, *2014–15 Global Competitiveness Report* (Ginebra, septiembre).
- Gilchrist, S., y C. Himmelberg, 1995, “Evidence on the Role of Cash Flow for Investment”, *Journal of Monetary Economics*, 36, págs. 541–572.
- Grigoli, F., A. Herman y K. Schmidt-Hebbel, 2014, “World Saving”, IMF Working Paper No. 14/204 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Gruss, B., 2014, “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”, IMF Working Paper No. 14/154 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Harrison, A., I. Love y M. McMillan, 2004, “Global Capital Flows and Financing Constraints”, *Journal of Development Economics*, 75, págs. 269–301.
- Hausmann, R., C. Hidalgo, S. Bustos, M. Coscia, S. Chung, J. Jiménez, A. Simoes y M. Yildirim, 2014, *The Atlas of Economic Complexity: Mapping Paths to Prosperity*, (Cambridge, Massachusetts: Universidad de Harvard, Centro de Desarrollo Internacional).
- Hayashi, F., 1982, “Tobin’s Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation”, *Econometrica*, 50(1), págs. 213–224.
- Hidalgo, C., y R. Hausmann, 2009, “The Building Blocks of Economic Complexity”, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 106(26), págs. 10570–10575.
- Jacks, D. S., 2013, “From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in the Long Run”, NBER Working Paper No. 18874 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kim, Don H., y J. H. Wright, 2005, “An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates”, Finance and Economics Discussion Series 2005–33, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos (Washington).
- Laframboise, N., N. Mwase, J. Park y Y. Zhou, 2014, “Revisiting Tourism Flows to the Caribbean: What is Driving Arrivals?”, IMF Working Paper No. 14/229 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Leahy, J., y T. Whited, 1996, “The Effects of Uncertainty on Investment: Some Stylized Facts”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 28, No. 1, págs. 64–83.
- Lederman, D., W. Maloney, 2003, “Trade Structure and Growth”. Policy Research Working Paper (Washington: Grupo del Banco Mundial).
- Magud, N., y S. Sosa, de próxima publicación, “Investment in Emerging Markets: We are not in Kansas Anymore... Or are We?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mejía, J., 2011, “Export Diversification, International Trade, and Economic Growth: A Survey of the Literature”, en *Contributions to Economics: Export Diversification and Economic Growth*, por J. Mejía (Heidelberg: Physica-Verlag).
- Melitz, M., 2003, “The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity”, *Econometrica*, vol. 71, No. 6, págs. 1695–1725.

- Moghadam, R., J. Ostry y R. Sheehy, 2011, “Assessing Reserve Adequacy”, IMF Policy Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional), febrero.
- Organización de las Naciones Unidas, 2012, “World Population Prospects” (Nueva York).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2014, *Programme for International Student Assessment* (París, febrero).
- Pritchett, L., y L. Summers, 2014, “Asiaphoria Meets Regression to the Mean”, NBER Working Paper No. 20573 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rodrigues Bastos, F. y K. Wang, de próxima publicación, “Long Run Growth in Latin America and the Caribbean: The Role of Economic Diversification and Complexity”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rodríguez, P., J. Morales y F. Monaldi, 2012, “Direct Distribution of Oil Revenues in Venezuela: A Viable Alternative?”, CGD Working Paper No. 306 (Washington: Centro para el Desarrollo Mundial).
- Rodrik, D., 2004, “Industrial Policy for the Twenty-First Century” (Cambridge, Massachusetts: Universidad de Harvard).
- Ross, K., y M. Tashu, de próxima publicación, “Investment Dynamics in Peru”, en *Peru: The Challenge of Managing Success*, editado por A. Santos (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Senhadji, A., 1998, “Dynamics of the Trade Balance and the Terms of Trade in LDCs: The S-curve”, *Journal of International Economics*, vol. 46, No. 1, págs. 105–131.
- Tornell, A., y F. Westermann, 2005, *Boom-Bust Cycles and Financial Liberalization* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- UNCTAD, 2003, “Investment and Technology Policies for Competitiveness: Review of Successful Country Experiences”, Technology for Development Series, UNCTAD/ITE/IPC/2003/2 (Nueva York: Organización de las Naciones Unidas).

Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, abril de 2014–marzo de 2015

IMF Working Papers

WP/14/67

Does Demand Volatility Lower Growth and Raise Inflation? Evidence from the Caribbean

Magda Kandil

WP/14/87

Central Bank Financial Strength in Central America and the Dominican Republic

Florencia Frantischek, Przemek Gajdeczka, Alexander Herman y Andrew Swiston

WP/14/115

Labor Market Issues in the Caribbean: Scope to Mobilize Employment Growth

Magda Kandil, Qiaoe Chen, Xin Li, Genevieve Lindow, Mario Mansilla, Joel Okwuokei, Marika Santoro, Jochen Schmittmann y Solomon Stavis

WP/14/121

Does Modeling Appropriate Fiscal Targets and Optimal Consolidation Paths for Resource-Rich Countries: The Case of Suriname

Daniel Kanda y Mario Mansilla

WP/14/124

What Is Behind Latin America's Declining Income Inequality?

Evridiki Tsounta y Anayochukwu Osueke

WP/14/125

Debt, Growth and Natural Disasters: A Caribbean Trilogy

Sebastián Acevedo

WP/14/154

After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean

Bertrand Gruss

WP/14/161

Measuring External Risks for Peru: Insights from a Macroeconomic Model for a Small Open and Partially Dollarized Economy

Fei Han

WP/14/163

Determinants of Banks' Net Interest Margins in Honduras

Koffie Ben Nassar, Edder Martínez y Anabel Pineda

WP/14/166

Financial Inclusion, Growth and Inequality: A Model Application to Colombia

Izabela Karpowicz

WP/14/167

News and Monetary Shocks at a High Frequency: A Simple Approach

Troy Matheson y Emil Stavrev

WP/14/204

World Saving

Francesco Grigoli, Alexander Herman y Klaus Schmidt-Hebbel

WP/14/217

Motives and Effectiveness of Forex Interventions: Evidence from Peru

Melesse Tashu

WP/15/10

Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of the Bon(d)anza

Fabiano Rodrigues Bastos, Herman Kamil y Bennett Sutton

WP/15/13

Governments' Payment Discipline: The Macroeconomic Impact of Public Payment Delays and Arrears

Cristina Checherita-Westphal, Alexander Klemm y Paul Viefers

WP/15/14

Output Gap Uncertainty and Real-Time Monetary Policy

Francesco Grigoli, Alexander Herman, Andrew Swiston y Gabriel Di Bella

WP/15/26

Drivers of Peru's Equilibrium Real Exchange Rate: Is the Nuevo Sol a Commodity Currency?

Melesse Tashu

WP/15/30

Energy Subsidies in Latin America and the Caribbean: Stocktaking and Policy Challenges

Gabriel Di Bella, Lawrence Norton, Joseph Ntamatungiro, Sumiko Ogawa, Issouf Samake y Marika Santoro

WP/15/45

Made in Mexico: Energy Reform and Manufacturing Growth

Jorge Álvarez y Fabián Valencia

WP/15/77

Investing in Emerging Markets: We Are Not in Kansas Anymore... Or Are We?

Nicolás Magud y Sebastián Sosa

Selected Issues Papers

Belice

- *Where Do We Stand on Efforts to Strengthen Belize's Financial Sector?*
Jacques Bouhga-Hagbe, Joel Okwuokei y Kristine Vitola
- *Belize—Toward a Fiscally Sustainable Wage Negotiation Framework*
Jacques Bouhga-Hagbe y Marcio Ronci

Canadá

- *Canada's Non-Energy Exports: Assessment of Post-Crisis Growth Performance*
Minsuk Kim

- *Neutral Rate of Interest in a Small Open Economy: The Case of Canada*
Andrea Pescatori
- *Anchoring Sustainable Fiscal Policy: A New Fiscal Rule in Canada*
Tidiane Kinda

Chile

- *Why Foreign Ownership of Locally Issued Sovereign Bonds is So Low in Chile*
Yi Wu
- *Chile's Experience with Inclusive Growth*
Elif Ture
- *Chile's Tax System and the 2014 Tax Reform*
Daniel Rodríguez-Delgado y Roberto Schatan
- *Chilean Banks' Loan to Deposits Ratio*
Nicolás Arregui
- *Chile's Insurance Sector*
Nicolás Arregui

