

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas
Desafíos crecientes

.....



ABR
14

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Desafíos crecientes



ABR 14

©2014 International Monetary Fund
Edición en español ©2014 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: 978-1-48434-612-9 (edición impresa)

ISBN: 978-1-47552-719-3 (edición digital)

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

International Monetary Fund Publication Services

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

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

Correo electrónico: publications@imf.org

www.imf.org

www.elibrary.imf.org

Índice

Prefacio	v
Resumen ejecutivo	vii
1. Estados Unidos, Canadá y el mundo: Perspectivas y desafíos de política	1
El contexto mundial: Se afianza el crecimiento, pero persisten los riesgos a la baja	1
Estados Unidos: La recuperación gana terreno y mantendrá su ímpetu	3
Canadá: El desafío de reequilibrar el crecimiento	7
2. Perspectivas y desafíos de política económica para América Latina y el Caribe	15
Panorama general	15
Economías financieramente integradas	17
Otros países exportadores de materias primas	23
América Central, Panamá y la República Dominicana	25
El Caribe	27
Apéndice 2.1. Aclaración acerca de los datos de Argentina	39
3. El impacto de la normalización de la política monetaria estadounidense en América Latina y el Caribe	43
Introducción	43
Canales de transmisión	43
Sensibilidad del rendimiento de los bonos a shocks monetarios estadounidenses	47
Perspectiva de los flujos de capital	51
Resultados ilustrativos a partir de un modelo macroeconómico	53
Implicancias de políticas	54
4. Después del boom: Precios de las materias primas y crecimiento económico en América Latina y el Caribe	55
Introducción	55
El boom de las materias primas en ALC y su desenlace	55
Crecimiento en ALC tras el boom de las materias primas	58
Apéndice 4.1. Detalles técnicos	62
5. ¿Se ha tornado más contracíclica la política fiscal en América Latina?	65
Introducción	65
Metodología	65
Resultados de la regresión	67
La calidad de la política fiscal	69

Conclusión	70
Apéndice 5.1. Resumen de trabajos empíricos	71
Lista de abreviaturas de los países	73
Referencias	75
Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental	78
Recuadros	
1.1 Tendencias recientes en la fuerza laboral de Estados Unidos: El papel de la población hispana	10
1.2 Auge de la energía no convencional en América del Norte: Consecuencias y desafíos macroeconómicos	12
2.1 El pulso financiero: Apalancamiento y capacidad de servicio de la deuda empresarial en América Latina	31
2.2 Posibles efectos “derrame” originados en Argentina y Venezuela	33
2.3 Subsidios a la energía en América Latina y el Caribe	36

Prefacio

La edición de abril de 2014 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Dora Iakova y Andre Meier, bajo la dirección general de Alejandro Werner y la supervisión de Miguel Savastano. El equipo estuvo integrado por Bertrand Gruss, Alexander Klemm, Nicolás E. Magud, Anayo Osueke, Carlos Rondón, Sebastián Sosa y Ben Sutton. Además, Deniz Igan y Lusine Lusinyan contribuyeron al capítulo 1; Anna Ivanova y Bogdan Lissovlik contribuyeron al capítulo 2. Gabriel Di Bella, Fabiano Rodrigues Bastos y Juan Solé contribuyeron con los recuadros. Patricia Delgado Pino y David Hidalgo colaboraron en la producción; Joanne Johnson, del Departamento de Comunicaciones, editó el manuscrito y coordinó la producción con la asistencia de Martha Bonilla y Katy Whipple. La versión en español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués de los Servicios Lingüísticos del FMI. Este informe refleja la evolución de los acontecimientos y proyecciones del personal técnico del FMI hasta fines de marzo de 2014.

Resumen ejecutivo

La actividad económica mundial se fortaleció en el segundo semestre de 2013 y se prevé que mejore aún más en 2014, impulsada por una recuperación más rápida en las economías avanzadas. Se proyecta que el crecimiento mundial aumente de 3 por ciento en 2013 a levemente por encima del 3½ por ciento en 2014, y a casi 4 por ciento en 2015. El nivel de actividad en las economías avanzadas será impulsado por una reducción de la consolidación fiscal, excepto en Japón, y por condiciones monetarias aún muy relajadas. Por otra parte, el crecimiento en las economías de mercados emergentes probablemente seguirá siendo moderado, debido a condiciones financieras más restrictivas y debilidades de origen interno en ciertos casos. Los riesgos en torno a las perspectivas han disminuido en alguna medida, pero continúan inclinándose a la baja, debido entre otras causas a crecientes riesgos geopolíticos.

En este contexto, se prevé que el nivel de actividad económica en América Latina y el Caribe continúe creciendo a un ritmo lento en 2014. Se espera que la recuperación más rápida en Estados Unidos y otras economías avanzadas impulse el crecimiento de las exportaciones, aunque la estabilización o incluso caída de los precios mundiales de las materias primas y los mayores costos de financiamiento externo probablemente afecten la demanda interna. Probablemente persistan cuellos de botella del lado de la oferta en varias economías, debido a la sostenida desaceleración de la inversión. En general, se proyecta que el crecimiento regional sea de 2½ por ciento en 2014, menor al 2¾ por ciento observado en 2013 y muy por debajo de las relativamente elevadas tasas de crecimiento de 2010–12. Se proyecta un repunte moderado, al 3 por ciento, para 2015.

Más que de costumbre, las cifras agregadas de crecimiento encubren dinámicas divergentes en las economías más grandes de la región. Se espera un repunte del crecimiento en México, gracias a la aceleración de la recuperación económica de Estados Unidos y a la normalización de algunos factores internos. En Brasil, se prevé que la actividad se mantenga moderada, ya que el bajo nivel de confianza empresarial continúa afectando a la inversión privada. Argentina y Venezuela enfrentan perspectivas de crecimiento difíciles, vinculadas a importantes desequilibrios macroeconómicos y a políticas distorsivas. Para la región en su conjunto, las perspectivas permanecen ensombrecidas por riesgos a la baja, que incluyen posibles nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros y una caída más pronunciada de lo previsto de los precios de las materias primas. Las débiles posiciones fiscales representan una importante vulnerabilidad interna en muchas economías, especialmente en América Central y el Caribe.

- En las *economías financieramente integradas*, el producto se encuentra en general cercano a su potencial, los mercados de trabajo se mantienen apretados y los déficits en cuenta corriente externa han aumentado. Ante este panorama sería adecuado adoptar una política fiscal neutra, aunque en países con finanzas públicas más débiles o grandes déficits externos sería conveniente aplicar políticas más restrictivas. La política monetaria puede responder de manera flexible a nuevos acontecimientos en economías con una inflación moderada. Sin embargo, en países con persistentes presiones inflacionarias, las políticas fiscal y monetaria deberían apuntar a una orientación más restrictiva. La flexibilidad cambiaria debería seguir siendo el principal mecanismo de defensa ante shocks de naturaleza externa.
- Las prioridades de política de las *otras economías exportadoras de materias primas* varían en función de las condiciones internas específicas. En Argentina y Venezuela se necesitan ajustes de política profundos para restablecer la estabilidad macroeconómica y evitar dinámicas desordenadas. El resto de las economías de este grupo se enfrentan a perspectivas de crecimiento más positivas, pero también deberán controlar los niveles de gasto público, que aumentaron fuertemente en la última década debido en parte al sólido crecimiento de los ingresos derivados de las materias primas.

- En *América Central*, la consolidación fiscal no debería demorarse más dado que las condiciones de financiamiento se tornarán menos favorables. Los esfuerzos de consolidación deben incluir tanto restricciones del gasto como un aumento de la recaudación tributaria. Los países que no están oficialmente dolarizados también se beneficiarían de una mayor flexibilidad del tipo de cambio.
- En gran parte del *Caribe*, la reducción de los elevados niveles de deuda pública continúa siendo un desafío clave. Además, es necesario redoblar esfuerzos para resolver los persistentes problemas de competitividad, sobre todo en las economías dependientes del turismo. En la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés), resulta prioritario reducir las vulnerabilidades financieras.

En esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* se presentan tres capítulos analíticos acerca de los desafíos y el diseño de políticas internas adecuadas en un entorno mundial cambiante. Específicamente, en estos capítulos se evalúan el impacto de la normalización de la política monetaria estadounidense en América Latina y el Caribe, las consecuencias de menores precios de materias primas para el crecimiento económico de la región, y el comportamiento cíclico de la política fiscal en los países de la región. Las principales conclusiones son las siguientes:

- Los shocks monetarios estadounidenses afectan a los mercados monetarios de toda la región. Si bien los efectos “derrame” de estos shocks fueron en general limitados durante la última década, la turbulencia experimentada en los mercados financieros a mediados de 2013 pone de manifiesto el riesgo de respuestas inusualmente fuertes bajo determinadas condiciones, sobre todo en países con debilidades internas o externas. Si bien es poco probable que las entradas de capitales netas a la región se reviertan en un escenario de normalización “suave” y ordenado, nuevos shocks a la prima de riesgo de los países de la región podrían generar presiones a la salida de capitales.
- El crecimiento de los países exportadores de materias primas de la región podría ser significativamente menor en los próximos años comparado con el registrado durante el *boom* reciente, incluso si los precios de las materias primas se estabilizaran en los actuales niveles altos. Esta conclusión advierte respecto de la idea de combatir la desaceleración económica actual con políticas de demanda expansivas y resalta la necesidad de aplicar reformas estructurales ambiciosas para impulsar el crecimiento a mediano plazo.
- Algunos países de la región han mantenido una política fiscal procíclica, pero otros, como Brasil, Chile, Colombia y México, parecen haber aumentado su capacidad para adoptar una política fiscal más contracíclica en los últimos años. A pesar de los logros en este ámbito, es necesario seguir avanzando en otros aspectos importantes de política fiscal, como la sostenibilidad, la transparencia y la eficiencia fiscal.

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

La actividad mundial se fortaleció en el segundo semestre de 2013 y se prevé que siga mejorando en 2014–15, como consecuencia de una recuperación más rápida en las economías avanzadas. En cambio, el ímpetu del crecimiento de los mercados emergentes se mantiene débil, como reflejo de un endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo y deficiencias de origen interno en algunos casos. Los riesgos que rodean las perspectivas de crecimiento mundial han disminuido en algo, pero permanecen inclinados a la baja.

El contexto mundial: Se afianza el crecimiento, pero persisten los riesgos a la baja

La actividad mundial ha repuntado desde mediados de 2013, con las economías avanzadas liderando ese proceso. En Estados Unidos, la recuperación ha sido generalizada, con una fuerte participación del consumo privado, la inversión y la acumulación de inventarios. La zona del euro ha salido de la recesión, pero el crecimiento sigue siendo dispar, ya que algunos países continúan lidiando con una elevada carga de deuda y fragmentación financiera. En Japón, el consumo privado fue robusto, aun cuando los salarios y la inversión privada no han aumentado todavía de manera decisiva. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en general la demanda interna perdió impulso como consecuencia de las condiciones financieras menos favorables y las restricciones de oferta, así como de la incertidumbre política o relativa a las políticas macroeconómicas.

En enero, un nuevo episodio de volatilidad de los mercados financieros golpeó a las economías emergentes, afectando las acciones, el rendimiento

de los bonos y las monedas. Las ventas generalizadas parecen haberse desencadenado a raíz de una reevaluación de las perspectivas de crecimiento de varias economías grandes y crecientes tensiones políticas en algunas regiones del mundo. En cambio, las condiciones financieras se han distendido en las economías avanzadas, y los rendimientos de los bonos a largo plazo están en general por debajo de sus máximos de mediados de 2013.

De cara al futuro, la perspectiva es de un mayor fortalecimiento de la recuperación. Se prevé que el crecimiento mundial aumente de 3 por ciento en 2013 a levemente por encima del 3½ por ciento en 2014 y a casi 4 por ciento en 2015 (gráfico 1.1; véanse más detalles en la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) (FMI, 2014b)). Las economías avanzadas seguirán liderando la expansión al atenuarse los vientos adversos de origen fiscal en la mayoría de los países mientras que las condiciones monetarias siguen siendo en general acomodaticias, no obstante el desafío que plantea la muy baja inflación, en especial en la zona del euro y Japón. El crecimiento económico de las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúa representando la mayor parte del crecimiento mundial. Sin embargo, el ímpetu de su actividad económica se mantiene débil y se prevé que el crecimiento se fortalezca solo marginalmente del 4¾ por ciento en 2013 al 5 por ciento en 2014, dado que el impulso generado por un mayor nivel de exportaciones se verá contrarrestado por la persistente debilidad de la demanda interna. Las proyecciones se basan en el supuesto de que la afluencia de capitales a las economías de mercados emergentes en 2014 será algo inferior a la registrada en 2013, recuperándose moderadamente en 2015. También suponen que el reciente reajuste del precio de los activos de mercados emergentes representó, en gran medida, un aumento por única vez de las primas de riesgo.

Nota: Preparado por Dora Iakova, Deniz Igan y Lusine Lusinyan. Madelyn Estrada, Tim Mahedy, Anayo Osueke y Carlos Rondón aportaron una excelente asistencia en la investigación.

Gráfico 1.1. Se prevé que el crecimiento mundial se fortalezca en 2014, liderado por las economías avanzadas, donde en la mayoría de los casos la contracción fiscal será menor.

Crecimiento del PIB real
(Porcentaje)

	2012	2013	2014	2015
			Proyecciones	
Mundo	3,2	3,0	3,6	3,9
Economías avanzadas	1,4	1,3	2,2	2,3
Estados Unidos	2,8	1,9	2,8	3,0
Zona del euro	-0,6	-0,4	1,2	1,5
Japón	1,4	1,5	1,4	1,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,0	4,7	4,9	5,3
China	7,7	7,7	7,5	7,3

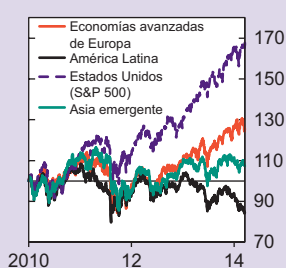
Índice de pedidos manufactureros (PMI)

(Desviaciones con respecto a 50, promedio móvil de tres meses)



Mercados bursátiles³

(Índice; 1 de enero de 2010 = 100)

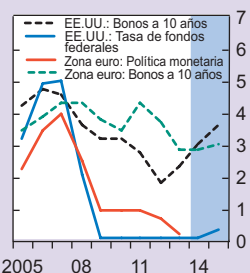


Impulso fiscal⁴

(Porcentaje del PIB)



Tasas de política monetaria y rendimiento de bonos
(Porcentaje)



Fuentes: Bloomberg L.P.; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics* e informe WEO; Índices MSCI, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Promedio ponderado por el PIB en dólares de EE.UU. de Brasil, China, Hungría, India, Indonesia, México, Polonia, Rusia, Turquía y Vietnam.

²Promedio ponderado por el PIB en dólares de EE.UU. de Australia, Canadá, Corea del Sur, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Nueva Zelanda, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suiza y la zona del euro.

³Datos al 26 de marzo de 2014.

⁴Variación del saldo estructural.

En la zona del euro, se proyecta que el crecimiento retome valores positivos y supere el 1 por ciento en 2014, respaldado por una menor contribución negativa de la consolidación fiscal y una mayor demanda externa. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga siendo débil en un contexto de prolongada fragmentación financiera y una pesada carga de deuda de las empresas. Se prevé que la persistencia de grandes brechas del producto en muchos países mantenga la inflación por debajo de la meta fijada por el Banco Central Europeo de poco menos de 2 por ciento, con riesgos a la baja.

En Estados Unidos, se proyecta que el crecimiento del producto real en 2014–15 sea superior al nivel de tendencia, sobre la base de un ritmo más lento de consolidación fiscal, una política monetaria todavía muy acomodaticia y una recuperación sostenida de los balances de los hogares y del sector de la vivienda.

En Japón, se proyecta que el crecimiento se mantenga en alrededor de 1½ por ciento en 2014. Una mayor fortaleza de la inversión privada y de las exportaciones debería impulsar la actividad, pero el consumo podría verse afectado negativamente por el aumento de la tasa del impuesto sobre el consumo.

Se prevé que en China el crecimiento disminuya a 7½ por ciento en 2014, dado que las medidas adoptadas para moderar el crecimiento del crédito y elevar el costo del capital afectarán la inversión. Para el mediano plazo se proyecta que continúe la desaceleración gradual de la actividad, acompañada de un reequilibrio de la economía desde la inversión hacia el consumo.

En el escenario base, se proyecta que los precios de la mayoría de las materias primas sigan cayendo en los próximos dos años (gráfico 1.2). Se prevé que los precios de la energía caigan alrededor del 5 por ciento para el final de 2015, en vista de que la producción de petróleo de los países que no integran la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) está aumentando. También se proyecta que los precios de los metales, incluidos el cobre y el hierro, sigan moderándose debido

a una ampliación de la capacidad de oferta y una menor demanda de China. Las perspectivas a corto plazo para los productos agrícolas varían según la materia prima, previéndose una moderación de los precios de la soja y un alza adicional de los precios del café y del trigo.

En general, el balance de los riesgos para las perspectivas de crecimiento mundial ha mejorado, debido a una disminución de los riesgos en el caso de las perspectivas para las economías avanzadas. Aún así, los riesgos se mantienen inclinados a la baja, en parte a raíz de nuevos riesgos geopolíticos que han pasado a un primer plano. En las economías emergentes, un aumento de la volatilidad de los flujos de capitales sigue siendo una preocupación clave. Una gran salida de capitales podría causar perturbaciones en los mercados financieros y frenar la actividad real. Este riesgo es mayor en las economías con una posición externa débil y donde el apalancamiento del sector privado se ha elevado sustancialmente en los últimos años. En las economías avanzadas, un período prolongado de baja inflación podría desanclar las expectativas inflacionarias a largo plazo y deprimir la actividad.

Estados Unidos: La recuperación gana terreno y mantendrá su ímpetu

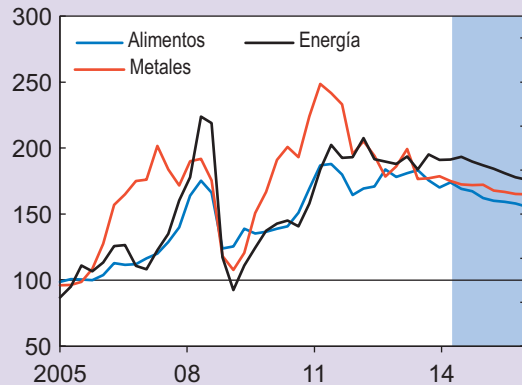
Estados Unidos registró un crecimiento más fuerte que lo previsto en 2013, estimulado por un repunte del gasto de consumo y de los inventarios de las empresas, y un sólido crecimiento de las exportaciones en el segundo semestre del año. Aunque un invierno inusualmente crudo deprimió la actividad a comienzos de 2014, se prevé que la economía recobre su ímpetu durante el resto del año, gracias al crecimiento del consumo personal y la inversión privada, junto con una menor contribución negativa de la consolidación fiscal.

En 2013, la economía de Estados Unidos creció a una tasa anual de 1,9 por ciento. Esta tasa superó la proyección de crecimiento de 1,6 por ciento formulada en el informe WEO de octubre de 2013 (FMI, 2013c), ya que el ímpetu del crecimiento se

Gráfico 1.2. Se prevé que los precios de las materias primas se sigan moderando. Las condiciones de financiamiento externo menos favorables y la volatilidad de los flujos de capitales podrían generar nuevos vientos adversos para los mercados emergentes.

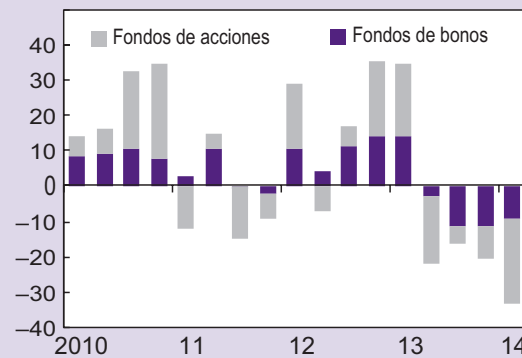
Precios de las materias primas

(Índice; 2005 = 100)



Flujos netos hacia fondos de mercados emergentes

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

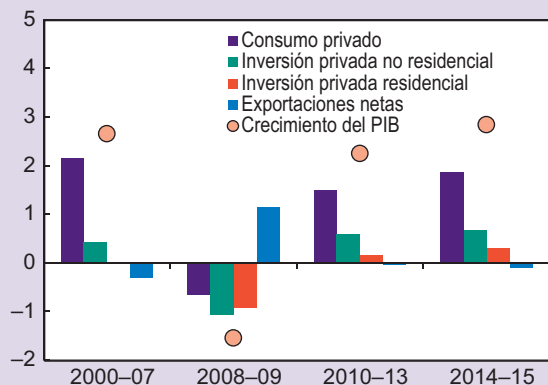


Fuentes: Emerging Market Portfolio Research; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

intensificó durante el curso del año: el PIB creció a una tasa media anualizada de 3,5 por ciento en el segundo semestre de 2013 comparada con 1,2 por ciento en el primero. Cabe destacar que esta aceleración ocurrió en el contexto de un revés temporal ocasionado por el cierre parcial del gobierno en octubre, que se estima restó 0,3 puntos porcentuales, en términos anualizados, al crecimiento en

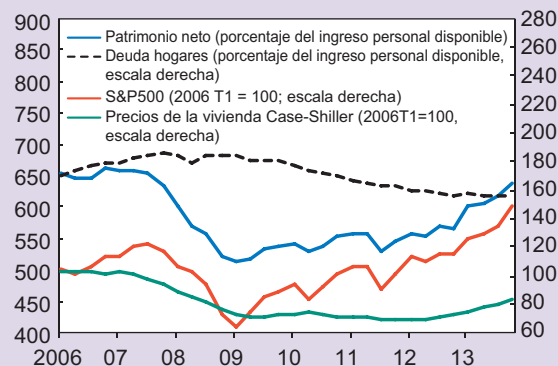
Gráfico 1.3. La recuperación en Estados Unidos cobra impulso mientras los balances de los hogares siguen mejorando. El desempleo ha disminuido fuertemente, aunque ello se debe en parte a una reducción de la participación en la fuerza laboral.

Estados Unidos: Indicadores de la actividad real
(Contribución al crecimiento del PIB real, porcentaje)



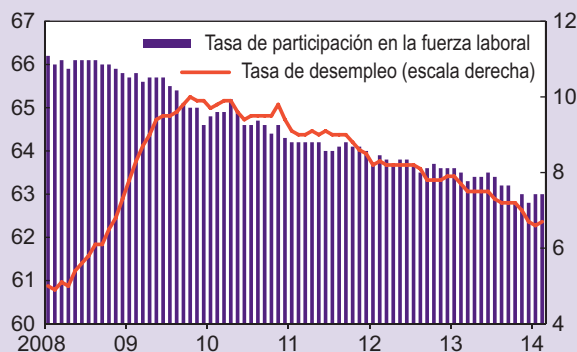
Fuentes: Haver Analytics; FMI, informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

Estados Unidos: Precios de los activos y balances de los hogares



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

Estados Unidos: Mercado laboral
(Porcentaje)



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

el cuarto trimestre. Una fuerte acumulación de inventarios y un alto crecimiento de las exportaciones fueron los principales factores que ayudaron a compensar el efecto del cierre parcial mencionado. Cuando se considera el año 2013 en su totalidad, la demanda interna se vio reprimida por una contribución negativa de la consolidación fiscal, estimada en 1¼–1½ por ciento, como resultado de la expiración de la reducción transitoria del impuesto sobre la nómina salarial, el aumento de la carga impositiva para los contribuyentes de mayores ingresos y los recortes en el gasto discrecional. Pese a ello, hubo claras señales de un afianzamiento de la recuperación, al que contribuyeron la política monetaria acomodaticia y las condiciones financieras favorables. Los aumentos de los precios de la vivienda y las acciones respaldaron el repunte del gasto de consumo mientras que avanzó el proceso de desapalancamiento de los hogares, cuya deuda como porcentaje del ingreso disponible continuó descendiendo (gráfico 1.3). El mercado laboral siguió mejorando, con la tasa de desempleo cayendo al 6,7 por ciento en febrero de 2014. Esta caída, sin embargo, estuvo acompañada de una disminución adicional de la tasa de participación en la fuerza laboral, la que alcanzó el 63 por ciento en febrero, un nivel cercano al mínimo registrado en más de 35 años (véase el recuadro 1.1). Dado que todavía existe una amplia capacidad ociosa en la economía, la presión sobre los precios se mantuvo moderada y la inflación general del IPC alcanzó 1,1 por ciento (interanual) en febrero. Los aumentos logrados en la producción energética interna permitieron importar menos petróleo y reducir el déficit de la cuenta corriente externa a 2,3 por ciento del PIB al final de 2013, el más bajo en 15 años.

Se proyecta que el crecimiento del PIB real aumente en 2014 y 2015, pese al freno a la actividad que implicaron las condiciones meteorológicas inusualmente severas registradas a principios de 2014. Se proyecta que la inversión residencial contribuya significativamente al crecimiento, al volver la formación de nuevos hogares a sus niveles normales, impulsando la construcción de viviendas. Se prevé que los incrementos del valor de las

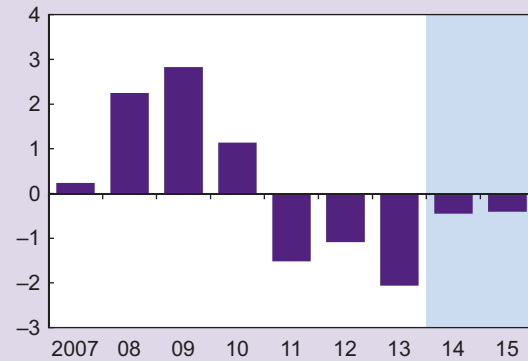
viviendas se moderen, pero seguirían reforzando los balances de los hogares. El gasto de consumo se mantendrá sólido y repuntará el crecimiento de la inversión fija no residencial a medida que mejore el nivel de confianza de los consumidores y las empresas. Mientras tanto, se proyecta que en 2014 la contribución negativa de la consolidación fiscal baje a $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ puntos porcentuales, gracias en parte a la Ley Bipartidaria de Presupuesto (“Bipartisan Budget Act”) sancionada en diciembre de 2013, la que alivió en parte los recortes automáticos del gasto en los ejercicios fiscales 2014 y 2015 a cambio de ahorros que deberán efectuarse en un período posterior (gráfico 1.4). Además, la incertidumbre relativa a la política fiscal es considerablemente menor tras la sanción de esta Ley y la suspensión del tope de la deuda en febrero de 2014, que de hecho eliminó el riesgo de un cierre parcial del gobierno, como el que ocurrió en octubre de 2013, durante aproximadamente un año.

Aun teniendo en cuenta la menor incertidumbre acerca de la política fiscal, el balance de riesgos para las perspectivas de Estados Unidos sigue estando levemente inclinado a la baja. Un crecimiento más lento que el proyectado en la zona del euro, potencialmente exacerbado por la presión desinflacionaria y nuevos brotes de tensión financiera, constituye un riesgo externo. Además, una desaceleración generalizada en las economías de mercados emergentes, analizada en detalle en el informe WEO de abril de 2014 (FMI, 2014a), puede reducir el crecimiento de Estados Unidos en hasta 0,2 puntos porcentuales. En cuanto a los riesgos internos, la demanda interna privada podría perder fuerza si el rendimiento de los títulos del Tesoro a largo plazo se elevara fuertemente sin que en forma concomitante mejorasen las perspectivas de crecimiento. En el mediano plazo, persisten los riesgos relacionados a la falta de un plan creíble de consolidación fiscal. En tal escenario, la preocupación acerca de la sostenibilidad conduciría a una pérdida de confianza y a un alza de las primas de riesgo soberano y del rendimiento de los bonos públicos, debilitando la demanda interna privada. Una persistente tendencia a la baja de la participación en la fuerza laboral constituye

Gráfico 1.4. Una menor contracción fiscal y una política monetaria acomodaticia contribuirán a que la recuperación tome fuerza, como también lo hará la demanda contenida del sector de la vivienda.

Estados Unidos: Impulso fiscal¹

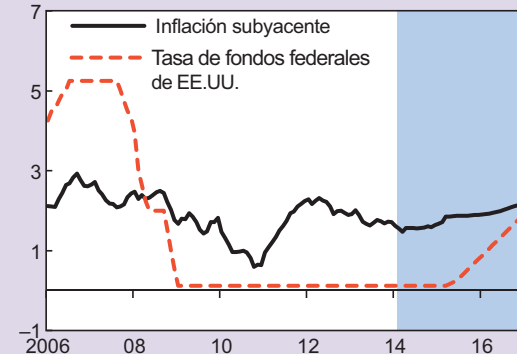
(Porcentaje del PIB)



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

Estados Unidos: Tasa de política monetaria e inflación

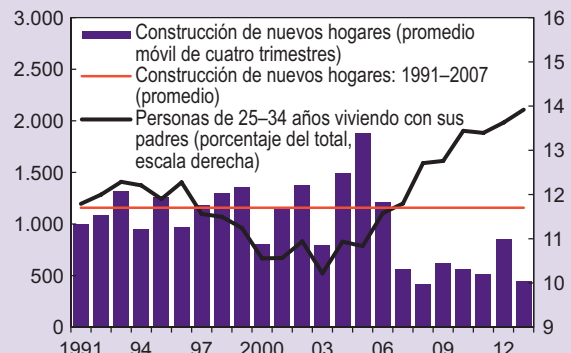
(Porcentaje)



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

Estados Unidos: Demanda contenida del sector de la vivienda

(Miles de unidades, salvo que se indique lo contrario)



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

otro riesgo a mediano plazo. Una tasa de participación mucho más baja menguaría el producto potencial, reduciría la capacidad ociosa efectiva de la economía y podría llevar a una contracción de la política monetaria antes de lo esperado. Desde el lado positivo, podría surgir un círculo virtuoso en el mercado de la vivienda a medida que las tendencias favorables en las condiciones crediticias, los balances, la demanda privada y la confianza se potencien mutuamente. Una mayor confianza en las perspectivas económicas podría también inducir a las empresas a comenzar a utilizar sus saldos de caja para realizar nuevas inversiones.

A pesar de la significativa reducción del déficit fiscal alcanzada desde 2011, las finanzas públicas de Estados Unidos permanecen en una trayectoria insostenible a largo plazo. Asimismo, aunque el factor que más contribuye a los déficits en el mediano plazo es el gasto en salud y en pensiones, hasta ahora las medidas de consolidación se han basado en recortes del gasto discrecional —incluidos recortes generalizados ineficientes y abruptos (“secuestro del gasto”)— y modestos aumentos de impuestos. De ahí que un plan fiscal equilibrado, gradual y creíble que coloque la deuda pública en una firme trayectoria a la baja, debería seguir siendo la prioridad principal en materia de políticas. Dicho plan tendría que ser multifacético, equilibrando el objetivo de proteger la recuperación en el corto plazo con la necesidad de abordar los problemas de sostenibilidad a más largo plazo. Los componentes necesarios de este plan incluyen modificaciones en los programas de prestaciones para controlar el gasto en atención sanitaria y en los programas de pensiones, una reforma impositiva que amplíe la base tributaria para recaudar más ingresos y el reemplazo de los recortes contemplados en el secuestro del gasto con nuevos ingresos y ahorros obligatorios concentrados en un período posterior (la Ley Bipartidaria de Presupuesto de diciembre de 2013 es un paso modesto en esa dirección).

En el frente monetario, el ímpetu del crecimiento justifica las reducciones moderadas que está aplicando la Reserva Federal de Estados Unidos en

su programa de compra de activos. Sin embargo, el argumento a favor de una orientación general acomodaticia de la política monetaria sigue siendo válido, teniendo en cuenta el considerable grado de capacidad ociosa, las bajas tasas de inflación actual y proyectada y las expectativas inflacionarias estables. Las compras adicionales de activos que se harán en los próximos meses, aunque en montos algo menores, seguirán ejerciendo presión a la baja sobre las tasas de interés de más largo plazo y contribuirán a mantener una política monetaria acomodaticia. También contribuirá a ello la nueva estrategia de orientación de expectativas que indica que la tasa de política monetaria puede permanecer baja por un “tiempo considerable” después de finalizado el programa de compra de activos. El personal técnico del FMI prevé que el alza de las tasas de interés de política monetaria desde el límite inferior cero comience durante el segundo semestre de 2015 y que siga un proceso gradual de ahí en adelante. Esta previsión está en consonancia con la orientación expresada por la Reserva Federal, en el sentido de que la situación económica puede hacer necesario mantener esas tasas por debajo de su nivel normal de más largo plazo durante algún tiempo. La flexibilidad adicional que se logró al reintroducir en marzo de 2014 valoraciones cualitativas en la política de orientación de expectativas de la Reserva Federal puede resultar útil para lograr una postura debidamente acomodaticia. De cara al futuro, y a medida que se acerque la fecha del alza de las tasas de política monetaria, la Reserva Federal deberá comunicar claramente su evaluación del avance logrado en la consecución de sus metas de empleo e inflación para reducir el riesgo de una excesiva volatilidad del mercado.

En el plano financiero, se han hecho notables avances en la implementación de la Ley Dodd-Frank y el marco regulador internacional para el capital. Además, los coeficientes de capitalización de los bancos se mantienen sólidos y las condiciones crediticias siguen mejorando, si bien a un ritmo más lento en el caso de las hipotecas residenciales. Sin embargo, es preciso avanzar más para dotar al sistema financiero de Estados Unidos

de mayor capacidad de resistencia. La Regla Volcker, ahora ya definida, debe ser implementada con el debido cuidado; se debe fortalecer la regulación de los fondos mutuos del mercado de dinero, y debe reducirse el riesgo sistémico en el mercado de repos tripartitos. Es necesario seguir coordinando el refuerzo de las políticas regulatorias internas con la agenda mundial de reforma financiera. En este contexto, será importante garantizar que al aplicarse la regla recientemente definida para las organizaciones bancarias extranjeras, la que debería contribuir a fortalecer la capacidad de resistencia de sus actividades desarrolladas en el sistema financiero de Estados Unidos y, por lo tanto, a respaldar la estabilidad financiera mundial, no se impongan costos excesivos a los bancos que operan activamente a escala internacional. Por otra parte, parecen estar acumulándose focos de vulnerabilidad financiera en los mercados de bonos de alto rendimiento y de préstamos apalancados, y los mercados de bonos municipales han sufrido tensiones a causa del pedido de quiebra presentado por Detroit y la preocupación acerca de la sostenibilidad de la deuda de Puerto Rico. Aunque su posible impacto sistémico parece ser limitado, es esencial mantener una rigurosa supervisión macroprudencial.

Canadá: El desafío de reequilibrar el crecimiento

La actividad económica de Canadá se afianzó en el curso de 2013 gracias a un fuerte crecimiento del consumo y de los inventarios de las empresas en el segundo semestre del año. Se prevé que el crecimiento anual se fortalezca aún más en 2014, dado que la recuperación prevista en Estados Unidos dará impulso a las exportaciones y la inversión empresarial en Canadá. Las políticas deberán sostener la aceleración de la actividad, al tiempo que se mantiene una actitud vigilante ante las vulnerabilidades relacionadas con el elevado nivel de apalancamiento de los hogares y de los precios de la vivienda.

Luego de registrar escaso dinamismo en 2012, el crecimiento económico de Canadá se fortaleció y alcanzó un 2 por ciento en 2013. Las expor-

taciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento por primera vez desde 2001, pero el reequilibrio esperado, del consumo y la construcción residencial hacia las exportaciones y la inversión empresarial, aún no se ha concretado plenamente (gráfico 1.5).

El aumento de la riqueza de los hogares y las condiciones financieras todavía favorables sostuvieron el crecimiento del consumo privado en 2013, mientras que la relación entre deuda e ingresos de los hogares llegó a un máximo histórico de 153 por ciento. La tasa de desempleo descendió a alrededor del 7 por ciento en 2013, aunque el ritmo de creación de puestos de trabajo disminuyó en los últimos trimestres.

El crecimiento de la inversión empresarial se ha debilitado desde mediados de 2012, afectado por la incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación económica. El ritmo de la inversión residencial también se desaceleró en 2013 al enfriarse el mercado de la vivienda, en parte debido a las medidas macroprudenciales adoptadas previamente. Sin embargo, los precios de la vivienda siguen estando sobrevalorados (especialmente en Ontario y Quebec), aunque con importantes diferencias entre regiones.

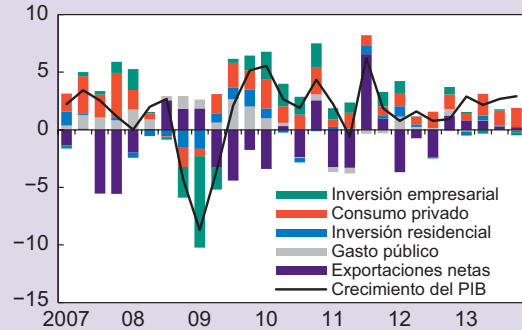
El déficit de la cuenta corriente externa de Canadá mejoró levemente en 2013 al fortalecerse la balanza energética. Sin embargo, la balanza comercial no energética siguió deteriorándose, a pesar de una depreciación del tipo de cambio real de alrededor de 7 por ciento en el curso del año. Las exportaciones no energéticas permanecen bien por debajo de los niveles previos a la crisis, reflejando no solo la lenta recuperación de la demanda externa sino también la débil competitividad como resultado de un bajo crecimiento de la productividad y un tipo de cambio todavía sobrevalorado.

La consolidación fiscal siguió limitando la actividad económica, aunque a un ritmo más lento que en el pasado, restando alrededor de $\frac{1}{4}$ punto porcentual del crecimiento del PIB en 2013. El déficit fiscal del gobierno federal disminuyó a un ritmo más rápido que el esperado, como resultado de una mayor

Gráfico 1.5. El crecimiento en Canadá se afianzó en 2013 al fortalecerse el consumo privado, mientras que se desaceleró la consolidación fiscal. El endeudamiento de los hogares permanece alto.

Canadá: Contribución a la tasa de crecimiento del PIB¹

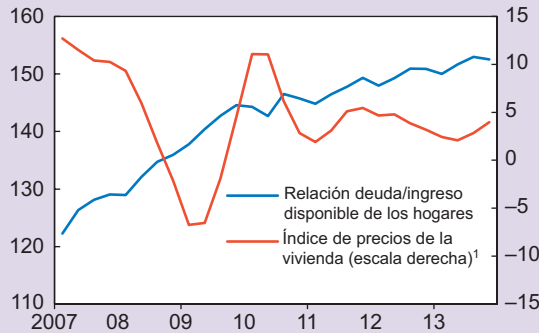
(Variación porcentual)



Fuentes: Statistics Canada y cálculos del personal técnico del FMI.
¹La diferencia entre el crecimiento del PIB y la contribución a la tasa de crecimiento del PIB refleja la variación de inventarios y la discrepancia estadística.

Canadá: Relación deuda/ingreso disponible de los hogares y aumento de los precios de la vivienda

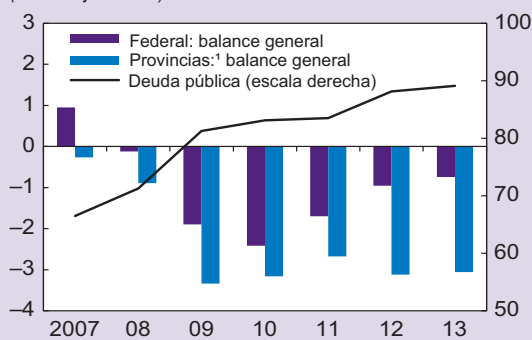
(Porcentaje, salvo que se indique lo contrario)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Variación porcentual interanual.

Canadá: Balance fiscal y deuda pública

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Statistics Canada; Departamento de Hacienda de Canadá; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Incluye provincias, territorios y gobiernos locales.

restricción del gasto, pero algunas provincias (como Alberta y Quebec) anunciaron que retornarían a una posición de equilibrio presupuestario más tarde que lo previamente anunciado. El Banco de Canadá mantuvo la tasa de política monetaria en 1 por ciento, mientras que hizo más énfasis en los riesgos a la baja de las perspectivas inflacionarias en los anuncios formulados desde octubre.

Se prevé que en 2014 el crecimiento aumente al 2¼ por ciento, algo por encima de la tasa estimada de crecimiento potencial. Se espera que el repunte proyectado del nivel de actividad en Estados Unidos impulse el crecimiento de las exportaciones de Canadá y estimule la inversión empresarial. Se proyecta que la inflación aumente a medida que disminuya la capacidad ociosa en la economía, y que para fines de 2015 se acerque a la meta de 2 por ciento establecida por el Banco de Canadá.

Aunque la demanda externa puede dar alguna sorpresa al alza, las perspectivas siguen estando dominadas por los riesgos a la baja. La demanda externa podría recuperarse menos que lo esperado, debido a un crecimiento más lento de Estados Unidos a causa de un aumento más fuerte que el previsto de las tasas de interés a largo plazo, un resurgimiento de la turbulencia financiera o una debilidad más prolongada en la zona del euro, o un crecimiento menor de lo previsto en los mercados emergentes. Aun en el caso de un fuerte crecimiento externo, el desempeño exportador de Canadá podría seguir siendo débil debido a los desafíos que enfrenta en materia de competitividad. Una corrección de los desequilibrios internos, tales como el elevado nivel de apalancamiento de los hogares y de los precios de la vivienda, también plantearía riesgos para el crecimiento. En el mediano plazo, los riesgos para el desempeño del sector energético apuntan en ambas direcciones, dependiendo en gran medida de la eliminación de los cuellos de botella en la infraestructura (véase el recuadro 1.2).

Dado que la inflación está cercana al piso de la meta fijada por el Banco de Canadá y en vista de los riesgos a la baja, la política monetaria debe seguir siendo acomodaticia hasta que la recupera-

ción esté firmemente establecida. La política fiscal, a su vez, tiene que lograr el equilibrio justo entre el respaldo al crecimiento y la recomposición de las reservas fiscales. Se prevé que el gobierno federal alcance su meta de equilibrio presupuestario en el ejercicio fiscal 2015/16, pero cuenta con margen para enlentecer el ajuste si se debilita el crecimiento. En cambio, algunas provincias enfrentan problemas en sus planes de consolidación y quizá deban considerar nuevas medidas, incluso por el lado de los ingresos, para alcanzar los objetivos de reducción del déficit.

También es necesario adoptar medidas para abordar los retos que enfrenta la economía canadiense a más largo plazo. Estos incluyen la contención del crecimiento del gasto de salud para garantizar la sostenibilidad fiscal a largo plazo, la reducción gradual de la participación del gobierno en los seguros hipotecarios, el aumento del crecimiento de la productividad y de la competitividad externa y el fortalecimiento adicional del sistema financiero de Canadá en concordancia con las recomendaciones de la actualización del Programa de Evaluación del Sector Financiero de 2013.

Recuadro 1.1. Tendencias recientes en la fuerza laboral de Estados Unidos: El papel de la población hispana

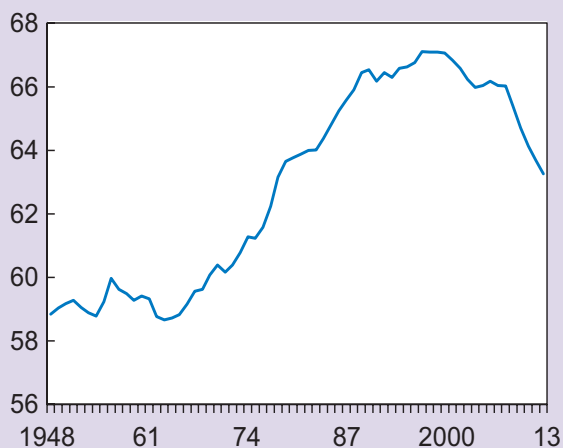
Desde la década de 1940, la fuerza laboral de Estados Unidos ha experimentado cambios importantes que reflejan la evolución de la sociedad estadounidense, en particular el creciente número de mujeres en el mercado de trabajo y el ciclo de vida de la generación de la posguerra (*baby boomers*). Estos factores elevaron la tasa agregada de participación —el número de personas empleadas o que buscan trabajo como porcentaje de la población civil no institucional mayor de 16 años— a un máximo histórico de 67,1 por ciento en 1997. Sin embargo, a medida que los *baby boomers* comenzaron a jubilarse en el nuevo milenio, la tasa de participación comenzó a declinar en forma inexorable (gráfico 1.1.1). La caída se aceleró durante la Gran Recesión y ha continuado desde entonces: la tasa se ubica ahora en torno al 63 por ciento, un nivel nunca visto desde fines de los años setenta. Muchos estudios se han concentrado en analizar el impacto de la dimensión edad-género en la tasa de participación. En este recuadro se examina el impacto de las variaciones dentro de los grupos étnicos, poniéndose especial atención en el papel desempeñado por la población hispana¹.

El cuadro 1.1.1 muestra que las tasas de participación de todos los grupos étnicos se han reducido desde el año 2000. Sin embargo, las variaciones de la proporción de cada grupo dentro de la población también han afectado la evolución de la tasa general. Por ejemplo, como la tasa de participación de los hispanos tiende a ser mayor que la de otros grupos, la proporción creciente de este grupo en la población ha contribuido a atenuar la disminución de la tasa de participación agregada².

Para cuantificar la importancia relativa de las variaciones de la proporción de cada grupo étnico dentro de la población y de sus tasas de participación, realizamos una descomposición de las variaciones en la cual la variación total de la tasa de participación con respecto a un año base puede calcularse por aproximación como la suma de las variaciones de la proporción de cada grupo dentro de la población ponderadas en función de su tasa de participación en el año base, y

Gráfico 1.1.1. Estados Unidos: Tasa de participación en la fuerza laboral

(Porcentaje, tasa desestacionalizada)



Fuente: Haver Analytics.

Cuadro 1.1.1. Estados Unidos: Estadísticas de la fuerza laboral, por grupo étnico¹

	Tasa de participación general	Hispanos		Negros		Otros ²	
		(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
2000	67,1	11,3	69,7	11,7	65,5	77,0	66,9
2007	66,0	13,5	68,8	11,9	63,7	74,6	65,9
2009	65,4	13,9	68,0	12,0	62,4	74,1	65,4
2013	63,3	15,3	66,0	12,4	61,2	72,4	63,0

Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales; Encuesta de Hogares y Empleo, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹(a) porcentaje de la población; (b) tasa de participación.

²Comprende el resto de los grupos étnicos, incluidos blancos no hispanos y asiáticos.

Nota: Este recuadro fue preparado por Juan Solé, con la colaboración de Jeremy Zook en la investigación.

¹Véanse, por ejemplo, Toosi (2013) y Aaronson *et al.* (2006).

²La cifra agregada oculta una diferencia entre los hombres y mujeres hispanos. Los hombres hispanos tienen tasas de participación más altas que el varón promedio de la población de Estados Unidos (76,3 por ciento frente a 69,7 por ciento en 2013), pero las mujeres hispanas tienen tasas de participación levemente inferiores a la de la mujer promedio de la población (55,7 por ciento frente a 57,2 por ciento en 2013).

Recuadro 1.1 (continuación)

Cuadro 1.1.2. Estados Unidos: Análisis composicional de las variaciones de la participación en la fuerza laboral, por grupo étnico (variaciones entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales)¹

Cambio de la tasa de participación general	Hispanos												
	México-estadounidenses ²		Puertorriqueños		Cubanos		Otros hispanos		Negros		Otros (no-hispanos) ³		
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	
2000–13	-3,8	1,6	-0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,9	-0,1	0,4	-0,5	-3,1	-3,0

Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales; Encuesta de Hogares y Empleo, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹(a) cambio en el porcentaje de la población; (b) cambio en la tasa de participación.

²El término de interacción acumulativo de este grupo fue -0,1 en 2013.

³Comprende el resto de los grupos étnicos, incluidos blancos no hispanos y asiáticos. El término de interacción acumulativo de este grupo fue 0,18 en 2013.

las variaciones en la tasa de participación de cada grupo ponderadas según su proporción dentro de la población en el año base³. El cuadro 1.1.2 muestra los resultados de esta descomposición por grupo étnico.

Cabe destacar que desde el año 2000 todos los grupos hispanos contribuyeron de manera positiva a la tasa de participación agregada, a través del aumento de la proporción relativa de estos grupos étnicos en la población total. Sin embargo, la contribución de los México-estadounidenses y “otros hispanos” a través de sus tasas de participación ha sido negativa, ya que las mismas disminuyeron, aunque la caída de la tasa de participación agregada ha sido impulsada por el grupo “Otros”. Tanto el porcentaje de este último grupo dentro de la población como sus tasas de participación laboral han disminuido desde 2000. Dado que este grupo representa tres cuartas partes de la población, sus variaciones dominan la evolución de la tasa agregada.

De cara al futuro, es probable que la tasa de participación siga disminuyendo, principalmente como consecuencia de la jubilación de los *baby boomers*. Además, la lenta recuperación económica ha impulsado un aumento en el número de desempleados de largo plazo y de trabajadores desalentados que no buscan empleo en forma activa. El incremento de este segundo grupo ha estado ejerciendo una presión adicional a la baja sobre la participación. Como aspecto positivo, la creciente proporción de ciertos grupos étnicos dentro de la población podría compensar en alguna medida la disminución secular de la participación. Se proyecta que el porcentaje de hispanos en la población de Estados Unidos se duplique hasta alcanzar alrededor de 30 por ciento para 2060⁴. Si sus tasas de participación se mantienen por encima del promedio durante todo ese período, esto tendrá un efecto positivo en la tasa de participación agregada. En un plano más general, las tendencias migratorias seguirán siendo un factor importante en la dinámica de la fuerza laboral de Estados Unidos.

³Los datos sobre población y fuerza laboral se obtuvieron de la Encuesta de Hogares y Empleo, en la que no se distingue la situación legal de los encuestados. Por lo tanto, no es posible estimar la ponderación relativa de los inmigrantes ilegales. Según el Centro Hispano Pew, en marzo de 2010 los inmigrantes ilegales representaban un 3,7 por ciento de la población y un 5,2 por ciento de la fuerza laboral.

⁴La fuerza laboral también se verá afectada por la evolución de las horas trabajadas. Según proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso, las horas potenciales trabajadas en el sector de empresas no agrícolas aumentarán un 0,6 por ciento por año en el período 2014–24 (comparado con 1,3 por ciento por año en 1950–2013).

Recuadro 1.2. Auge de la energía no convencional en América del Norte: Consecuencias y desafíos macroeconómicos

El auge de la producción de petróleo y gas no convencional está transformando el panorama energético de América del Norte, planteando consecuencias de importancia para los mercados mundiales de energía y las perspectivas más generales en materia de competitividad. Dicho auge —un importante shock de oferta positivo— conlleva amplios beneficios económicos pero también crea algunos retos que es preciso abordar.

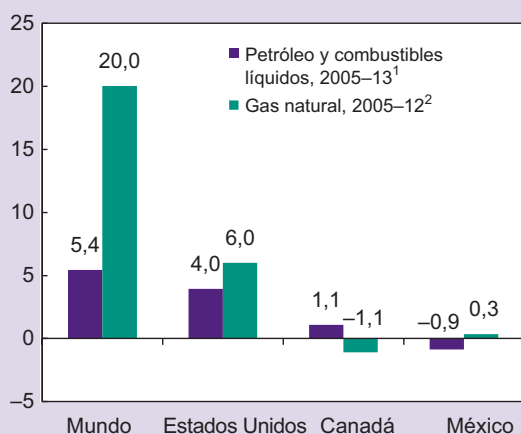
El auge

El aumento de la producción de petróleo crudo en Estados Unidos y Canadá durante 2005–13 casi igualó el aumento de la producción de petróleo mundial registrado en esos años (gráfico 1.2.1). En México, en cambio, la producción de petróleo ha declinado en forma constante desde los máximos alcanzados en 2004, debido a una limitada inversión en exploración, especialmente de yacimientos costa afuera (*offshore*), y en técnicas de recuperación secundaria. En 2013, más de un quinto del volumen total de petróleo crudo del mundo se produjo en América del Norte. Dentro de la región, las exportaciones de petróleo de Canadá, potenciadas por la producción de arenas petrolíferas, han ganado una sustancial participación de mercado en Estados Unidos, a expensas de otros exportadores tradicionales como México, Nigeria y Venezuela (gráfico 1.2.2).

La región también produce más de una cuarta parte del gas natural del mundo, pero la revolución del gas de esquisto en Estados Unidos ha inclinado significativamente la balanza a favor de Estados Unidos, ya que la producción de gas de Canadá y sus exportaciones a Estados Unidos —su único mercado de exportación— se redujeron desde mediados de la década de 2000. La producción de gas de México se ha mantenido relativamente sin cambios en los últimos años, tras haber aumentado en el período anterior a 2007.

Se prevé que el auge continúe, sostenido por las mejoras tecnológicas en curso. Como resultado, se prevé que Estados Unidos se convierta en un exportador neto de gas natural en 2018, incrementándose sostenidamente la producción interna a un ritmo de alrededor del 50 por ciento durante los dos decenios siguientes, mientras que se espera que la participación de Canadá en la producción mundial de crudo aumente desde el actual 4³/₄ por ciento a 5³/₄ por

Gráfico 1.2.1. Variación de la producción de petróleo y gas natural



Fuentes: Agencia de Información Energética de Estados Unidos y Agencia de Energía Internacional (2013).

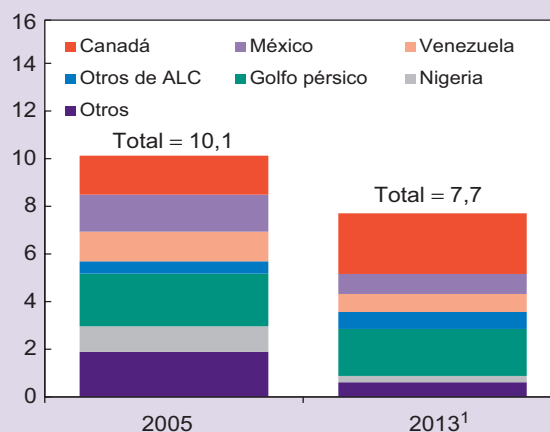
¹Millones de barriles diarios.

²Billones de pies cúbicos.

Nota: Este recuadro fue preparado por Lusine Lusinyan.

Gráfico 1.2.2. Estados Unidos: Importaciones de petróleo, 2005 vs 2013

(Millones de barriles diarios)



Fuente: Agencia de Información Energética de Estados Unidos.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe.

¹Promedio de enero a noviembre de 2013.

Recuadro 1.2 (continuación)

ciento de aquí a 2030. Las proyecciones actuales también indican la posibilidad de un aumento significativo de la producción de gas y petróleo en México, dado que la reforma energética de 2013 transformará fundamentalmente el sector de hidrocarburos del país. En particular, la reforma abre las puertas a la participación privada en operaciones de prospección y producción, y de refinación y distribución.

Impacto macroeconómico

El auge de la energía en Estados Unidos y Canadá ha tenido efectos positivos en ambas economías, pero los impactos macroeconómicos potenciales varían, debido en parte al tamaño relativo y la interconexión de sus respectivos sectores energéticos:

- En *Estados Unidos*, donde los sectores vinculados al petróleo y al gas representan alrededor de 1½ por ciento del PIB total, se estima que los beneficios directos del auge en curso para la economía han sido relativamente pequeños, aportando solo 0,1 punto porcentual al crecimiento del PIB real en 2012. Sin embargo, los bajos precios internos del gas natural (alrededor de un tercio del precio del gas en Europa y un cuarto del vigente en Asia) han contribuido a sostener la demanda de los consumidores y otorgado una ventaja competitiva a las industrias del país que hacen un uso intensivo de energía. El análisis realizado por el personal técnico del FMI también indica que el auge de la energía (junto con una mayor eficiencia energética) probablemente permitirá a Estados Unidos reducir a la mitad su déficit comercial de energía, en alrededor del 1 por ciento del PIB, para mediados de la década de 2020 (Hunt *et al.*, 2013).
- En *Canadá*, a raíz del rápido desarrollo de las arenas petrolíferas, el sector energético representa cerca del 10 por ciento del PIB y 25 por ciento de las exportaciones totales. Aunque los altos precios de la energía han contribuido a la apreciación real del dólar canadiense desde principios de la década de 2000, intensificando los retos de competitividad para los sectores no energéticos, Canadá se ha beneficiado del auge de la energía a través de sus efectos tanto directos como de derrame. Los efectos positivos del auge energético podrían ser aún mayores una vez ampliada la capacidad de infraestructura. Las estimaciones del personal técnico del FMI indican que si se eliminan los cuellos de botella de la infraestructura y se permite el pleno acceso al mercado a los productos energéticos de Canadá, el PIB total del país aumentaría alrededor de 2 por ciento en un horizonte de 10 años (Lusinyan *et al.*, 2014).

Desafíos

Sin embargo, el sector energético de América del Norte enfrenta importantes desafíos. Las restricciones a las exportaciones de gas natural de Estados Unidos podrían mantener deprimidos los precios del gas en la región, desalentando potencialmente una mayor inversión en el sector. Canadá se beneficiaría exportando gas natural a otros países además de Estados Unidos, pero para ello se requeriría construir instalaciones a gran escala cercanas a la costa canadiense. Por otra parte, las deficiencias de infraestructura para transportar petróleo pesado canadiense a las refinerías de Estados Unidos situadas en la Costa del Golfo o las provincias del este de Canadá, y las restricciones a las exportaciones estadounidenses de petróleo crudo, han generado un exceso de petróleo en el centro de América del Norte y aumentado la volatilidad del mercado. A menos que su participación en las importaciones de petróleo de Estados Unidos se duplique de aquí a 2030 desde su actual nivel de 30 por ciento, para Canadá sería esencial diversificar sus mercados de exportación de petróleo crudo y de ese modo beneficiarse de la creciente oferta del hidrocarburo. Para México, sería importante seguir adelante con la reforma energética, adoptando de inmediato las leyes y regulaciones necesarias para ponerla en práctica con el objeto de brindar un panorama claro al sector privado y estimular la inversión. Ello requerirá, entre otras cosas, detallar la naturaleza exacta de los contratos con el sector privado y el régimen tributario aplicable a la nueva producción de petróleo.

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

La actividad económica en América Latina y el Caribe se mantendrá en niveles relativamente moderados en 2014. Si bien la aceleración de la recuperación de las economías avanzadas debería fortalecer la demanda externa, es probable que ese efecto sea contrarrestado por el impacto negativo de la caída del precio de las materias primas y el deterioro de las condiciones financieras sobre la demanda interna. Las prioridades de política económica incluyen el fortalecimiento de las finanzas públicas, el tratamiento de posibles fragilidades financieras y la implementación de reformas estructurales tendientes a atenuar restricciones de oferta y elevar el crecimiento potencial.

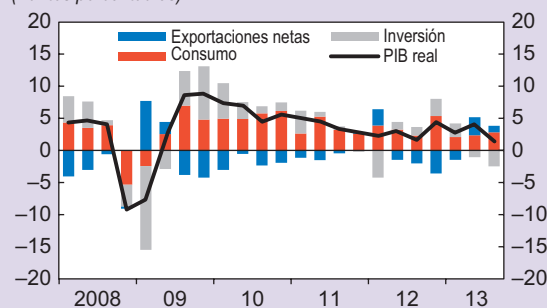
Panorama general

El crecimiento del PIB real en América Latina y el Caribe (ALC) continuó desacelerándose en 2013, alcanzando un 2¾ por ciento tras ubicarse en un 3 por ciento en 2012 y un 4½ por ciento en 2011 (gráfico 2.1 y cuadro 2.1). La actividad económica se vio limitada por el debilitamiento de la demanda interna, la moderación de los precios de las materias primas, el endurecimiento de las condiciones financieras y restricciones de oferta en algunos casos. La desaceleración particularmente brusca registrada en México se explica por una disminución del gasto público y de la actividad en el sector de la construcción, y por una menor demanda proveniente de Estados Unidos. La inflación se mantuvo bajo control en la mayor parte de la región, debido a la reducción del precio de los alimentos y la moderación del nivel de actividad. Los mercados financieros regionales se vieron afectados por sucesivos episodios de volatilidad en los últimos 12 meses, a medida que los inversores reevaluaban los riesgos relativos y las perspectivas de las economías de mercados emergentes, ante el inicio de la reducción del ritmo de compra de activos (*tapering*) por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (la Fed).

Nota: Preparado por Dora Iakova con Anna Ivanova, Bogdan Lissovolik, Andre Meier y Sebastián Sosa. Ewa Gradzka, Anayo Osueke, Carlos Rondón y Ben Sutton brindaron una asistencia excelente en la investigación.

Gráfico 2.1. América Latina continuó desacelerándose en 2013. El precio de los activos ha disminuido desde mayo de 2013 tras el anuncio del repliegue del estímulo monetario en EE.UU. y la menor confianza de los inversores.

Países seleccionados de América Latina: Contribuciones al crecimiento del PIB real trimestral¹
(Puntos porcentuales)



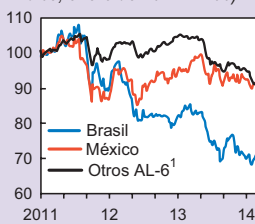
Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Tasa desestacionalizada de crecimiento; anualizada. Promedio ponderado por el PIB en función de la PPA de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Los datos abarcan hasta 2013:T3. Para más detalles sobre el PIB de Argentina, véase el apéndice 2.1.

Países seleccionados de América Latina: Indicadores financieros, 2011–14

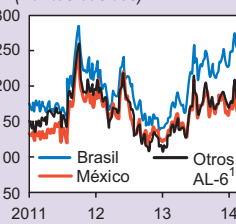
Tipos de cambio

(Dólares de EE.UU. por moneda local índice, enero de 2011 = 100)



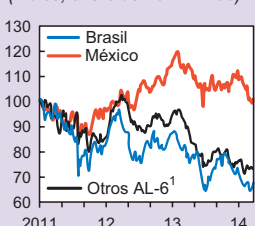
Diferencial de tasas de interés - EMBI

(Puntos básicos)



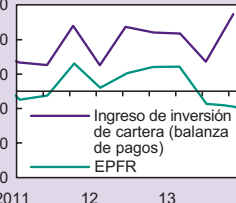
Precios de las acciones

(Índice, enero de 2011 = 100)



Flujos de inversión de cartera y de EPFR²

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



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

Nota: EMBI = Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan.

¹Promedio simple de Chile, Colombia, Perú y Uruguay, salvo los datos de precios de las acciones que no incluyen Uruguay.

²Flujos agregados hacia América Latina. Los datos de EPFR se refieren a los flujos hacia fondos de inversión y fondos negociados en bolsa.

Gráfico 2.2. Se proyecta que el crecimiento continúe siendo moderado en 2014, debido a la debilidad de la inversión. Se prevé que los déficits en la cuenta corriente externa dejen de aumentar.

ALC: Crecimiento del PIB real¹
(Porcentaje)

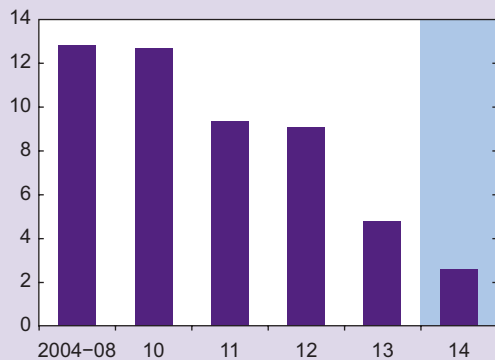
	2012	2013	2014	2015
			Est.	Proy.
ALC	3,1	2,7	2,5	3,0
Economías financieramente integradas (AL-6)	4,1	3,5	3,5	3,9
Otros exp. de materias primas	3,3	5,9	2,8	2,6
América Central	3,8	3,2	3,4	3,4
El Caribe				
Intensivos en turismo	0,1	0,7	1,4	1,9
Exp. de materias primas	3,7	3,2	3,2	3,2
Partidas informativas:				
Brasil	1,0	2,3	1,8	2,7
México	3,9	1,1	3,0	3,5

Fuente: FMI, base de datos del informe WEO.

Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay; ALC = América Latina y el Caribe.

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

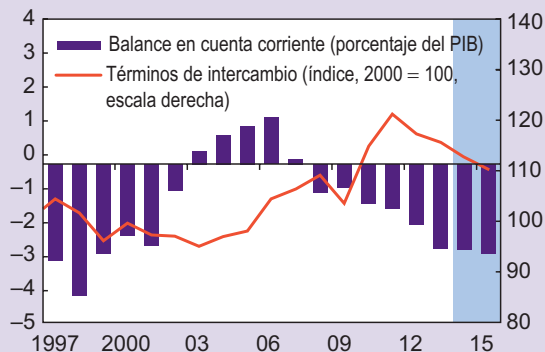
AL-6: Crecimiento de la inversión real¹
(Porcentaje)



Fuente: FMI, base de datos del informe WEO.

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

ALC: Cuenta corriente externa y términos de intercambio



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

Nota: ALC = América Latina y el Caribe.

Se proyecta que el producto seguirá creciendo a un ritmo lento en 2014, de aproximadamente 2½ por ciento (gráfico 2.2), a pesar de cierto fortalecimiento de la demanda externa. Se espera que continúe la desaceleración del crecimiento de la inversión, debido a la finalización de grandes proyectos en el sector minero y en otros sectores, el aumento de los costos de financiamiento y el deterioro de la confianza empresarial.

La cifra agregada de crecimiento encubre dinámicas divergentes en las economías más grandes de la región. En México, se espera que la economía repunte gracias al fortalecimiento de la recuperación económica de Estados Unidos y la normalización de algunos factores internos. En Brasil, la actividad económica se mantendrá en un nivel moderado, ya que la baja confianza empresarial continúa afectando negativamente a la inversión privada. Argentina y Venezuela, a su vez, enfrentan importantes desequilibrios fiscales y externos, que llevaron a la aplicación de diversos controles comerciales, de precios y cambiarios que afectan el crecimiento. En el resto de América Latina, se espera que el crecimiento se mantenga cercano al nivel potencial, con un aumento de la demanda externa proveniente de las economías avanzadas, contrarrestado por el deterioro de las condiciones de financiamiento a nivel mundial y la moderación de los precios de las materias primas. En el Caribe, los altos niveles de deuda y los persistentes problemas de competitividad seguirán limitando la actividad económica, aunque la recuperación de los flujos de turismo podría proporcionar un impulso positivo.

En general, el balance de riesgos alrededor de estas perspectivas se mantiene sesgado a la baja. Si bien los efectos de una normalización gradual y ordenada de la política monetaria de Estados Unidos deberían ser limitados en la mayor parte de ALC, el aumento de la volatilidad de los flujos de capitales continúa siendo un riesgo (véase el capítulo 3). Según experiencias recientes, es probable que los países con elevados déficits de cuenta corriente, altos niveles de inflación y márgenes de maniobra reducidos en materia de políticas internas sean los más afectados por nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros. Otro riesgo importante consiste en una caída de precios de las materias

primas mayor a la esperada, impulsada, por ejemplo, por sorpresas negativas en las perspectivas de crecimiento de China. Los precios de las materias primas han venido cayendo en los últimos 12 meses (en especial el precio de los metales, que bajó un 15 por ciento hasta mediados de marzo), y se proyecta que caigan aún más a mediano plazo, en la medida en que la oferta va en aumento, mientras que el crecimiento de la demanda proveniente de las principales economías emergentes se espera que se desacelere¹. Una caída mayor a la esperada de los precios de las materias primas tendría efectos negativos sobre el crecimiento de los países exportadores de materias primas de Sudamérica (véase el capítulo 4).

En cuanto a los riesgos internos, las posiciones fiscales débiles representan una vulnerabilidad importante en algunas economías (véanse el cuadro 2.2 y el capítulo 5). Los balances de los hogares y de los bancos en general se encuentran en buen estado, aunque es posible que se hayan generado focos de vulnerabilidad tras varios años de crecimiento sostenido del crédito. Entre tanto, el aumento de la emisión de deuda externa corporativa debería vigilarse de cerca, prestando especial atención al riesgo de apalancamiento excesivo y a posibles descalces de moneda. La combinación de un crecimiento económico más lento y un deterioro de las condiciones financieras podría aumentar la cantidad de préstamos en mora y reducir la rentabilidad de los bancos. Estos desafíos se ven acentuados por el hecho de que el crecimiento potencial estimado a mediano plazo de varias de estas economías se encuentra muy por debajo de las altas tasas de crecimiento promedio de la última década. Como se indicó en la edición de mayo de 2013 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, es necesario ajustar las políticas a la nueva realidad. En particular, las políticas macroeconómicas no deberían ser utilizadas para estimular la demanda en economías con niveles de producto cercanos al potencial, al tiempo que es necesario implementar reformas estructurales para elevar la productividad a mediano plazo.

¹En el capítulo 1 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) se analiza un escenario de riesgo con una desaceleración más prolongada, impulsada por la inversión, en las principales economías emergentes (FMI, 2014a).

Economías financieramente integradas

Evolución y perspectivas económicas

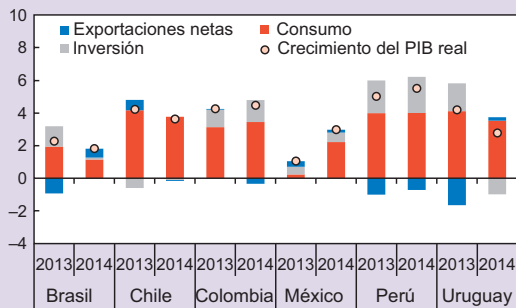
Las brechas del producto se mantienen relativamente acotadas en la mayoría de las economías financieramente integradas de la región. Las perspectivas a corto plazo son heterogéneas, reflejando las diferencias de crecimiento potencial entre países y algunos factores idiosincráticos:

- Se espera que el crecimiento en *Brasil* caiga por debajo del 2 por ciento en 2014. El nivel de actividad se encuentra limitado por restricciones de oferta a nivel interno, en especial en el área de infraestructura, y por la persistente debilidad del crecimiento de la inversión privada, lo que parecería reflejar la pérdida de competitividad y la baja confianza, así como también los mayores costos de endeudamiento.
- En *México*, se estima que el crecimiento repunte y alcance un 3 por ciento en 2014. Parte de los obstáculos que enfrentaba el crecimiento ya comenzaron a atenuarse: la política fiscal está pasando a ser menos contractiva mientras que la demanda de Estados Unidos está en aumento, aunque la recuperación del sector de la construcción continúa siendo débil. A futuro, se espera que las reformas estructurales en marcha en México, en especial en los sectores de energía y telecomunicaciones, eleven el crecimiento potencial a mediano plazo.
- Entre las demás economías financieramente integradas, se espera que *Colombia* y *Perú* mantengan tasas de crecimiento bastante elevadas. Las proyecciones indican que la actividad en *Chile* seguirá moderándose, debido a una desaceleración de la inversión privada, en especial en el sector minero. En estos tres países, el crecimiento del consumo privado se mantiene sólido, respaldado por bajas tasas de desempleo. En *Uruguay*, también se espera una moderación del crecimiento, debido a la finalización de un importante proyecto de inversión financiado con inversión extranjera directa (IED), y al debilitamiento de la demanda de los socios comerciales de la región.

Gráfico 2.3. El desempleo se mantiene en niveles históricamente bajos, pero en algunas economías financieramente integradas el crecimiento del salario real ha comenzado a enlentecerse.

AL-6: Contribución al crecimiento del PIB real, 2013-14

(Puntos porcentuales)

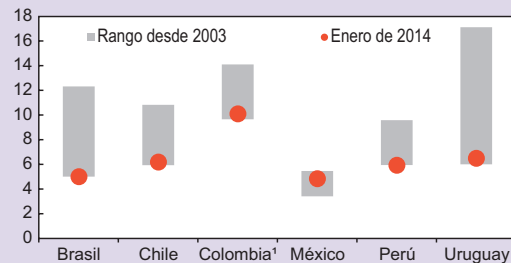


Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

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

AL-6: Tasa de desempleo

(Porcentaje)



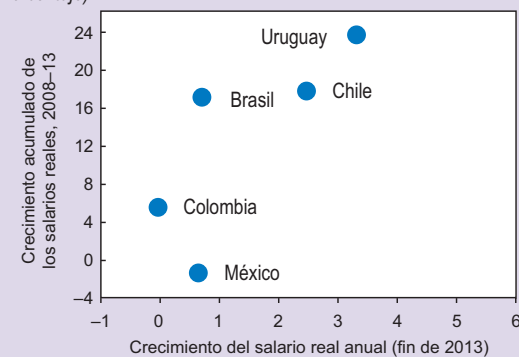
Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

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

¹Incluye trabajadores desempleados que buscaron empleo en los últimos 12 meses.

Países seleccionados de AL-6: Crecimiento del salario real, 2008-13

(Porcentaje)



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

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

Los mercados laborales se mantienen relativamente apretados en la mayoría de las economías, con tasas de desempleo aún cercanas a sus mínimos históricos (gráfico 2.3 y cuadro 2.3). Sin embargo, en varios países se observan señales de una incipiente moderación de las presiones en el mercado laboral, en la medida en que el crecimiento del empleo y del salario real han comenzado a enlentecerse.

La inflación, en general, fue moderada en 2013 debido a la reducción de los precios de los alimentos y la moderación de la demanda interna (gráfico 2.4). La depreciación de las monedas provocó cierto impulso inflacionario recientemente, pero probablemente los efectos de traspaso sean moderados, en línea con las estimaciones empíricas para economías con regímenes de metas de inflación creíbles. Sin embargo, las perspectivas varían de un país a otro. En Chile y en Colombia, la inflación aumentó recientemente, pero se espera que se mantenga cercana a la meta oficial. En México, la inflación aumentó a principios de 2014 a causa de ciertos cambios tributarios específicos, pero se espera que regrese a la banda meta en el segundo semestre del año. Se proyecta un patrón similar para Perú, donde shocks de oferta de alimentos generaron cierta presión al alza en los últimos meses. En Brasil, se prevé que la inflación se mantenga en la parte superior de la banda meta, a pesar del significativo ajuste de la política monetaria, lo que refleja una capacidad ociosa limitada, inflación inercial y cierto efecto de traspaso de la depreciación del tipo de cambio. La inflación continúa siendo más elevada en Uruguay, en un contexto de demanda sólida e indexación salarial generalizada.

Los déficits en la cuenta corriente externa siguieron aumentando en 2013, alcanzando un promedio de 3,8 por ciento del PIB. El crecimiento relativamente débil del volumen de exportaciones fue un factor clave, junto con cierto deterioro de los términos de intercambio, en especial en Chile y Perú. Los menores precios de las materias primas seguirán impactando negativamente sobre el valor de las exportaciones en el futuro, pero este efecto debería ser parcialmente contrarrestado por la reasignación del gasto asociada a tipos de cambio reales más débiles. En general, se espera que los déficits de

cuenta corriente se establezcan o se reduzcan ligeramente en los próximos dos años. No obstante, una caída de los términos de intercambio más pronunciada que la esperada continúa siendo un importante riesgo a la baja.

Las entradas netas de capitales se mantuvieron relativamente sólidas en 2013, a pesar de las perturbaciones registradas en los mercados financieros a nivel mundial (gráfico 2.5). Las entradas de IED continúan superando al déficit en cuenta corriente en la mayoría de los países. Los flujos de inversión de cartera y otros tipos de entradas de capital también se mantuvieron firmes, a pesar de cierto grado de desinversión por parte de fondos extranjeros de inversión. En términos más generales, el patrón correspondiente al episodio más reciente de entrada de capitales se compara favorablemente con el episodio previo de 1991–94. En particular, las economías financieramente integradas recibieron una combinación más resistente de flujos entrantes, con una mayor proporción de IED, utilizando una proporción significativa de esas entradas de capital para acumular reservas internacionales y aumentar los activos privados en el extranjero, mientras que el incremento del déficit en cuenta corriente fue menor². De todas formas, el riesgo de una frenada brusca de los flujos de capital todavía constituye una fuente de preocupación.

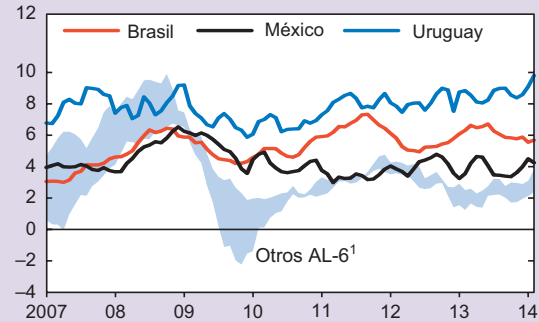
En cuanto a la evolución financiera a nivel interno, el crecimiento del crédito bancario se moderó levemente en Brasil, Chile y México, aunque continúa siendo elevado, con un crecimiento anual real superior al 10 por ciento en varios países. En Brasil, el crédito agregado en términos reales creció un 8 por ciento. Esta tasa agregada encubre importantes diferencias entre el crédito de bancos privados, que crece a un menor ritmo en respuesta a una demanda interna débil y al endurecimiento de las normas crediticias, y el crédito de bancos públicos, que continúa expandiéndose a tasas altas. Tras varios años de fuerte expansión del crédito, el desafío para la mayor

²Tras el shock correspondiente al inicio del repliegue del estímulo monetario en Estados Unidos en mayo de 2013 (*tapering*), el retiro parcial de inversores extranjeros se vio compensado por la repatriación de activos de residentes en algunos países (véase el capítulo 3).

Gráfico 2.4. Las presiones inflacionarias están limitadas a unos pocos países. Los déficits en cuenta corriente externa siguieron aumentando en 2013, pero fueron en general financiados con inversión extranjera directa.

AL-6: Inflación general, 2007–13

(Variación porcentual de los últimos 12 meses)



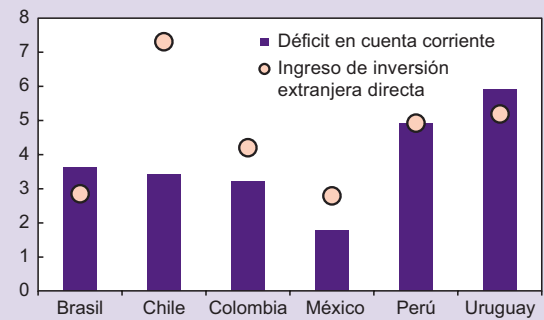
Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

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

¹El área sombreada indica el rango de valores de Chile, Colombia y Perú.

AL-6: Déficit en cuenta corriente externa e inversión extranjera directa, 2013

(Porcentaje del PIB)

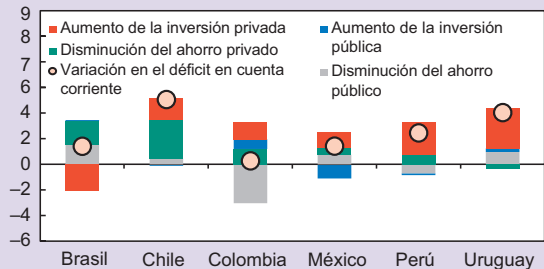


Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

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

AL-6: Factores que explican la variación del déficit en cuenta corriente, 2010–13

(Porcentaje del PIB)



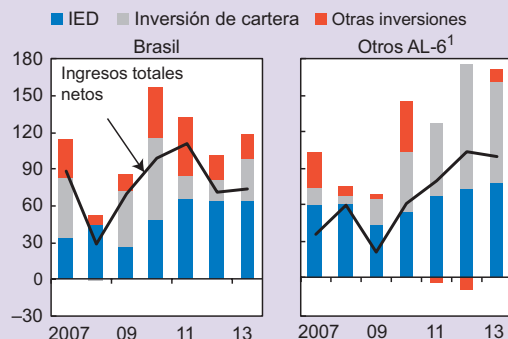
Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

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

Gráfico 2.5. Las entradas de capitales netas se mantuvieron en niveles relativamente elevados en 2013, incluso a pesar de la caída del precio de los activos. El crecimiento del crédito interno también mantuvo su dinamismo.

AL-6: Flujos de capital brutos y netos, 2007–13

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



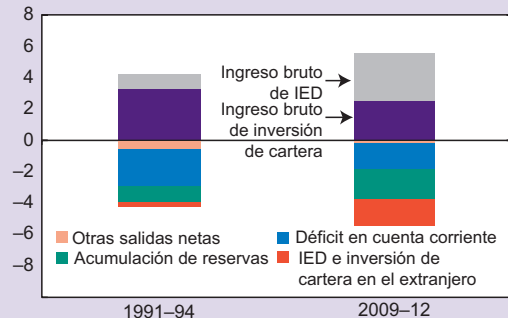
Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: IED = Inversión extranjera directa. AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

¹Suma de los flujos de capital de Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

AL-6: Flujos de capital brutos y netos, 2007–13

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

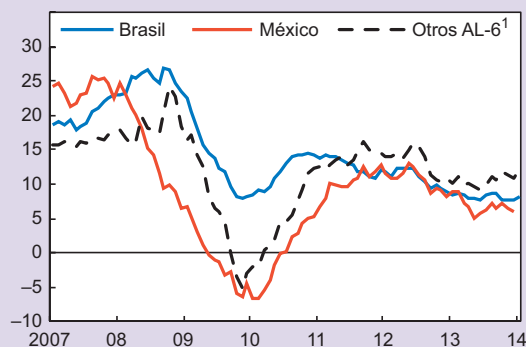


Fuentes: FMI, base de datos de *International Finance Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: IED = Inversión extranjera directa. AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

AL-6: Crédito al sector privado en términos reales

(Variación porcentual de los últimos 12 meses)



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

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

¹Promedio simple del crecimiento del crédito de Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

parte de las economías financieramente integradas radica en lograr una transición gradual y ordenada hacia un contexto con tasas de crecimiento del crédito más sostenibles.

Algunos sectores sensibles al ciclo económico y con un alto nivel de apalancamiento, como el sector inmobiliario comercial en Chile, podrían ser especialmente vulnerables. Asimismo, un área potencialmente problemática en Brasil es la de créditos para el consumo, que registró fuertes aumentos en los últimos años, si bien esos incrementos se dieron a partir de niveles bajos.

La emisión de deuda corporativa en la región también ha sido muy elevada en los últimos años, aunque los bonos tienen vencimientos a un plazo relativamente largo, y no hay “precipicios” de vencimiento a corto plazo (gráfico 2.6). En algunos casos, incluido el de Brasil, el apalancamiento de los balances se ha incrementado, aunque los indicadores de deuda no sugieren por el momento que existan excesos financieros generalizados (véase el recuadro 2.1).

Prioridades de política económica

El panorama para las economías financieramente integradas presenta dos desafíos principales de política económica. En primer lugar, la confianza de los inversores respecto de los mercados emergentes continúa siendo frágil. Nuevos episodios de turbulencia en el mercado podrían elevar todavía más los costos de financiamiento, con efectos indirectos negativos para el crecimiento. En segundo lugar, en la medida en que el prolongado auge de precios de las materias primas va llegando a su fin y que los cuellos de botella del lado de la oferta limitan crecientemente el nivel de actividad, es probable que el crecimiento económico se mantenga por debajo de las tasas elevadas de la última década, incluso en ausencia de grandes shocks externos. El tratamiento de esos desafíos exige recalibrar cuidadosamente las políticas macroeconómicas, priorizar claramente la reducción de vulnerabilidades y acelerar las reformas estructurales a fin de eliminar los obstáculos para el crecimiento.

La flexibilidad cambiaria fue fundamental para facilitar el ajuste de estos países durante la turbulencia de los mercados financieros de mediados de 2013,

y seguirá constituyendo un mecanismo de defensa importante (gráfico 2.7)³. En general, la depreciación de los últimos 12 meses ayudó a alinear los tipos de cambio de estos países con sus fundamentos de largo plazo. Resulta importante destacar que los beneficios económicos de la mejor alineación de las monedas con sus niveles de equilibrio no fueron mitigados por efectos secundarios adversos: el traspaso hacia la inflación fue, en general, moderado, y por el momento no hay evidencia de efectos negativos sobre los balances, aunque es necesario seguir monitoreando de cerca las posibles vulnerabilidades.

Otra fuente de fortaleza consiste en las sólidas posiciones de reservas internacionales. Todos los países financieramente integrados cuentan con recursos suficientes para suministrar liquidez en moneda extranjera en caso de enfrentar condiciones de mercado anormales a causa de iliquidez. Las intervenciones transitorias tendientes a atenuar la volatilidad excesiva del tipo de cambio podrían justificarse en determinados países, pero no deberían ser usadas para sostener niveles de tipo de cambio desalineados de sus fundamentos ni como sustitutos de ajustes necesarios de política macroeconómica. La clave para mantener la confianza de los inversores, en términos más generales, radica en mantener balances sólidos, marcos de políticas creíbles y una posición macroeconómica prudente.

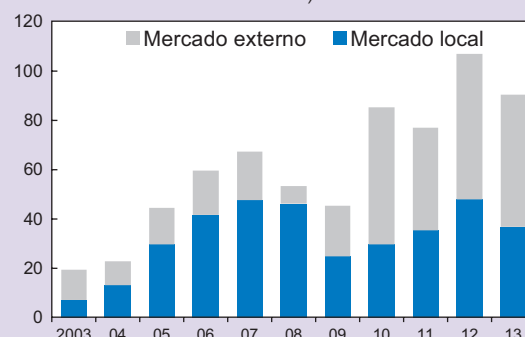
Como se observó a lo largo del último año, los países con inflación baja y expectativas de inflación bien ancladas mantienen la flexibilidad necesaria para relajar la política monetaria en respuesta a desaceleraciones del crecimiento, incluso con tasas de interés mundiales en aumento. En países con inflación relativamente alta y sostenida, las políticas fiscal y monetaria deben concentrarse en reducir las presiones inflacionarias y fortalecer la credibilidad del marco de políticas. Brasil y Uruguay ajustaron significativamente su orientación de política monetaria en los últimos 12 meses para controlar la inflación

³En Magud y Vesperoni (2014) se muestra que las economías con tipos de cambio flexibles tienen ciclos de crédito menos pronunciados que aquellas con regímenes de tipo de cambio más rígidos durante episodios de fuertes reversiones de flujos de capitales.

Gráfico 2.6. La emisión de bonos corporativos se moderó en Brasil, pero mantuvo un ritmo acelerado en los demás países.

AL-6: Emisiones de bonos corporativos en el mercado local y en el mercado externo

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

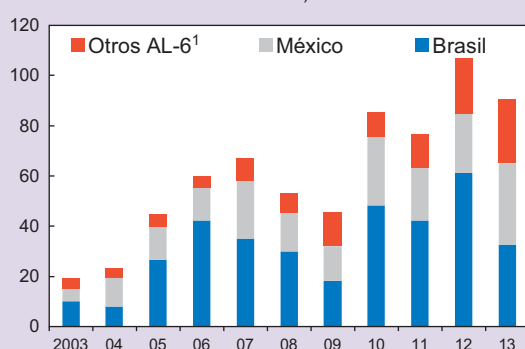


Fuentes: Dealogic y cálculos del personal técnico del FMI.

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

AL-6: Emisiones de bonos corporativos por nacionalidad del emisor

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



Fuentes: Dealogic y cálculos del personal técnico del FMI.

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

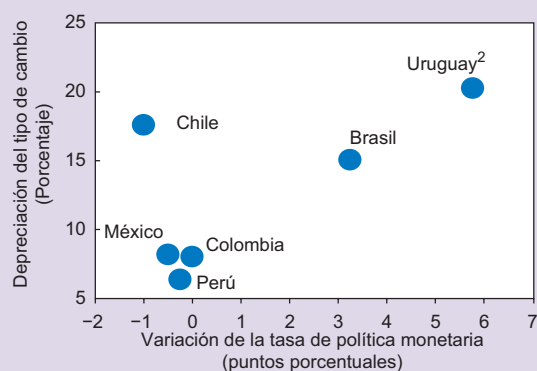
¹Suma de las emisiones de bonos corporativos de Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

y respaldar sus monedas locales, aunque la política fiscal fue, en general, neutral.

Debido a que el nivel de actividad permanece cercano al potencial en la mayoría de los países, no se justifica la aplicación de estímulos de política fiscal. Una posición fiscal neutral es adecuada para los países con finanzas públicas sólidas y déficits en la cuenta corriente externa bajos. Otros países deberían apuntar a un ajuste gradual, tendiente a ubicar la deuda en una trayectoria claramente descendente. Los estímulos fiscales anticíclicos serían adecuados únicamente en caso de una desaceleración drástica del nivel de

Gráfico 2.7. La flexibilidad cambiaria y los niveles de reservas elevados constituyen defensas externas importantes. El gasto público siguió en aumento, incluso ante la reducción de los ingresos.

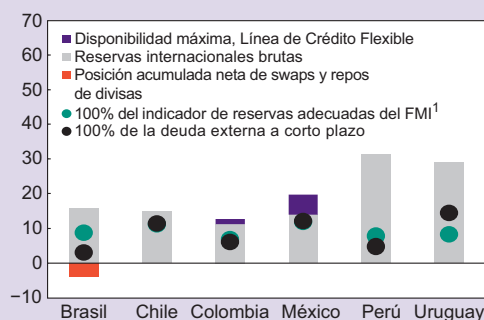
AL-6: Variación de tasas de política monetaria y tipos de cambio desde fines de abril de 2013¹



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.
¹Datos hasta el 26 de marzo de 2014.
²Uruguay descontinuó la tasa de política monetaria en junio de 2013. El gráfico muestra la tasa de interés a un mes, en pesos uruguayos.

AL-6: Reservas internacionales

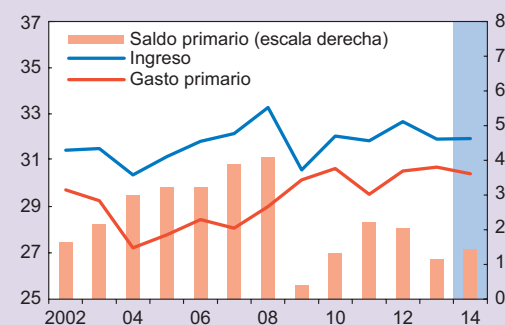
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales; FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.
¹Metodología descrita en Moghadam, Ostry y Sheehy (2011).

AL-6: Indicadores fiscales, 2002–14

(Porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, base de datos del informe WEO.
 Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

actividad y un nivel considerable de capacidad ociosa en la economía, y solo en países con un espacio fiscal adecuado. Además, un aumento de la transparencia de las cuentas fiscales —que incluye mejoras en el reporte y la supervisión de proyectos de infraestructura público-privados— y la minimización del uso de medidas extraordinarias para cumplir con las metas presupuestarias ayudarían a fortalecer la confianza de los inversores y a mantener las primas de riesgo en niveles bajos.

Con una perspectiva de más largo plazo, el gasto público primario como porcentaje del PIB aumentó de manera sostenida desde la crisis financiera, incluso en 2013, a pesar de que el crecimiento de los ingresos comenzó a desacelerarse. Es probable que la moderación de los ingresos persista en el período venidero, como consecuencia de la disminución de los precios de las materias primas, el aumento de los costos de extracción de productos primarios y un menor crecimiento potencial. Al mismo tiempo, las presiones sobre el gasto están en aumento, debido a mayores costos por intereses, necesidades en cuanto a infraestructura y demandas de mejores servicios públicos. También se espera un aumento del gasto relacionado con el envejecimiento poblacional en el mediano plazo. Todos esos factores resaltan la importancia de una política fiscal prudente, así como también la necesidad de mejorar la eficiencia del gasto público.

Una adecuada regulación y supervisión del sector financiero continúa siendo fundamental para proteger la estabilidad financiera. Los bancos de las economías financieramente integradas, en general, tienen coeficientes sólidos de capital y liquidez, activos de buena calidad, límites estrictos sobre las posiciones abiertas en divisas y una dependencia reducida del financiamiento externo. Sin embargo, algunos de estos márgenes de maniobra podrían erosionarse en un contexto de crecimiento económico más lento y condiciones financieras más duras, en especial en países que registraron un rápido crecimiento del crédito en los últimos años. El uso de medidas macroprudenciales focalizadas puede ser recomendable en algunos casos para reducir vulnerabilidades.

El desafío clave a mediano plazo consiste en impulsar la productividad y la competitividad. La productividad total de los factores en la región mejoró

en la última década, pero sigue rezagada respecto a la de otros mercados emergentes de rápido crecimiento (véanse el capítulo 3 de la edición de mayo de 2013 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, y Sosa, Tsounta y Kim, 2013). El crecimiento del producto durante ese período se vio impulsado principalmente por la acumulación de factores, gracias a condiciones de financiamiento favorables y a la contribución de ciertos factores demográficos. A fin de sostener tasas de crecimiento elevadas en el mediano plazo, sin embargo, las autoridades deben concentrarse en fortalecer la infraestructura interna, mejorar los resultados en términos educativos y aumentar la competencia (gráfico 2.8). La movilización del ahorro interno (que en ALC es bajo, según estándares internacionales) también podría impulsar la inversión y el crecimiento a largo plazo.

Otros países exportadores de materias primas

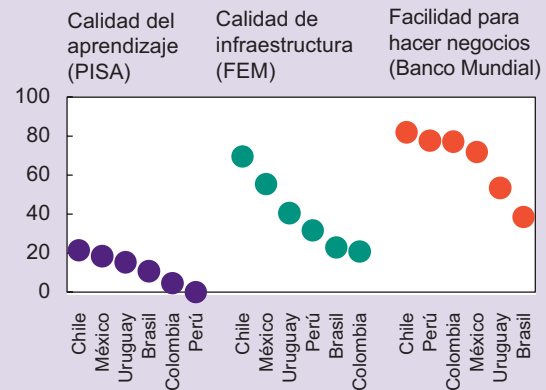
Evolución y perspectivas económicas

La evolución de los otros cinco países exportadores de materias primas de América Latina reflejó principalmente diferencias en sus políticas internas (gráfico 2.9).

Venezuela sufrió una desaceleración económica marcada, un aumento abrupto de la inflación y una intensificación de la escasez de alimentos y otros bienes de consumo en 2013. Estos cambios fueron consecuencia de las políticas fuertemente expansivas de los últimos años, que —si bien contribuyeron a mejorar los indicadores sociales— redundaron en una acumulación de importantes desequilibrios macroeconómicos. La imposición de controles de precios en forma extensiva aumentó las distorsiones económicas. En Argentina, el nivel elevado de producción agrícola impulsó el crecimiento del PIB real a principios de 2013, pero la actividad se desaceleró de manera pronunciada en el segundo semestre del año, y la confianza de los agentes económicos se ha deteriorado. Sin acceso a financiamiento externo, las autoridades argentinas han aumentado su dependencia del crédito del banco central para financiar el déficit fiscal. En ambos países, los estrictos controles del mercado cambiario y del comercio no han logrado atenuar las presiones sobre las cuentas externas, y las reservas han caído a niveles bastante bajos.

Gráfico 2.8. América Latina muestra un desempeño desfavorable en la comparación de resultados educativos. Los estándares de infraestructura y el clima de negocios son más heterogéneos.

AL-6: Indicadores de desempeño estructural, ranking según percentil¹

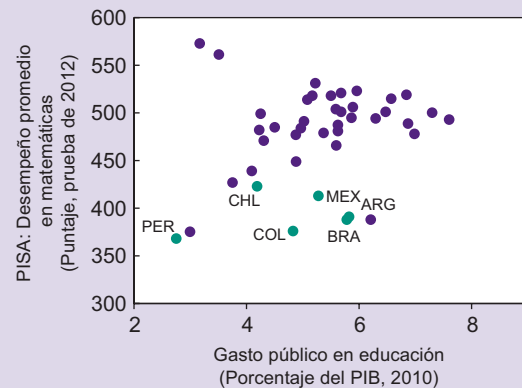


Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Programa para la evaluación de estudiantes internacionales (PISA, 2012); Banco Mundial, Base de datos de facilidad para hacer negocios (2013), y Foro Económico Mundial (FEM).

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.

Países seleccionados de América Latina: Desempeño educativo y gasto público en educación



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Programa para la evaluación de estudiantes internacionales (PISA), y Banco Mundial, base de datos de *World Development Indicators*.

Nota: Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

Gráfico 2.9. Otros países exportadores de materias primas de la región crecieron vigorosamente en 2013, excepto Venezuela, donde la actividad se debilitó bruscamente.

Otros países de América del Sur: Crecimiento del PIB real¹

(Porcentaje)

	2012	2013	2014	2015
		Est.	Proy.	
Argentina ²	1,9	4,3	0,5	1,0
Bolivia	5,2	6,8	5,1	5,0
Ecuador	5,1	4,2	4,2	3,5
Paraguay	-1,2	13,0	4,8	4,5
Venezuela	5,6	1,0	-0,5	-1,0
<i>Partidas informativas:</i>				
AL-6	4,1	3,5	3,5	3,9
ALC	3,1	2,7	2,5	3,0

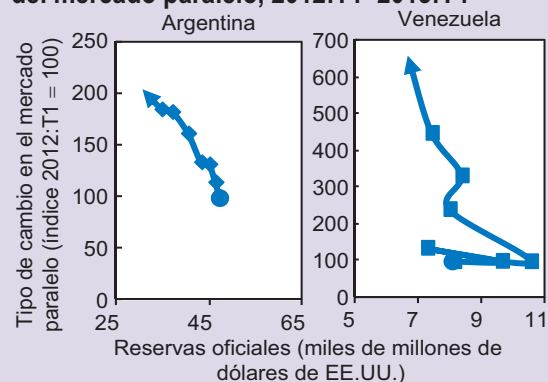
Fuente: FMI, base de datos del informe WEO.

Nota: AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay; ALC = América Latina y el Caribe.

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

²En relación con los datos del PIB de Argentina, véase el apéndice 2.1.

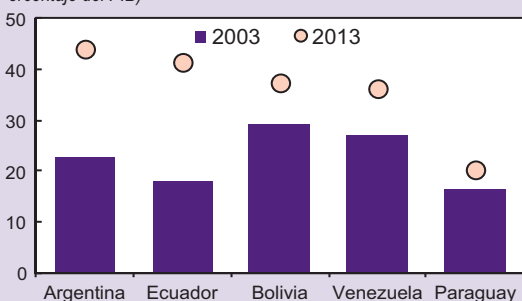
Reservas internacionales y tipos de cambio del mercado paralelo, 2012:T1–2013:T4



Fuentes: Ámbito Financiero; FMI, *International Financial Statistics*, autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Otros países de América del Sur: Gasto público primario, 2003 y 2013

(Porcentaje del PIB)



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

En enero, las autoridades de Argentina permitieron una depreciación del tipo de cambio oficial, respaldada por un aumento de las tasas de política monetaria internas. Sin embargo, las tasas reales continúan siendo negativas y la brecha respecto del tipo de cambio del mercado informal sigue siendo considerable. En Venezuela, el tipo de cambio del mercado informal ha sido recientemente entre 8 y 13 veces superior al tipo de cambio oficial. Respondiendo a estos desequilibrios, a fines de marzo de 2014 las autoridades introdujeron un segmento cambiario oficial adicional al régimen de tipos de cambio múltiples. El tipo de cambio más depreciado en este nuevo segmento ha resultado en una depreciación del tipo de cambio oficial promedio en Venezuela.

Suponiendo que las políticas económicas no cambien de dirección, se proyecta que el producto de ambos países se estanque en 2014, aunque las proyecciones están sujetas a un nivel significativo de incertidumbre y riesgos a la baja.

En los otros tres países del grupo, el crecimiento ha sido robusto. La economía de Bolivia se expandió casi un 7 por ciento el último año, gracias al nivel récord de exportaciones de hidrocarburos, el sólido crecimiento del consumo privado y las políticas macroeconómicas expansivas. Estos factores deberían mantener el crecimiento por encima del potencial en 2014. El crecimiento en Paraguay repuntó de manera pronunciada luego de que el sector agrícola se recuperara de una sequía grave. El principal riesgo para las perspectivas de ambos países es un potencial debilitamiento de la demanda externa regional (véanse el recuadro 2.2, el capítulo 4 de la edición de mayo de 2012 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, y Adler y Sosa, 2014). Se espera que el crecimiento en Ecuador se mantenga en un nivel más moderado, de aproximadamente 4 por ciento, en parte por la disminución de las exportaciones de petróleo.

La inflación se mantuvo en niveles bajos en Ecuador y Paraguay (en 2¾ por ciento y 3¾ por ciento a fines de 2013, respectivamente), pero aumentó en Bolivia (a 7½ por ciento), a causa de shocks de oferta de alimentos. Los balances de la cuenta corriente externa se deterioraron en Bolivia y Ecu-

dor en 2013, a causa de términos de intercambio menos favorables, pero mejoraron en Paraguay, por los mayores volúmenes de exportaciones agrícolas y de carne.

Prioridades de política económica

Las prioridades de política económica en los otros países exportadores de materias primas varían dependiendo de las condiciones internas específicas. En Argentina, las recientes medidas para permitir un tipo de cambio más débil, tasas de interés internas más altas y menores subsidios a ciertos servicios públicos, son pasos en la dirección correcta. Sin embargo, se necesitan ajustes adicionales de política económica para restablecer la estabilidad macroeconómica, especialmente en un posible escenario de precios mundiales de las materias primas más débiles. En Venezuela, la persistencia de desequilibrios significativos (como la alta inflación y la escasez generalizada de productos básicos) remarcan la necesidad de ajustes fundamentales de política económica para evitar el riesgo de dinámicas desordenadas. En Ecuador, el desafío clave se relaciona con la construcción de márgenes de maniobra para enfrentar el riesgo de caídas futuras en el precio del petróleo, que podría ejercer presión sobre las cuentas externas y fiscales.

En general, el gasto público como proporción del PIB ha aumentado en forma pronunciada en la mayoría de los países del grupo en la última década, gracias al aumento de los ingresos relacionados con las materias primas. Los subsidios a la energía representan una proporción importante del gasto en todos los países, con excepción de Paraguay (véase el recuadro 2.3). El gasto debería reducirse considerablemente (lo que incluye una reducción y una mejor focalización de los subsidios), a fin de corregir los desequilibrios macroeconómicos y mejorar los márgenes de maniobra. Entretanto, un desafío compartido por Bolivia, Ecuador y Paraguay es el de impulsar un crecimiento inclusivo. Mayores esfuerzos para mejorar la productividad, promover mercados financieros más profundos y eficientes y mejorar los estándares de educación y salud, siguen siendo críticos.

América Central, Panamá y la República Dominicana

Evolución y perspectivas económicas

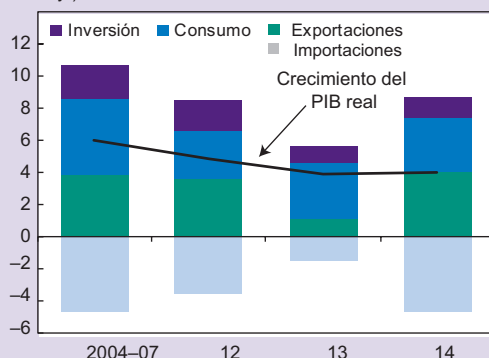
La actividad económica se desaceleró en América Central en 2013 como consecuencia del debilitamiento de las exportaciones, que a su vez refleja la desaceleración de la demanda proveniente de Estados Unidos y el brote de la enfermedad de roya del café (gráfico 2.10). En Panamá, el crecimiento también disminuyó por reducciones del tránsito en el canal y de la actividad de reexportación (en parte, a causa de los controles de compra y venta de divisas en Venezuela). El crecimiento moderado y la reducción de los precios de los alimentos y otras materias primas ayudaron a mantener baja la inflación. El aumento de la volatilidad del mercado financiero desde el pasado mayo también afectó a América Central, Panamá y la República Dominicana (CAPDR, por sus siglas en inglés). Las monedas locales se depreciaron, las reservas internacionales disminuyeron en algunos países y los diferenciales de tasas de bonos soberanos se incrementaron.

Se proyecta un crecimiento de alrededor del 3¼ por ciento en 2014, similar al del año pasado. Se espera que el aumento proyectado de la demanda de Estados Unidos tenga un efecto positivo a través de mayores exportaciones y remesas. Sin embargo, ese efecto se verá seguramente contrarrestado por el aumento de los costos de financiamiento externo y por factores idiosincráticos, como la necesidad de una consolidación fiscal y las repercusiones del brote de roya del café, que se estima provoque una reducción acumulada promedio de ¾ puntos porcentuales en el crecimiento en 2013–14.

Los riesgos en torno a estas perspectivas continúan inclinándose a la baja. La región de CAPDR permanece expuesta a nuevos episodios de desconfianza de los inversores hacia los mercados emergentes, debido a las elevadas necesidades de financiamiento y, en algunos casos, a la creciente dependencia del financiamiento externo. Un menor financiamiento proveniente de Venezuela a través del programa PetroCaribe también podría afectar el crecimiento en algunos países, sobre todo en la República Dominicana y en Nicaragua. Sin embargo, con más del

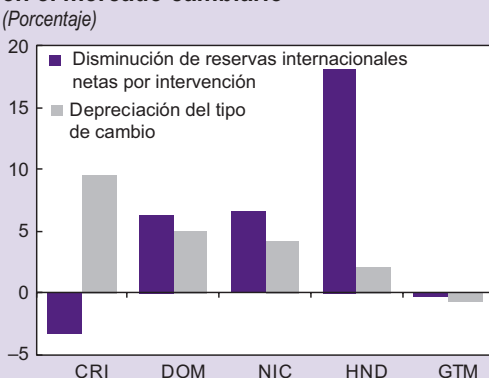
Gráfico 2.10. En 2013, el crecimiento se moderó en la región de CAPDR, que además se vio afectada por el aumento de la volatilidad financiera a partir de mayo.

CAPDR: Contribución al crecimiento¹
(Porcentaje)



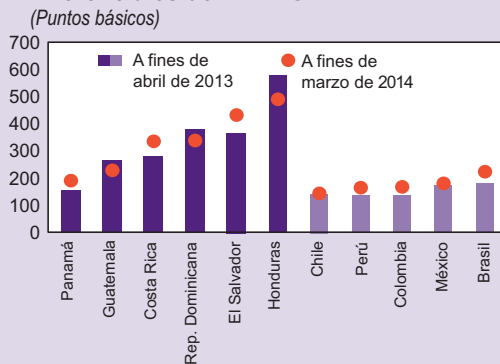
Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: CAPDR = América Central, Panamá y la República Dominicana.
¹Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, República Dominicana y Panamá.

Países seleccionados de CAPDR: Presiones en el mercado cambiario¹
(Porcentaje)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: CAPDR = América Central, Panamá y la República Dominicana.
Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.
¹Datos de abril de 2013 a febrero de 2014.

Países seleccionados de América Latina: Diferenciales del EMBIG
(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: EMBIG = Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan.

40 por ciento de las exportaciones destinadas a Estados Unidos, un crecimiento mayor al esperado en ese país favorecería a la región (véase el capítulo 3). La estabilización prevista en el precio del petróleo también debería beneficiar a la mayoría de estos países.

La debilidad de las posiciones fiscales continúa representando una vulnerabilidad importante en la mayoría de los países de CAPDR. La deuda pública ha aumentado considerablemente desde 2008 en Costa Rica, El Salvador, Honduras y la República Dominicana, reflejando un crecimiento permanente del gasto. Muchos países han aprovechado las condiciones favorables de financiamiento externo de los últimos años, emitiendo bonos internacionales para satisfacer sus necesidades de financiamiento. La creciente dependencia del financiamiento externo podría resultar en un aumento de los costos de refinanciamiento y del riesgo de renovación a mediano plazo, a medida que las condiciones financieras externas se vayan tornando más rígidas.

Los déficits en la cuenta corriente externa también son significativos (7 por ciento del PIB, en promedio), y la deuda externa es elevada y creciente en varios de estos países, entre ellos, El Salvador, Honduras y la República Dominicana (gráficos 2.11 y 2.12). Una caída de la IED y las inversiones de cartera podría generar riesgos que las reservas internacionales mitigarían solo parcialmente.

Si bien los bancos en la región de CAPDR se encuentran bien capitalizados y sus coeficientes de liquidez cumplen, a veces con creces, con las normas de Basilea III, el elevado nivel de dolarización representa una vulnerabilidad potencial. Además, en los últimos años, algunos bancos han aumentado su dependencia del financiamiento externo. La depreciación de la moneda local debilitaría las hojas de balance de las empresas y los hogares, exponiendo a los bancos a riesgos de crédito y refinanciamiento. Otra preocupación en algunos países es la fuerte exposición de los bancos al sector público.

Prioridades de política económica

Es necesario consolidar las finanzas públicas a fin de reducir los desequilibrios fiscales y externos, y para garantizar la sostenibilidad de la deuda. Los esfuerzos de consolidación deberían incluir tanto medidas para

contener el gasto (por ejemplo, límites al aumento de los salarios públicos y una mayor focalización de los subsidios), así como una mayor recaudación tributaria. En varios países es también fundamental viabilizar financieramente a los sistemas de seguridad social.

Además, los países de la región se beneficiarían de un fortalecimiento de sus marcos de política fiscal en términos más generales: por ejemplo, especificando objetivos fiscales de mediano plazo, introduciendo reglas fiscales y minimizando los riesgos fiscales relacionados con las asociaciones público-privadas.

Las cinco economías de la región de CAPDR que no están oficialmente dolarizadas, se verían favorecidas por una mayor flexibilidad cambiaria, que les permitiría absorber con mayor facilidad los shocks externos. Las vulnerabilidades financieras relacionadas con la dolarización deben mitigarse por medio de una mejor regulación prudencial, que genere mayores incentivos para que los agentes internalicen los riesgos cambiarios. Algunos países están avanzando en esa dirección mediante la adopción de criterios más estrictos para evaluar los riesgos crediticios de prestatarios sin cobertura y el aumento en los requisitos de aprovisionamiento. Además, los organismos reguladores deberán verificar que los bancos apliquen rigurosas pruebas de tensión (*stress-test*) sobre la exposición cambiaria tanto de sus clientes como propias.

Un desafío clave de mediano plazo consiste en incrementar la productividad y el crecimiento potencial, que se encuentran limitados por un clima de negocios débil, la inseguridad y una infraestructura deficiente. Las prioridades incluyen mejorar el clima de inversión y elevar la calidad de la fuerza laboral por medio de mejoras en la educación y la salud. Por otra parte, una expansión de la capacidad de generar ingresos públicos permitiría destinar más recursos a la inversión pública productiva.

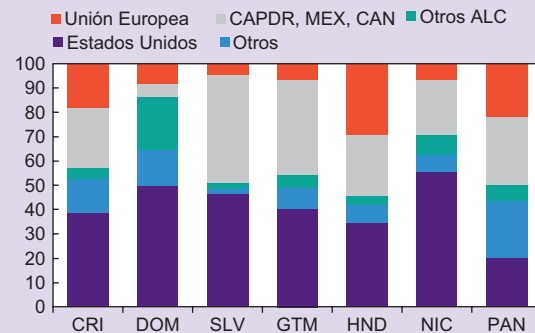
El Caribe

Evolución y perspectivas económicas

El crecimiento continúa siendo débil en gran parte del Caribe (gráfico 2.13). En las economías dependientes del turismo, el crecimiento del PIB real se incrementó levemente en 2013 (de cerca de cero en

Gráfico 2.11. Las posiciones externas se mantienen débiles en la mayoría de los países de CAPDR.

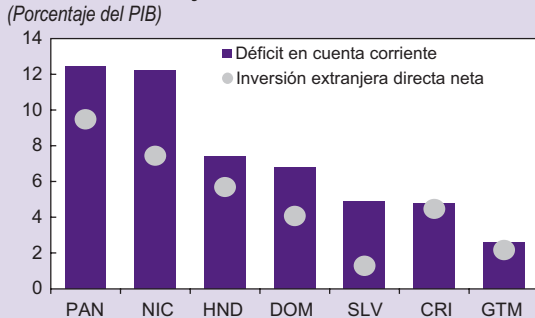
CAPDR: Exportaciones de bienes por destino, 2012
(Porcentaje del total de exportaciones de bienes)



Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CAPDR = América Central, Panamá y la República Dominicana. Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

CAPDR: Déficits en cuenta corriente externa e inversión extranjera directa neta¹
(Porcentaje del PIB)



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

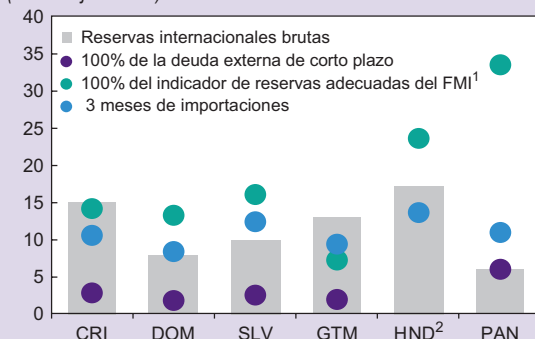
Nota: CAPDR = América Central, Panamá y la República Dominicana.

Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

¹Promedio anual de 2010-13.

CAPDR: Defensas externas, 2013

(Porcentaje del PIB)



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

Nota: CAPDR = América Central, Panamá y la República Dominicana.

Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

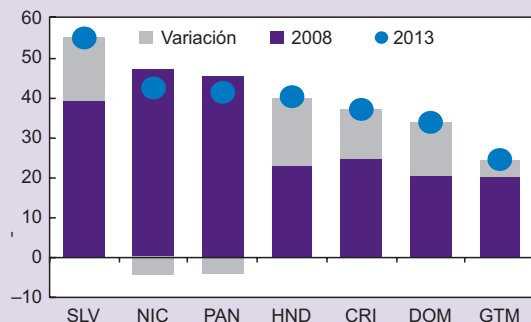
¹Metodología descrita en Moghadam, Ostry y Sheehy (FMI, 2011).

²En el caso de Honduras, los datos sobre las importaciones se refieren a importaciones de bienes, excluida la maquila, del año siguiente.

Gráfico 2.12. La deuda pública y la externa aumentaron en casi todos los países de CAPDR. Las vulnerabilidades financieras aún son considerables en algunos casos.

CAPDR: Deuda pública

(Porcentaje del PIB)



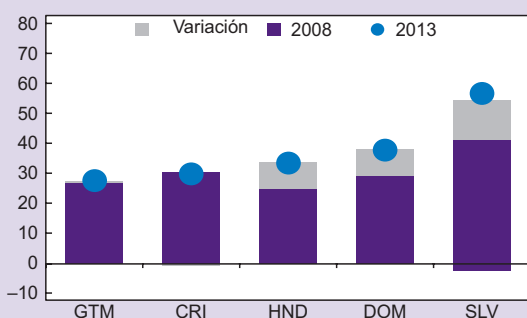
Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CAPDR = América Central, Panamá y la República Dominicana.

Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

Países seleccionados de CAPDR: Deuda externa

(Porcentaje del PIB)

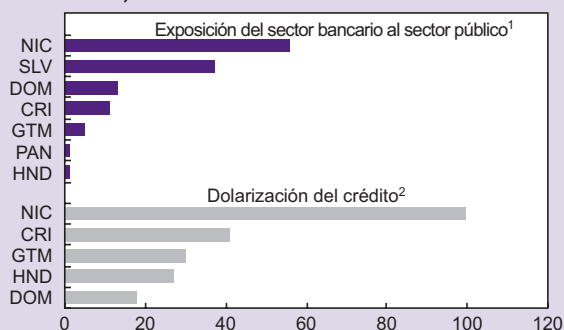


Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CAPDR = América Central, Panamá y la República Dominicana.

Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

CAPDR: Vulnerabilidades del sistema financiero, 2012



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

Nota: CAPDR = América Central, Panamá y la República Dominicana.

Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

¹Activos netos del sector bancario frente al sector público no financiero como porcentaje de los activos internos netos.

²Crédito en moneda extranjera como porcentaje del crédito privado total.

2012 a $\frac{3}{4}$ por ciento). El sector de la construcción parece haber comenzado a reactivarse, pero el arribo de turistas y su gasto continúan siendo poco satisfactorios en la mayoría de los países. En algunos casos, las continuas tensiones en el sector financiero comprometen aún más el crecimiento. El crecimiento ha sido mayor entre los exportadores de materias primas de la región —en particular Guyana y Suriname— y en Haití, cuya economía se expandió un 4 por ciento gracias al sostenido gasto en reconstrucción y al aumento del producto agrícola y de las exportaciones textiles. La inflación es en general baja en la región, dado que la demanda interna sigue debilitada y han caído los precios de alimentos y combustibles⁴.

Las posiciones externas se mantienen muy débiles en las economías dependientes del turismo. El déficit en cuenta corriente externa promedio fue de 17 por ciento del PIB en 2013, similar al de los dos años anteriores, como consecuencia de las onerosas importaciones de petróleo y el persistente deterioro de competitividad. Estos elevados déficits continúan siendo financiados principalmente con IED neta y flujos de capital oficiales, algunos de ellos provenientes del FMI. El financiamiento del programa PetroCaribe de Venezuela también es importante en algunos países (Guyana, Haití, Jamaica y gran parte de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés), donde representa entre un 4 y un 7 por ciento del PIB anual). Una interrupción repentina de cualquiera de estos flujos podría provocar serias dificultades de financiamiento (véase el recuadro 2.2)⁵.

Los balances fiscales se deterioraron en gran parte del Caribe en 2013. Los niveles de deuda pública continúan siendo particularmente altos en las economías que dependen del turismo (promediando más del 90 por ciento del PIB), en las que se necesi-

⁴Una excepción es Jamaica, donde la inflación aumentó a casi 10 por ciento (desde 8 por ciento en 2012), reflejando el traspaso a precios de la depreciación nominal y los crecientes precios administrados.

⁵Algunos países tomaron medidas para mitigar esos riesgos. Antigua y Barbuda, Guyana y Saint Kitts y Nevis, por ejemplo, han ahorrado una parte sustancial del financiamiento que reciben de PetroCaribe.

tarán esfuerzos importantes y sostenidos para llevar la deuda a un nivel sostenible. En algunos países, los gobiernos ya enfrentan considerables dificultades de financiamiento (Antigua y Barbuda, Barbados, Belice, Granada y Santa Lucía), lo cual evidencia la urgencia de tomar medidas de consolidación⁶. Los niveles de deuda pública son significativamente más bajos entre los exportadores de materias primas del Caribe (50 por ciento del PIB, en promedio). Sin embargo, en algunos de esos países, es necesario de todas formas un ajuste fiscal para garantizar la sostenibilidad de la deuda.

Los problemas del sector financiero son importantes en la ECCU, donde los bancos indígenas permanecen bajo presión. Como consecuencia del bajo crecimiento de la actividad económica y del nivel elevado y en aumento de los préstamos en mora, así como también de la regulación de pisos de tasas de interés sobre los depósitos en cajas de ahorro, la rentabilidad bancaria se ha mantenido generalmente baja, al igual que el crédito al sector privado.

No obstante, han mejorado los provisionamientos para préstamos en mora y los depósitos se han recuperado en algunos países.

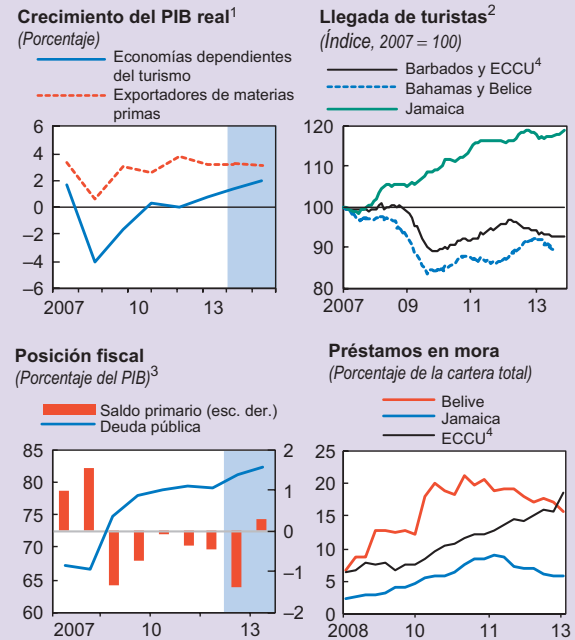
De cara al futuro, se espera que el crecimiento de las economías que dependen del turismo aumente ligeramente este año, pero se prevé que se mantenga limitado por el sobreendeudamiento, la falta de competitividad y la necesaria consolidación fiscal. Los efectos colaterales de persistentes atrasos en la resolución de las instituciones financieras en problemas constituyen un riesgo importante para las perspectivas de la ECCU. En las economías exportadoras de materias primas, se espera que el crecimiento se mantenga mayormente estable en 2014.

Prioridades de política económica

La reducción de los elevados niveles de deuda pública es un desafío clave en gran parte del Caribe. La

⁶En Antigua y Barbuda y en Anguila, los elevados costos de resolución de conflictos por la quiebra de bancos agudizan las presiones fiscales. En Belice, las necesidades de financiamiento se ven exacerbadas por los costos potenciales de la nacionalización de dos empresas de servicios.

Gráfico 2.13. En gran parte del Caribe, el crecimiento se mantiene bajo a causa de la elevada deuda pública y las grandes vulnerabilidades externas y financieras.



Fuentes: Autoridades nacionales, Organización del Turismo del Caribe, Banco Central del Caribe Oriental y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: ECCU = Unión Monetaria del Caribe Oriental.

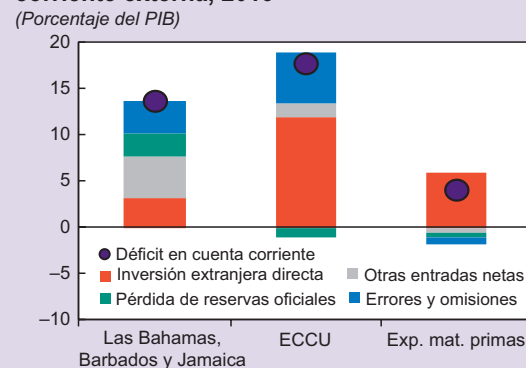
¹Exportadores de materias primas incluye Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago; Economías dependientes del turismo incluye Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.

²Promedios móviles de los últimos 12 meses.

³Promedio simple de todos los países incluidos en la nota 1.

⁴ECCU incluye Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.

El Caribe: Financiamiento del déficit en cuenta corriente externa, 2013¹



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

Nota: ECCU = Unión Monetaria del Caribe Oriental.

¹Los valores positivos (negativos) para las reservas indican una reducción (aumento) de las reservas.

urgencia y la deseable velocidad de la consolidación fiscal se relacionan directamente con la magnitud de la carga de la deuda. Si bien la consolidación fiscal puede resultar difícil en un contexto de crecimiento económico lento, es probable que el costo del *status quo* sea eventualmente mayor en términos económicos y sociales. La mejora de los marcos de política fiscal a mediano plazo, la contención del gasto corriente que permita un mayor gasto de capital y la reducción del nivel de exenciones y concesiones tributarias contribuirían a mejorar el proceso de consolidación. La reciente adopción de una regla fiscal mejorada en el contexto del programa de Jamaica respaldado por el Servicio Ampliado del FMI (SAF) es un ejemplo de este tipo de reformas.

La reducción de las vulnerabilidades financieras tiene una importancia crítica en la ECCU. Es

importante actualizar la evaluación de calidad de los activos bancarios e instaurar reformas legislativas para fortalecer el marco de resolución de los bancos. También es necesario consolidar el marco jurídico y regulatorio para facilitar la gestión y resolución de crisis en el sector financiero, y mejorar la supervisión integral del sistema, a fin de reducir las deficiencias en este sector.

El principal desafío para gran parte de los países del Caribe es aumentar el crecimiento potencial. Se necesitan reformas decisivas para fomentar la competitividad, incrementar la productividad y elevar la inversión en el sector privado. En particular, las reformas deben centrarse en resolver las deficiencias estructurales clave (como los elevados costos de energía y de la mano de obra), reducir el costo del comercio internacional y diversificar los mercados turísticos.

Recuadro 2.1. El pulso financiero: Apalancamiento y capacidad de servicio de la deuda empresarial en América Latina

La fuerte emisión de deuda empresarial durante varios años consecutivos ha generado inquietudes por que en las diferentes economías financieramente integradas de América Latina las empresas podrían estar alcanzando niveles problemáticos de apalancamiento financiero. Para evaluar este problema se analiza una base de datos de aproximadamente 1.000 empresas no financieras que cotizan en bolsa de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú (AL-5), siguiendo la evolución de indicadores clave a lo largo de los últimos 10 años.

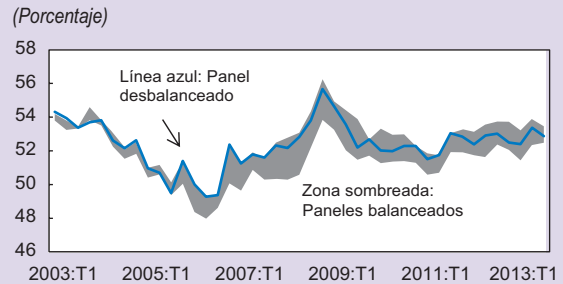
Enfocándose primero en la mediana de las empresas, se nota claramente desde 2006 un aumento tendencial del endeudamiento total —medido como la relación entre pasivos totales (es decir, todas las fuentes de financiamiento excepto capital) y activos totales—, si bien el indicador ha disminuido con respecto al máximo alcanzado en 2009. Con una mediana de aproximadamente 53 por ciento, el apalancamiento de las empresas de AL-5 en 2013 es más o menos similar al de hace 10 años (gráfico 2.1.1). En lo que respecta a la composición de la deuda, la relación entre deuda en bonos y activos totales ha aumentado desde 2009, mientras que la relación entre deuda bancaria a plazo y activos totales ha permanecido estable en términos generales.

Un examen más detallado de datos específicos de países revela que la mediana del apalancamiento es más alta entre las empresas brasileñas, seguidas por sus pares mexicanas. Las empresas de Chile y en especial las de México dependen más del endeudamiento mediante bonos que del de préstamos bancarios a plazo, mientras que en Brasil sucede lo contrario. Desde una perspectiva sectorial, las empresas industriales se destacan por ser las más apalancadas, con pasivos que ahora equivalen, en promedio, a más del 60 por ciento de los activos totales.

El aumento del apalancamiento en años recientes no parece, por ahora, haber comprometido la capacidad de servicio de la deuda de la empresa mediana de la muestra. Las utilidades antes de intereses e impuestos son entre tres o cuatro veces mayores que los pagos de intereses en la mayoría de los países (gráfico 2.1.2). No obstante, estas relaciones son propicias a sufrir marcadas reducciones en el caso de una desaceleración económica pronunciada o una subida de las tasas de interés.

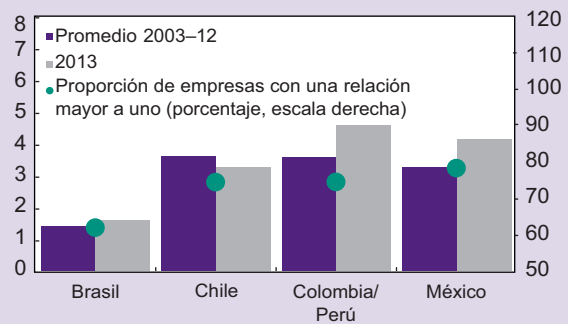
Por otro lado, los estadísticos correspondientes a la empresa mediana ocultan las vulnerabilidades a las que están expuestas las empresas en la cola de la distribución más débil. Los datos de 2013 indican que alrededor de un 30 por ciento de las empresas de la muestra tiene un

Gráfico 2.1.1. AL-5: Mediana de la relación entre los pasivos totales y los activos totales para paneles de empresas, 2003–13



Fuentes: Standards & Poor, Capital IQ, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: La base de datos incluye las compañías cotizadas en bolsa de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La zona sombreada se refiere a un conjunto de paneles balanceados. Cada uno de ellos comienza en un determinado trimestre y comprende todas las empresas sobre las que se dispone de series de tiempo sin interrupciones hasta el tercer trimestre de 2013. El tamaño de las muestras varía entre 266 empresas en el caso del panel más largo y 914 empresas el más corto.

Gráfico 2.1.2. AL-5: Mediana de la relación entre las utilidades antes de intereses e impuestos y el gasto de intereses¹, 2003–13



Fuentes: Standard & Poor, Capital IQ, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Las estadísticas se basan en los valores medianos de paneles desbalanceados de empresas que abarcan el período entre el primer trimestre de 2003 y el tercer trimestre de 2013 inclusive. En Colombia y Perú, las empresas se consideran del mismo grupo para asegurar que la muestra sea de un tamaño suficiente.

Recuadro 2.1 *(continuación)*

coeficiente de cobertura de intereses inferior a 1 (gráfico 2.1.2), con un número desproporcionadamente alto de empresas brasileñas. En los diferentes sectores, los bajos coeficientes de cobertura de intereses están concentrados en el sector de consumo, seguidos de los sectores de materiales, industria y energía.

Es importante hacer un seguimiento riguroso de los datos financieros del sector empresarial para garantizar que los márgenes de maniobra restantes no se consuman demasiado, sobre todo en los países cuyas empresas ya parecen estar altamente apalancadas. Las autoridades, asimismo, deben vigilar con especial atención cualquier indicio —imposible de verificar a partir de los datos utilizados en este recuadro— que el aumento de las emisiones de bonos en monedas de reserva por parte de las empresas latinoamericanas en años recientes esté creando posiciones abiertas en moneda extranjera que resulten problemáticas.

Nota: Este recuadro fue preparado por Fabiano Rodrigues Bastos, Andre Meier y Anayo Osueke.

Recuadro 2.2. Posibles efectos “derrame” originados en Argentina y Venezuela

El producto de Argentina representa más del 10 por ciento del PIB de América Latina, pero los resultados de un modelo econométrico sugieren que los efectos reales de un shock originado en Argentina serían limitados en la mayoría de los países vecinos, con la excepción de Uruguay. Los efectos transmitidos a través de los mercados financieros también serían modestos. En cambio, posibles trastornos económicos en Venezuela podrían generar efectos negativos en algunos países de la región, especialmente en América Central y el Caribe.

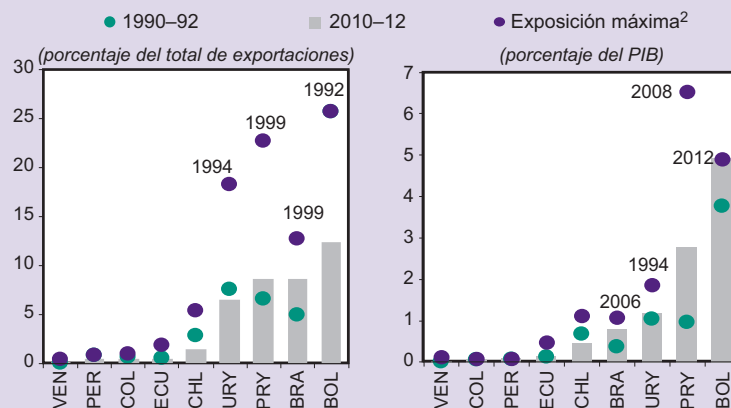
Efectos “derrame” originados en Argentina

El nivel del comercio de bienes entre Argentina y sus vecinos latinoamericanos es relativamente pequeño. Solo algunas economías (Bolivia, Brasil, Chile, Paraguay y Uruguay) tienen una exposición comercial significativa a Argentina (gráfico 2.2.1). Bolivia, en particular, experimentó un aumento notable de las exportaciones a Argentina durante la última década (que alcanzaron un 12 por ciento de las exportaciones totales; es decir, casi un 5 por ciento del PIB), principalmente debido al aumento de las exportaciones de gas natural. En el resto de las economías de la región, el comercio bilateral con Argentina continúa siendo casi insignificante.

Otros posibles canales de transmisión son, en general, limitados. En particular, los vínculos financieros directos de Argentina con los vecinos son más bien débiles. En Bolivia y Uruguay, algunos canales ajenos al comercio de bienes podrían ser relevantes. En Uruguay, esos canales incluyen: i) comercio de servicios (turismo de Argentina); ii) inversión extranjera directa (IED) de Argentina (2 por ciento del PIB); y iii) depósitos argentinos en bancos uruguayos. En Bolivia, las remesas procedentes de Argentina (1 por ciento del PIB) podrían representar otro canal de transmisión.

Los resultados en base a un modelo de vectores autorregresivos (VAR, por sus siglas en inglés) sugieren que el impacto de shocks del producto argentino en el producto de los países vecinos no es significativo, excepto en el caso de Uruguay¹. Controlando por factores globales comunes, los shocks del producto específicos de Argentina producen un impacto significativo en Uruguay, y el efecto más profundo se observa con rezago de un trimestre (gráfico 2.2.2)².

Gráfico 2.2.1. Países seleccionados de América Latina: Exposición comercial a Argentina¹



Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

¹Exportaciones de bienes a Argentina.

²Exposición máxima durante 1990-2012, basada en promedios móviles de tres años. El año correspondiente se presenta al lado de la observación.

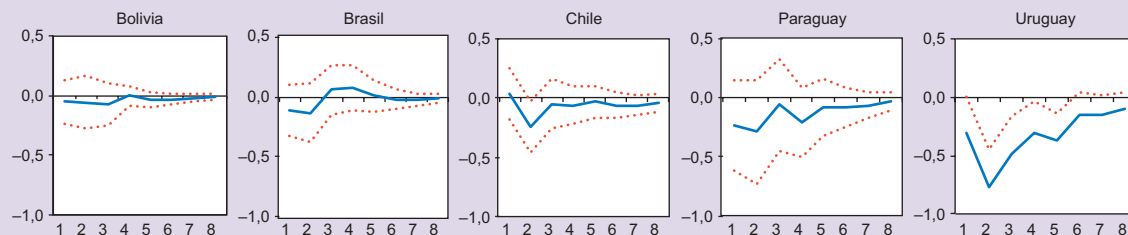
Nota: Este recuadro fue preparado por Sebastián Sosa.

¹Estimamos modelos VAR específicos para cada país que incluyen factores globales (demanda, condiciones financieras y precios de las materias primas), el crecimiento del PIB real de Argentina y el crecimiento del PIB real del país vecino. El modelo es estimado usando datos trimestrales a partir de 1990:T1.

²Los efectos derrame de Argentina a Uruguay también son evidentes a partir de un análisis simple de descomposición de la varianza: los shocks de Argentina explican 20 por ciento de la varianza del PIB de Uruguay para horizontes estándares.

Recuadro 2.2 (continuación)

Gráfico 2.2.2. Países seleccionados de América Latina: Respuesta del producto a un shock negativo del producto de Argentina¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Respuesta a un shock de una desviación estándar del PIB de Argentina (1,5 puntos porcentuales) \pm 1,5 errores estándar (líneas punteadas). El horizonte temporal es trimestral.

Además, el impacto de los shocks del producto de Argentina en Uruguay es significativamente más débil hoy que en el pasado, debido a varios factores: i) la proporción de exportaciones totales de bienes de Uruguay destinadas a Argentina se encuentra en mínimos históricos (5 por ciento, o 1 por ciento del PIB, en 2013, en comparación con un promedio de más de 10 por ciento de las exportaciones en las dos últimas décadas); ii) la proporción del ingreso uruguayo por concepto de turismo procedente de Argentina también ha disminuido; y iii) la importancia de los depósitos argentinos en bancos uruguayos ha caído de 40 por ciento del total de depósitos en 2001 a alrededor de 10 por ciento en 2013. Además, los riesgos asociados a los depósitos de no residentes son manejables, ya que los bancos uruguayos gozan de un elevado nivel de liquidez en dólares. De hecho, los resultados preliminares de un análisis econométrico que abarca únicamente el período más reciente sugieren que la sensibilidad a Argentina es menor hoy que en el pasado.

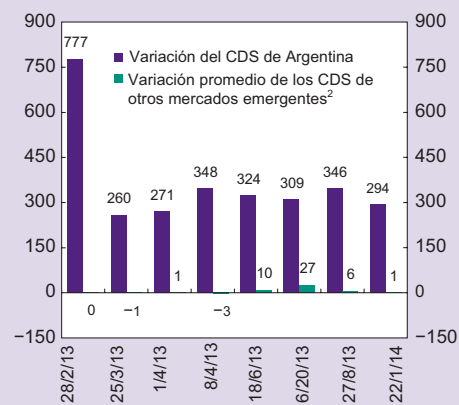
Los resultados del modelo econométrico probablemente subestimen el impacto de las fluctuaciones del producto de Argentina en Bolivia. La exposición comercial boliviana a Argentina ha aumentado significativamente en los últimos años; sin embargo, la estimación mide la sensibilidad promedio a lo largo de la totalidad del período de la muestra.

El impacto estimado de un shock del PIB argentino en el PIB de Brasil no es significativo. Esto es consistente con el hecho de que las exportaciones a Argentina representan apenas un 8 por ciento de las exportaciones totales de Brasil (1 por ciento del PIB). Sin embargo, 85 por ciento de esas exportaciones consisten en bienes manufacturados (principalmente bienes de consumo duraderos); por ende, un shock negativo en Argentina podría tener un impacto negativo en sectores específicos.

Tampoco es probable que Argentina genere efectos derrame en los mercados financieros de los países vecinos. De hecho, los fuertes aumentos recientes de los diferenciales soberanos de los swaps de riesgo de incumplimiento (CDS) de Argentina no estuvieron muy correlacionados con las variaciones de los diferenciales corres-

Gráfico 2.2.3. Comportamiento de los CDS de mercados emergentes en días de fuertes aumentos del CDS de Argentina

(Diciembre de 2012–febrero de 2014, puntos básicos)¹



Fuentes: Bloomberg y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CDS = Swaps de riesgo de incumplimiento.

¹Días en que se registra el 1 por ciento de los mayores aumentos de CDS soberanos del país desde 2007.

²Promedio de los CDS soberanos de otros 11 países de mercados emergentes.

Recuadro 2.2 (continuación)

pondientes a los países vecinos ni a los mercados emergentes a nivel más general (gráfico 2.2.3). Tres factores principales parecen explicar el alcance limitado de estos efectos derrame: i) los inversores extranjeros no tienen una presencia significativa en los mercados de bonos en moneda local, mientras que la deuda externa continúa disminuyendo³; ii) la base de inversores es reducida: si bien no existen datos detallados, la evidencia sugiere que el segmento de inversores que aún operan en el mercado argentino consiste principalmente en *hedge funds* e inversores especializados en mercados emergentes y deuda en problemas, que suelen tener una elevada tolerancia al riesgo y menos propensión a ventas de liquidación, y iii) la “cobertura sustitutiva” (es decir, la venta de otros activos para cubrir riesgo argentino) suele ser poco común, lo cual refleja el fuerte componente idiosincrático de los movimientos del mercado argentino.

Efectos “derrame” originados en Venezuela

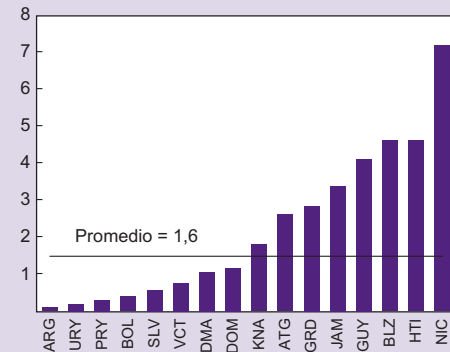
Durante la última década, Venezuela ha prestado apoyo financiero a varios países de América Latina y el Caribe (ALC) mediante diversos acuerdos de cooperación energética. En virtud de esos acuerdos (incluidos los de la iniciativa PetroCaribe), Venezuela proporciona financiamiento en condiciones muy favorables a los países beneficiarios (y, en algunos casos, la posibilidad de reembolsos en especie). Algunos países de ALC son sumamente dependientes del financiamiento recibido a través de esos acuerdos (gráfico 2.2.4). El financiamiento de Venezuela ha representado aproximadamente un 1½ por ciento del PIB de los países beneficiarios por año en promedio, pero en algunos casos ha alcanzado hasta un 6–7 por ciento del PIB. Por lo tanto, el nivel de deuda de estos países frente a Venezuela llega al 15 por ciento del PIB (Haití) o 20 por ciento del PIB (Nicaragua). Una interrupción repentina de estos acuerdos o una modificación abrupta de sus condiciones podrían generar problemas significativos de balanza de pagos para los países receptores, que tendrían que encontrar fuentes de financiamiento externo alternativo⁴.

³La ponderación actual de Argentina en los principales índices de referencia internacional de bonos de mercados emergentes (como el índice EMBI Global Diversified) se encuentra en el entorno del 1–2 por ciento.

⁴Ya se observa una reducción ordenada de las exportaciones de petróleo enmarcadas por estos acuerdos. Las exportaciones de petróleo a PetroCaribe disminuyeron un 15 por ciento en 2013. Venezuela también comenzó a acortar los vencimientos e incrementar las tasas de interés de algunos países beneficiarios.

Gráfico 2.2.4. Financiamiento externo desde Venezuela, 2012

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales; Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

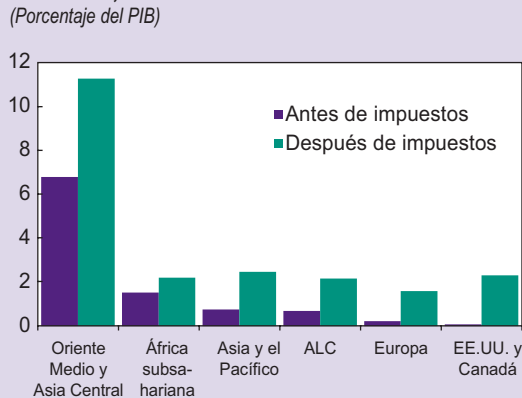
Recuadro 2.3. Subsidios a la energía en América Latina y el Caribe

Los elevados niveles de los precios del petróleo desde 2008 han incrementado las presiones para que los países proporcionen subsidios a la energía, pese a que estos entrañan costos fiscales y tienen efectos no transparentes en la distribución y la eficiencia.

Los subsidios a la energía son un fenómeno mundial, y en términos generales son tan prevalentes en América Latina y el Caribe (ALC) como en otras regiones del mundo. Dependiendo de cómo se midan, los subsidios a los combustibles y la electricidad se situaron entre 0,7 por ciento y 2,2 por ciento del PIB del país medio de ALC durante 2011, nivel en general similar al promedio de países de Asia y el Pacífico y África subsahariana, y algo mayor que el de Europa (gráfico 2.3.1)¹. Pero este rango oculta la gran variedad existente en el tamaño de los subsidios (grandes en algunos países de ALC ricos en energía), el tipo de subsidios (algunos países subsidian principalmente el combustible, mientras que otros subsidian los sectores de la electricidad o el transporte público), si dan lugar a transferencias presupuestarias o si representan una proporción importante de los ingresos públicos y, por ende, limitan la política fiscal.

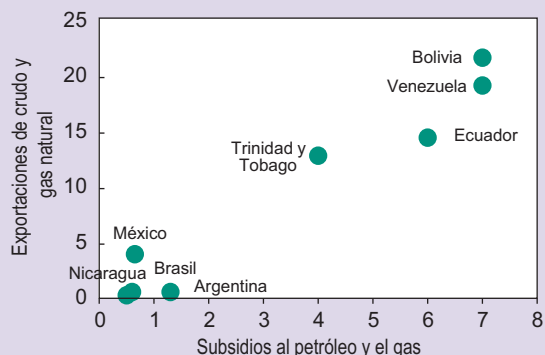
Los subsidios a la energía tienden a ser más cuantiosos y persistentes en los países de ALC ricos en energía (gráfico 2.3.2). Esto es similar a lo que se observa en los países exportadores de energía en Oriente Medio y Asia central. Algunos países fijan los precios internos de los combustibles por debajo de los precios internacionales a manera de una política social permanente para transferir al público la riqueza derivada de los recursos naturales. Otros proporcionan subsidios al fijar temporalmente los precios internos de los combustibles luego de alzas de los precios mundiales de la energía o los combustibles (o no permiten el pleno traspaso de los precios mundiales, como en México, especialmente desde mediados de la década de 2000). Los costos derivados de estas

Gráfico 2.3.1. Total de subsidios energéticos mundiales, 2011
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Clements *et al.* (2013).
Nota: ALC = América Latina y el Caribe.

Gráfico 2.3.2. Países seleccionados de América Latina: Subsidios al petróleo y el gas¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Los datos correspondientes a Argentina y Nicaragua se refieren a subsidios al transporte público. Los datos de exportaciones provienen de ONU, Comtrade; los subsidios están basados en estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gabriel Di Bella, con asistencia de Lawrence Norton, Joseph Ntamatungiro, Sumiko Ogawa, Issouf Samake y Marika Santoro.

¹Los datos para los promedios de las regiones se toman de Clements *et al.* (2013). La cifra más baja se refiere a subsidios “antes de impuestos” (es decir, transferencias para cerrar la brecha entre los precios nacionales e internacionales); la cifra más alta también incluye una estimación de ingresos no percibidos y externalidades negativas (o subsidios “después de impuestos”). Para medir los subsidios a la electricidad también es necesario evaluar si todos los costos y las pérdidas (incluido el robo) están reflejados en las tarifas que se cobra al público.

Recuadro 2.3 (continuación)

decisiones van desde los ingresos tributarios no percibidos (si se rebajan los impuestos para amortiguar el impacto del encarecimiento de las importaciones) hasta las transferencias directas (si los precios internos son mantenidos por debajo de los precios internacionales). En algunos países (por ejemplo, Venezuela, y en menor grado Brasil), la política de precios de los combustibles ha reducido la rentabilidad o elevado el endeudamiento de las empresas petroleras nacionales. La brecha entre los precios internacionales y nacionales de los combustibles es particularmente amplia en Venezuela (donde los subsidios equivalieron a aproximadamente el 7 por ciento del PIB en 2013), Ecuador (6 por ciento del PIB), Bolivia y Trinidad y Tobago (ambos, 4 por ciento del PIB)².

Algunos países importadores de petróleo también proporcionan subsidios; por ejemplo, Haití, y en menor grado Santa Lucía. Por su parte, Bolivia subsidia el consumo de gas natural (alrededor de 3 por ciento del PIB en 2013). Otros países subsidian el transporte público, por lo general en las ciudades, ya sea con subsidios directos a las empresas u ofreciéndoles acceso a combustible a precios más bajos (por ejemplo, Argentina, Nicaragua).

Los subsidios al sector de la electricidad también son importantes en algunos países de ALC (gráfico 2.3.3). Medirlos es una tarea compleja. En el sector de la electricidad, los subsidios ocurren no solo cuando las tarifas no cubren plenamente los costos, sino también cuando no compensan totalmente pérdidas no técnicas (incluido el robo de electricidad), que pueden ser considerables. Las tarifas que sí permiten cubrir todas las pérdidas implican un subsidio cruzado entre los usuarios que pagan por el servicio y los que no lo hacen. Cuando las tarifas no alcanzan para cubrir los costos, el sector público tiene que pagar, directa o indirectamente. Por ejemplo, las tarifas eléctricas se fijan en un nivel inferior a los costos de producción en algunas ciudades de Argentina, mientras que en México y Venezuela, la diferencia se cubre con transferencias del gobierno. En Brasil, lluvias inferiores al promedio desde 2013 han llevado al gobierno a asumir el costo de sustituir energía hidroeléctrica con la más cara energía térmica. En otros casos (por ejemplo, Haití, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana), los subsidios son el resultado de fijar tarifas en niveles que no cubren totalmente las pérdidas no técnicas. Sin transferencias del gobierno, el sector de la electricidad puede absorber los subsidios por algún tiempo, pero al costo de una menor inversión y, a la larga, la descapitalización, que tendrán consecuencias para el resto de la economía y, en definitiva, para las finanzas públicas.

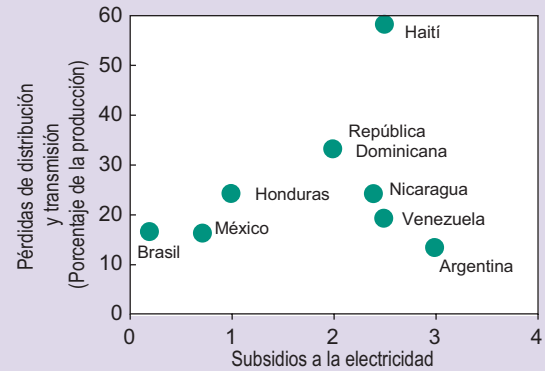
Las desventajas de los subsidios a la energía son sabidas.

- Pueden dar lugar a preocupaciones relacionadas con la sostenibilidad fiscal, sobre todo si los subsidios son por tiempo indefinido. En muchos países son el principal factor detrás de los déficits fiscales. También suelen equivaler a una importante proporción de los ingresos tributarios, como en Argentina (19 por ciento en 2013), Bolivia (25 por ciento), Haití (35 por ciento), Ecuador (aproximadamente 40 por ciento) y Venezuela (por lo

²Las cifras de Venezuela no incluyen el financiamiento concesional proporcionado en el marco de sus acuerdos regionales de cooperación energética (como PetroCaribe). Este financiamiento implica un costo para Venezuela en términos de ingreso petrolero no percibido, pero ha permitido a los países beneficiarios amortiguar el impacto de precios del petróleo más altos.

Gráfico 2.3.3. Países seleccionados de América Latina: Subsidios a la electricidad

(Porcentaje del PIB, a menos que se indique lo contrario)



Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators* (2011), y estimaciones del personal técnico del FMI.

Recuadro 2.3 (continuación)

menos 50 por ciento). Su magnitud y volatilidad restringen la política fiscal; los gobiernos que fijan o que no ajustan completamente los precios internos de la energía durante períodos de aumento de los precios mundiales tienen que decidir si abandonan las metas fiscales, reducen otras partidas de gasto o suben los impuestos. En parte por esta razón, los subsidios tienden a dar lugar a episodios de atrasos de los pagos internos (incluidos al sector energético), que suelen ser difíciles resolver.

- *Si bien los subsidios gozan de aceptación entre el público, su cálculo social no está bien comprendido.* Los subsidios a la energía no suelen estar bien focalizados. En algunos países de ALC, son mayores que el gasto en educación y salud. El hecho de que a menudo se registran solo como costos de las empresas estatales de petróleo o de servicios públicos, en lugar de ser declarados en documentos presupuestarios, crea preocupaciones de transparencia.
- *Pueden socavar el crecimiento, la eficiencia y la competitividad.* La valoración errónea de precios tiende a estar asociada a una sub-inversión en energía, no solo en los casos en que el sector no es compensado, sino cuando los precios de la energía se sitúan por debajo de su costo de oportunidad. En cambio, los subsidios inducen un consumo excesivo y daños al medio ambiente. En la electricidad y en otros segmentos del sector energético, la combinación de costos elevados de producción y escasez socava la competitividad y el crecimiento.

La eliminación de los subsidios suele ser una medida óptima pero típicamente muy difícil. La experiencia internacional destaca la importancia de eliminar los subsidios de manera pragmática; es decir, gradualmente, y con medidas de mitigación bien focalizadas en los más vulnerables y los grupos más afectados por la reforma. La implementación de las políticas debe ir acompañada de una estrategia de comunicación orientada a generar respaldo³. Uno de los objetivos principales debe ser despolitizar la fijación de precios de los productos subsidiados, ya sea permitiendo que el mercado los fije o adoptando un mecanismo de ajuste automático. Este mecanismo podría traspasar las fluctuaciones de los precios internacionales a los precios internos contemporáneamente, o gradualmente para amortiguar el impacto de la volatilidad. Con frecuencia, la reforma de la gestión de las empresas estatales es una medida crucial de apoyo.

³Jordania empezó a reducir gradualmente los subsidios a los combustibles en 2005, y el proceso culminó en 2008 con el pleno traspaso del precio; el gobierno simultáneamente elevó el salario mínimo, mantuvo una tarifa eléctrica básica e implementó un sistema de transferencias en efectivo a los hogares de bajo ingreso. En 2008, Indonesia y Mozambique también adoptaron medidas de mitigación para compensar las alzas de los precios de los combustibles. En Clements *et al.* (2013) se repasan algunos casos de reformas exitosas.

Apéndice 2.1. Aclaración acerca de los datos de Argentina

Los datos del PIB de Argentina se basan en datos declarados oficialmente con anterioridad a las revisiones del PIB anunciadas por la agencia de estadísticas hacia fines de marzo de 2014. El FMI ha emitido una declaración de censura y ha solicitado a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PIB.

Los datos de inflación se basan en datos declarados oficialmente. A partir de enero de 2014, 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 2014 del informe WEO (FMI, 2014a) no se presentan los pronósticos del personal técnico sobre la inflación del IPC. 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 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 2.3. Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2004–13¹

	2013				2004–13 Promedio				2013				Últimos disponibles	
	PIB ² (US\$, miles de mil.)	Población (Millones)	PIB per cápita (\$PPA)	Proporc. del PIB de ALC ² (Porcentaje)	Creci- miento del PIB real (Porcentaje)	Inflación ³ (Porcentaje)	Cuenta corriente (% del PIB)	Ahorro interno (% del PIB)	Apertura comercial ⁴ (% del PIB)	Reservas brutas (% del PIB)	Tasa de desempleo (Porcentaje)	Tasa de pobreza ⁵	Coefficiente de Gini ⁶	Califica- ción del crédito soberano ⁶
América del Norte														
Canadá	1.825,1	35,1	43.472	—	1,9	1,8	-0,9	22,5	64,7	3,9	7,1	—	32,0	AAA
México	1.258,5	118,4	15.563	21,8	2,6	4,2	-1,1	21,8	59,4	14,0	4,9	11,4	49,1	BBB
Estados Unidos	16.797,5	316,4	53.094	—	1,8	2,4	-4,0	16,6	27,7	0,9	7,4	—	47,7	AAA
América del Sur														
Argentina ⁷	488,2	41,5	18.750	8,5	6,7	9,4	1,3	23,4	42,5	6,3	7,1	4,2	42,0	CCC+
Bolivia	29,8	11,0	5.364	0,5	4,9	6,2	6,4	24,5	66,0	48,4	—	17,0	46,5	BB-
Brasil	2.242,9	198,3	12.221	38,8	3,7	5,5	-0,9	17,4	25,4	15,9	5,4	10,4	52,3	BBB
Chile	277,0	17,6	19.068	4,8	4,7	4,8	0,5	23,0	71,2	14,8	5,9	2,9	50,8	AA-
Colombia	381,8	47,2	11.189	6,6	4,8	4,1	-2,4	20,1	34,7	11,2	10,3	17,5	53,4	BBB
Ecuador	94,1	15,8	10.080	1,6	4,8	4,0	0,6	25,8	59,7	3,6	4,7	12,9	46,2	B
Guyana	3,0	0,8	8.250	0,1	3,6	5,7	-11,1	7,4	132,5	26,4	—	—	—	—
Paraguay	28,3	6,8	6.823	0,5	4,8	6,0	1,1	17,1	102,3	19,7	5,4	14,4	52,6	BB-
Perú	206,5	30,9	11.124	3,6	6,6	2,9	-1,1	22,0	31,2	31,2	7,5	11,1	45,3	BBB+
Suriname	5,1	0,5	13.116	0,1	4,9	8,3	2,3	—	101,6	14,6	—	—	—	BB-
Uruguay	56,3	3,4	16.723	1,0	5,5	7,4	-2,6	17,2	56,9	28,9	6,3	2,5	41,3	BBB-
Venezuela	374,0	30,0	13.605	6,5	5,9	26,0	8,0	33,0	50,7	1,8	9,2	18,1	43,3	B-
América Central														
Belize	1,6	0,3	8.716	0,0	2,8	2,2	-6,0	11,4	123,7	25,1	16,3	—	—	B-
Costa Rica	49,6	4,8	12.942	0,9	4,7	8,4	-5,0	17,8	90,2	14,8	9,0	4,7	48,5	BB+
El Salvador	24,5	6,3	7.515	0,4	1,8	3,4	-4,6	10,4	72,0	10,2	5,7	14,7	41,8	BB-
Guatemala	54,4	15,5	5.282	0,9	3,5	6,1	-3,3	13,7	64,0	12,9	—	40,5	52,2	BB+
Honduras	18,8	8,1	4.839	0,3	4,1	6,7	-7,2	20,2	124,0	17,3	4,4	37,4	57,2	B
Nicaragua	11,3	6,1	4.554	0,2	3,9	9,1	-12,1	16,8	102,6	17,7	6,2	29,3	45,7	B-
Panamá	40,3	3,7	16.658	0,7	8,6	4,2	-8,5	16,0	73,7	7,1	4,5	11,8	51,9	BBB
El Caribe														
Bahamas	8,4	0,4	32.037	0,1	0,8	2,1	-12,5	15,5	94,6	8,8	16,2	—	—	BBB+
Barbados	4,3	0,3	25.181	0,1	0,9	5,4	-8,8	7,8	98,6	13,5	11,9	—	—	BB-
República Dominicana	60,8	10,4	9.911	1,1	5,9	8,2	-4,8	11,9	63,6	7,7	7,0	14,0	47,4	B+
Haití	8,5	10,3	1.315	0,1	1,5	9,8	-2,6	25,7	64,1	20,4	—	—	—	B+
Jamaica	14,3	2,8	9.048	0,2	0,2	11,1	-11,6	12,8	91,3	12,7	14,9	—	—	B-
Trinidad y Tabago	27,7	1,3	20.438	0,5	3,2	7,7	18,5	34,6	100,4	38,3	5,0	—	—	A-
ECCUJ ⁸	5,3	0,6	14.696	0,1	1,5	2,8	-20,0	12,7	98,4	20,6	—	—	—	—
Antigua y Barbuda	1,2	0,1	18.558	0,0	1,4	2,4	-17,7	19,3	112,2	16,0	—	—	—	—
Dominica	0,5	0,1	14.283	0,0	2,1	2,0	-19,1	0,9	89,8	17,1	—	—	—	—
Grenada	0,8	0,1	13.724	0,0	0,9	2,9	-23,7	6,0	82,0	16,4	—	—	—	SD
Saint Kitts y Nevis	0,8	0,1	15.606	0,0	1,7	3,5	-16,7	29,8	86,5	37,7	—	—	—	—
Santa Lucía	1,3	0,2	12.730	0,0	1,8	2,9	-18,3	12,5	107,8	13,1	20,6	—	—	—
San Vicente y las Granadinas	0,7	0,1	12.207	0,0	1,6	3,2	-26,5	-0,3	86,9	18,5	—	2,9	40,2	B
América Latina y el Caribe¹	5.775,3	593,1	12.667	100,0	4,2	6,3	-0,5	18,0	44,7	13,9	—	12,3	52,0	—

Fuentes: Bloomberg, L.P.; autoridades nacionales; FMI, *International Financial Statistics*; 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 EE.UU. y la población que se calculan como totales.

²A tipos de cambio de mercado, con excepción de Argentina y Venezuela, países para los cuales se utilizan datos provenientes de las autoridades nacionales y analistas privados.

³Fin de período, variación porcentual a 12 meses.

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

⁵Datos de la Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SED-LAC, por sus siglas en inglés), basados en las últimas encuestas de hogares de cada país. En la mayoría de los casos, las encuestas corresponden a 2011 ó 2012, aunque en los casos de Guatemala (2009) y Venezuela (2006) son menos recientes. La tasa de pobreza está dada por la proporción de la población que gana menos de US\$2.50 diarios. El Banco Mundial calcula el índice de Gini utilizando datos agrupados para cada país. Los datos para Estados Unidos provienen de U.S. Census Bureau, y para Canadá, de Statistics Canada.

⁶Mediana de las calificaciones publicadas por Moody's, Standard & Poor's y Fitch.

⁷Véanse más detalles sobre los datos de Argentina en el apéndice 2.1.

⁸La Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés) incluye a Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.

3. El impacto de la normalización de la política monetaria estadounidense en América Latina y el Caribe

El afianzamiento de la recuperación en Estados Unidos proporcionará un impulso positivo principalmente a México, América Central y el Caribe, mientras que la correspondiente normalización de la política monetaria estadounidense afectará a todos los países de América Latina y el Caribe (ALC). La exposición tradicional a cambios en las tasas de interés estadounidenses ha disminuido, ya que los gobiernos dependen en menor medida del endeudamiento en dólares de EE.UU. Sin embargo, los shocks monetarios estadounidenses también se propagan a los mercados de divisas y de financiamiento interno. En general, los efectos sobre el rendimiento de los bonos locales han sido limitados durante la última década, pero la turbulencia en los mercados financieros observada a mediados de 2013 ilustra el riesgo de movimientos extraordinariamente fuertes bajo determinadas condiciones. En un escenario de normalización gradual y sin sobresaltos, es poco probable que las entradas de capitales netas a ALC se reviertan, aunque nuevos shocks de la prima de riesgo podrían generar presiones a la salida de capitales. Si bien no es posible protegerse completamente de este tipo de shocks externos, los países de la región pueden aumentar su resistencia frente a la volatilidad financiera reforzando las hojas de balance y manteniendo marcos de política creíbles.

Introducción

Desde comienzos de 2014, la Reserva Federal de Estados Unidos ha comenzado a reducir gradualmente la escala de sus adquisiciones de bonos. Si bien la orientación de su política sigue siendo sumamente expansiva, este proceso de reducción gradual del estímulo marca la primera etapa de la normalización prevista de la política monetaria estadounidense. Dado que el programa de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal no tiene precedentes, se plantean muchas interrogantes acerca del efecto que producirá su retiro en el resto del mundo. Los sucesi-

Nota: Preparado por Alexander Klemm, Andre Meier y Sebastián Sosa. Anayo Osuke, Carlos Rondón y Ben Sutton prestaron una excelente asistencia en la investigación.

vos estallidos de turbulencia financiera producidos en los mercados desde mayo de 2013 han generado preocupación acerca del posible impacto desestabilizador que podría tener el aumento sostenido de las tasas de interés estadounidenses en los mercados emergentes, los cuales se han beneficiado de costos de financiamiento externo extremadamente bajos y han recibido fuertes entradas de capitales en los últimos años.

Este capítulo examina los posibles efectos de futuros cambios en las condiciones monetarias en Estados Unidos sobre ALC, enfocándose en el impacto a través de flujos comerciales y de los mercados de bonos y de divisas.

Canales de transmisión

La decisión de la Reserva Federal de comenzar a reducir las compras de bonos refleja un hecho *a priori* muy positivo para el resto del mundo, como es la consolidación de la recuperación de la economía de Estados Unidos. El aumento de la demanda estadounidense de importaciones favorecerá a las economías de ALC, si bien la magnitud del impacto varía según el país. Uno de los principales beneficiarios probablemente sea México, cuya industria manufacturera se ha ido integrando a la cadena de suministro norteamericana. De hecho, sus exportaciones a Estados Unidos superan largamente, tanto en términos absolutos como en relación al PIB, a las del resto de las economías grandes de ALC (gráfico 3.1). El fortalecimiento de la recuperación estadounidense ayudará también a las economías de América Central y el Caribe que mantienen estrechos vínculos comerciales con Estados Unidos¹. La mayor parte de América del Sur, en cambio, se beneficiaría solo marginalmente.

¹ Más allá del impacto de los efectos de contagio positivos transmitidos a través del comercio de mercancías, muchos países de América Central y el Caribe se beneficiarán también del aumento de los flujos procedentes de Estados Unidos por las vías del turismo y las remesas de trabajadores.

Gráfico 3.1. ALC: Exportaciones de bienes a Estados Unidos¹

(Porcentaje del PIB)



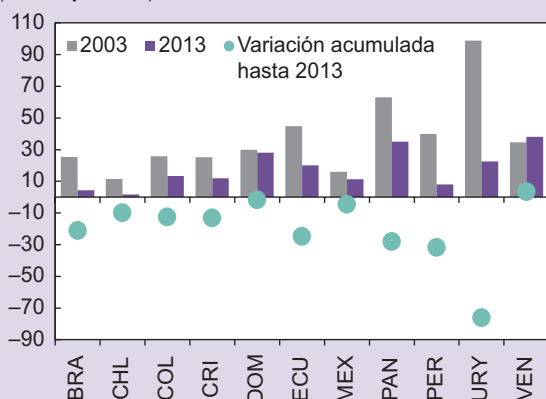
Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Relación promedio respecto del PIB en 2010–12.

²Para más detalles sobre el producto interno bruto de Argentina, véase el apéndice 2.1.

Gráfico 3.2. Economías seleccionadas de ALC: Deuda pública en moneda extranjera: 2013 vs. 2003¹

(Porcentaje del PIB)



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

Nota: Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.

¹Incluye instrumentos de deuda indexados al tipo de cambio. La definición del sector público varía ligeramente según el país.

La contracara de la mejora de las perspectivas económicas de Estados Unidos es la eliminación paulatina del extraordinario estímulo monetario inyectado por la Reserva Federal desde 2008. A corto plazo, el efecto principal debería ser un movimiento al alza de las tasas de interés estadounidenses a más largo plazo, a medida que se acorta el plazo durante el cual las tasas de política monetaria se mantienen cercanas a cero. Las proyecciones del personal técnico del FMI se basan en un ajuste gradual: los rendimientos a 10 años aumentarían alrededor de 120 puntos básicos respecto a los niveles actuales hacia fines de 2015 (en sintonía con el capítulo 3 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés, FMI, 2014a, que prevé que las tasas de interés reales estadounidenses se mantengan relativamente bajas por algún tiempo). Sin embargo, el rendimiento de los bonos estadounidenses podría variar de manera más abrupta, ya sea debido a sorpresas sobre la trayectoria futura probable de las tasas de política monetaria o a causa de cambios repentinos de la prima por plazo (la brecha entre el rendimiento de los bonos a largo plazo y el promedio de las tasas de interés esperadas a corto plazo durante el mismo período). Shocks a la prima por plazo podrían originarse, en particular, a raíz de la incertidumbre que aún persiste acerca del momento exacto y de las modalidades del fin de la expansión cuantitativa.

El aumento de las tasas de interés estadounidenses a largo plazo tiene un efecto directo en la deuda de los mercados emergentes denominada en dólares de EE.UU. Hace apenas dos décadas, esta categoría representaba el grueso de la deuda pública de ALC. Por lo tanto, cualquier endurecimiento de la política de la Reserva Federal implicaba inexorablemente un incremento de los costos marginales de financiamiento de las entidades públicas (y de otros deudores) de la región, generalmente en una proporción mayor que uno a uno, dado que el alza de las tasas de interés estadounidenses suele verse acompañada por un aumento de los diferenciales de deuda en monedas de reserva de los mercados emergentes (cuadro 3.1). Durante la última década, sin embargo, esta vulnerabilidad ha disminuido sensiblemente en ALC, ya que la mayor parte de los países de la región han pasado a emitir deuda mayoritariamente en moneda local (gráfico 3.2).

Cuadro 3.1. Política monetaria de Estados Unidos y diferenciales de los bonos externos de mercados emergentes: Algunos estudios publicados

Estudio	Muestra	Metodología	Indicador de la orientación monetaria de Estados Unidos	Principales resultados
Arora y Cerisola (2001)	1994–2001; 11 EME	Regresiones específicas de cada país	Rendimiento del bono del Tesoro a 10 años y tasa de los fondos federales	Relación positiva con diferenciales de EME (elasticidades promedio de 0,78 y 0,82 para las tasas de los bonos a 10 años y de los fondos federales, respectivamente).
Uribe y Yue (2006)	1994–2001; 7 EME	Modelo VAR	Tasa real de las letras de Tesoro a 3 meses	Un aumento de un punto porcentual de las tasas de interés de Estados Unidos hace subir los rendimientos del EMBI ½ punto porcentual de inmediato y 1¼ puntos.
Alper (2006)	1998–2006; 7 EME	Panel desequilibrado	Movimientos sorpresivos de la política monetaria estadounidense	Impacto positivo del componente imprevisto de la política monetaria estadounidense en los diferenciales de los EME.
Hartelius, Kashiwase y Kodres (2008)	1991–2007; 33 EME	Panel con efectos fijos	Futuro a 3 meses sobre fondos federales	Un aumento de 1 punto porcentual de la tasa de los fondos federales prevista a 3 meses hace subir los diferenciales 5 por ciento.
Bellas, Papaopannou y Petrova (2010)	1997–2009; 14 EME	Media agrupada y modelos con efectos fijos	Rendimiento del bono del Tesoro a 10 años	Efecto estadísticamente insignificante en los diferenciales de los EME.
Csonto y Ivaschenko (2013)	2001–13; 18 EME	Estimación con efectos fijos y media agrupada	Tasa de los fondos federales y rendimiento de títulos del Tesoro a 3 meses y 10 años	Ningún efecto estadísticamente significativo en los diferenciales de los EME a largo plazo.

Fuente: Elaborado por el personal técnico del FMI.

Nota: EME = Economías de mercados emergentes, EMBI = Índice de bonos de mercados emergentes de J. P. Morgan, VAR = Modelo de vectores autorregresivos.

Esto no implica que no puedan persistir exposiciones significativas en algunos casos, sobre todo en las economías con sistemas financieros completamente dolarizados, como Ecuador y Panamá, o en aquellas con capacidad limitada para emitir deuda en moneda local. Además, las empresas grandes de la región han expandido sensiblemente su endeudamiento externo en los últimos años, especialmente mediante la emisión de bonos corporativos. Si bien esta tendencia genera nuevas vulnerabilidades, muchas de estas empresas están protegidas inicialmente por el plazo relativamente largo de los bonos emitidos. Los niveles de deuda a corto plazo son en general relativamente moderados, lo cual retrasa el efecto directo del endurecimiento de las condiciones financieras de Estados Unidos sobre los costos de refinanciamiento y el riesgo de renovación (gráfico 3.3). De todos modos, es imperioso vigilar de cerca los posibles descalces de monedas (véase también el recuadro 2.1).

Los mercados locales de bonos

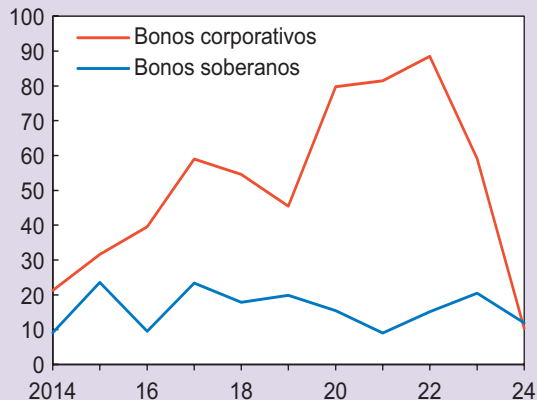
La desdolarización gradual de la deuda pública ha reducido la vulnerabilidad de los mercados

emergentes en ALC a las fluctuaciones del tipo de cambio. En principio, también ha posibilitado que los costos de financiamiento locales difieran de las tasas de interés internacionales. En la práctica, sin embargo, las decisiones de política monetaria y las condiciones financieras internas claramente no son inmunes a factores externos, en un mundo caracterizado por grandes flujos internacionales de capital y una creciente presencia de inversores extranjeros en los mercados de bonos locales de mercados emergentes². Así lo evidencia, por ejemplo, el aumento casi generalizado (aunque diferenciado) del rendimiento de los bonos a largo plazo de los mercados emergentes observado a partir del shock producido por el anuncio del recorte del estímulo monetario en mayo de 2013 (gráfico 3.4). El impacto que esto tendrá en la demanda interna

² El capítulo 2 de la edición de abril de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR, por sus siglas en inglés, FMI, 2014b), analiza en detalle el impacto de la presencia de inversores de cartera extranjeros en los mercados de bonos locales. Rey (2013) y Klein y Shambaugh (2013) discuten los desafíos de política relacionados a esto.

Gráfico 3.3. América Latina: Bonos en moneda extranjera en circulación por fecha de vencimiento¹

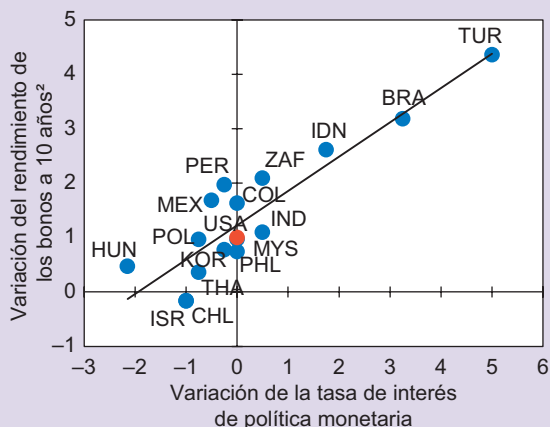
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Bloomberg L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Incluye todos los bonos en monedas de reserva con vencimiento original mayor a un año y en circulación a comienzos de enero de 2014. Bonos corporativos identificados según la nacionalidad del emisor.

Gráfico 3.4. Economías seleccionadas: Variaciones de tasas de política monetaria y rendimiento de los bonos locales desde fines de abril de 2013¹

(Puntos porcentuales)



Fuentes: Bloomberg L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.
¹Variación entre el 30 de abril de 2013 y el 27 de marzo de 2014.
²Los bonos de Brasil y Chile reflejan una madurez residual de 9 años hacia el final del período de la muestra.

será diferenciado, pero probablemente sea importante en muchos casos, dada la profundización de los mercados locales de crédito durante la última década. Por su parte, la caída de los mercados bursátiles de mercados emergentes a partir de la suba de las tasas de interés aumenta el impacto contractivo, aunque la depreciación de las monedas locales en general debería estimular el crecimiento.

Dos canales en particular explican el aumento sincronizado en el rendimiento de los bonos ilustrado en el gráfico 3.4. En primer lugar, el alza del rendimiento de los bonos estadounidenses desincentiva las inversiones en otras monedas, generando presiones sobre los tipos de cambio de mercados emergentes. Esas presiones pueden llevar a los bancos centrales a subir las tasas de política monetaria, para evitar un efecto de traspaso excesivo a la inflación interna (u otros efectos desestabilizadores relacionados con salidas de capitales y depreciaciones de las monedas locales). A su vez, una trayectoria ascendente de las tasas de política monetaria a corto plazo afecta a los rendimientos de los bonos a más largo plazo. En segundo lugar, es esperable que las primas por plazo de los distintos países exhiban una correlación positiva, reflejando tendencias comunes en cuanto a incertidumbre y aversión al riesgo³. Ambos efectos parecen haber estado presentes en los mercados emergentes durante el último año.

Una tercera explicación posible del aumento sincronizado de las tasas de interés es que dicho aumento refleja una mejora generalizada de las perspectivas de crecimiento. Sin embargo, no existe evidencia que valide esta explicación. Por el contrario, los países que experimentaron alzas más pronunciadas de las tasas de interés fueron, en general, aquellos que sufrieron las mayores revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento (gráfico 3.5). En otras palabras, las condiciones financieras no se han apretado más en los países con las perspectivas más alentadoras, sino en aquellos que enfrentan una combinación de presiones inflacionarias y cambiarias (gráfico 3.6). La existencia de estos problemas está a su vez estre-

³ Para un análisis más profundo de las tendencias comunes de las tasas reales de interés a largo plazo, véanse el capítulo 3 de la edición de abril de 2014 del informe WEO (FMI, 2014a) y Turner (2014).

chamente relacionada a déficits en cuenta corriente elevados y a una fuerte apreciación previa del tipo de cambio real. Por ende, el problema de fondo podría ser una historia reciente de fuertes entradas de capital que apreciaron los tipos de cambio reales —y aumentaron, a su vez, los déficits externos— llevando a los bancos centrales a mantener una política monetaria más relajada que lo normal⁴.

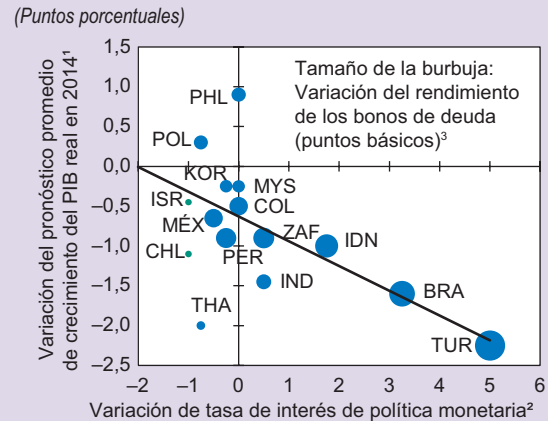
Sensibilidad del rendimiento de los bonos a shocks monetarios estadounidenses

Pasando a una investigación más formal, examinamos la respuesta del rendimiento de los bonos públicos a 10 años en moneda local a shocks monetarios estadounidenses. Estos últimos son identificados utilizando un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con restricciones de signo, específico para Estados Unidos. Los shocks monetarios positivos son identificados como perturbaciones que empujan al alza el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, y a la baja el precio de las acciones. De esta manera, se los distingue de shocks asociados a “sorpresas” positivas, que hacen subir tanto el rendimiento de los bonos como el precio de las acciones⁵. Fundamentalmente, los shocks monetarios captan variaciones imprevistas de las perspectivas de política monetaria no asociadas con cambios de las expectativas de crecimiento o del grado de apetito por riesgo de los inversores. El análisis se centra en shocks que afectan al rendimiento de los bonos estadounidenses de largo plazo, ya que estos permiten capturar cambios en las perspectivas de la política monetaria incluso en un entorno de políticas no convencionales,

⁴ Véanse también Eichengreen y Gupta (2014), Mishra *et al.* (de próxima publicación) y Arvanitis *et al.* (de próxima publicación).

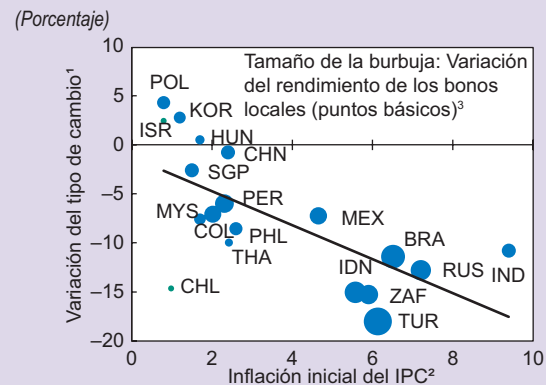
⁵ Los shocks asociados a “sorpresas” positivas capturan otras fuentes de innovaciones que podrían influir en el rendimiento de los bonos, en particular cambios inesperados en las perspectivas de crecimiento o en el grado de apetito por riesgo. Para más detalles acerca del método empírico, véase el Informe sobre efectos de contagio del FMI, de próxima publicación.

Gráfico 3.5. Economías seleccionadas: Variaciones de tasas de política monetaria, rendimiento de bonos locales y proyecciones de crecimiento desde fines de abril de 2013



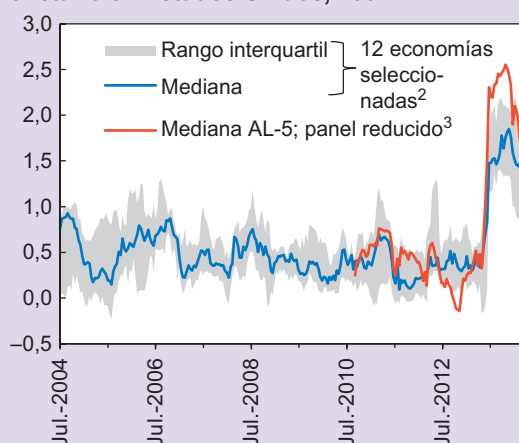
Fuentes: Bloomberg L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.
¹Variación del pronóstico de crecimiento promedio de los analistas encuestados por Bloomberg L.P. entre el 30 de abril de 2013 y el 27 de marzo de 2014.
²Variación entre el 30 de abril de 2013 y el 27 de marzo de 2014.
³Variación del rendimiento del bono de deuda pública a 10 años entre el 30 de abril de 2013 y el 27 de marzo de 2014. La variación de los bonos de Chile e Israel fue negativa. Los rendimientos de bonos de Brasil y Chile reflejan una madurez residual de 9 años hacia el final del período de la muestra.

Gráfico 3.6. Economías seleccionadas: Variaciones del tipo de cambio y del rendimiento de bonos locales desde finales de abril de 2013 vs. inflación inicial del IPC



Fuentes: Bloomberg L.P.; Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: IPC = Índice de precios al consumidor. Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 73.
¹Variación porcentual del tipo de cambio de la moneda local frente al dólar de EE.UU. entre el 30 de abril de 2013 y el 27 de marzo de 2014.
²Variación porcentual durante el período de 12 meses finalizado en abril de 2013.
³Variación en el bono de deuda pública a 10 años entre el 30 de abril de 2013 y el 27 de marzo de 2014. La variación en los bonos de Chile e Israel fue negativa. Los rendimientos de bonos en Brasil y Chile reflejan una madurez residual de 9 años hacia el final del período de la muestra.

Gráfico 3.7. Respuesta normalizada ("beta") del rendimiento de bonos locales a un shock monetario en Estados Unidos, 2004–14¹



Fuentes: Bloomberg L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Según regresiones móviles de 6 meses, específicas para cada economía, de las variaciones diarias del rendimiento de los bonos de deuda pública en moneda local a 10 años contra shocks monetarios y "sorpresas" en variables económicas en Estados Unidos. Las regresiones incluyen valores contemporáneos y rezagados un día. Los coeficientes "beta" se calculan sumando los coeficientes asociados al shock monetario estadounidense de la regresión específica para cada país y dividiéndolos por la suma de los coeficientes correspondientes a la regresión del rendimiento de los bonos estadounidenses.

²Economías con datos disponibles entre enero de 2004 y febrero de 2014: China, Corea del Sur, Filipinas, RAE de Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, México, Polonia, Singapur, Sudáfrica y Tailandia.

³El panel varía dependiendo de la disponibilidad de los datos. Sin embargo, en todos los períodos mostrados fueron incluidas al menos cuatro de las siguientes economías: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los datos del rendimiento de los bonos locales de Brasil y Chile combinan bonos con madurez residual de 9 y 10 años.

como la expansión cuantitativa o la "orientación de expectativas" (*forward guidance*).

Turbulencia en los mercados de bonos en 2013: ¿