Colombia

- *Assessing Spillover Risks*
Pablo Morra, Mauricio Ruiz, Carlos Goes y Eugenio Cerutti
- *Colombia's Fiscal Rule and Adjustment in the Context of Resource Wealth*
Leonardo Martínez y Martín Wachs
- *Recent Performance of Colombia's Manufacturing Sector: Exchange Rate or Structural?*
Naomi Griffin, en colaboración con la Superintendencia de Sociedades de Colombia
- *Selected Financial Sector Issues*
Izabela Karpowicz y Mohamed Norat
- *Financial Inclusion, Growth, and Inequality: A Model Application to Colombia*
Izabela Karpowicz

Costa Rica

- *Selected Real Sector Issues*
Patrick Blagrove, José Pablo Valdés y Joyce Wong
- *Cross-Border Linkages and Spillovers*
Patrick Blagrove, Eugenio Cerutti, Ewa Gradzka, Anna Ivanova, Rodrigo Mariscal y Jaume Puig-Forné
- *Assessing Fiscal Vulnerability and Medium-Term Sustainability*
Jaume Puig-Forné, Lennart Erickson y Anna Ivanova.
- *The Central Bank's Net Worth*
Jorge Restrepo y Evelyn Muñoz

- *Monetary Policy and Inflation*
Rodrigo Mariscal, Anna Ivanova y Joyce Wong
- *Transition to a Flexible Exchange Rate: Lessons from Past Experience*
Lennart Erickson, Anna Ivanova y Jorge Restrepo
- *Financial Sector Issues*
Anna Ivanova, Jaume Puig-Forné y Jorge Restrepo

El Salvador

- *Assessing Potential Output*
Iulia Teodoru
- *Fostering Diversification and Integration*
Iulia Teodoru
- *Investment Drivers in Central America: An Application to El Salvador*
Joyce Wong y Heba Hany

Estados Unidos

- *Recent U.S. Labor Participation Dynamics: Reversible or Not?*
Ravi Balakrishnan, Mai Dao, Juan Solé y Jeremy Zook
- *U.S. Total Factor Productivity Slowdown: Evidence from the United States*
Roberto Cardarelli y Lusine Lusinyan
- *Monetary Policy Communication and Forward Guidance*
Tim Mahedy, Jarkko Turunen y Niklas Westelius
- *The Operational Framework for Monetary Policy*
Darryl King y Simon Gray
- *Fiscal Risks and Borrowing Costs in State and Local Governments*
Madelyn Estrada, Deniz Igan y Dinah Knight.

Guatemala

- *Assessing Potential Output*
Iulia Teodoru
- *Cross-Border Linkages and Spillovers*
Eugenio Cerutti, Ewa Gradzka, Anna Ivanova, Rodrigo Mariscal y Jaume Puig-Forné
- *The Effect of U.S. Tapering*
Patrick Blagrove, Anna Ivanova, Keiko Honjo y Jaume Puig-Forné
- *Fiscal Sustainability Assessment*
Lennart Erickson

- *Monetary Policy Stance*
Jaume Puig-Forné

México

- *The Impact of Mexico's Energy Reform on Hydrocarbons Production*
Phil De Imus
- *Made in Mexico: The Energy Reform and Manufacturing Output*
Fabián Valencia y Jorge Alvarez
- *Capital Flow Volatility and Investor Behaviour In Mexico*
Jianping Zhou, Han Fei y Jasmine Xiao

Paraguay

- *Global and Regional Spillovers: How Important for Paraguay?*
Xin Xu
- *Debt Sustainability, Cyclical Stabilization, and the Fiscal Responsibility Law—A Simulation Exercise*
Alejandro Guerson
- *Informality in Paraguay: Macro-Micro Evidence and Policy Implications*
Mauricio Vargas
- *Financial Deepening, Growth, and Inequality*
Camila Pérez

Suriname

- *Modeling Demand Responses to Policies and Shocks: An Application to Suriname*
Kalin Tintchev
- *Fostering Sustainable and Inclusive Growth in Suriname*
Kalin Tintchev
- *What Does Ms. Muffet Tell us About the Macro-Financial Situation in Suriname?*
Qiaoe Chen
- *Fiscal Sustainability and Aging Pressures in Suriname*
Hye Sun (Marie) Kim

Uruguay

- *Inclusive Growth: The Tale of Uruguay*
Elif Ture
- *How Will the Normalization of U.S. Monetary Policy Affect Uruguay?*
Diva Singh y Yulia Ustyugova

annualized percent change

Financial and Economic Indicators

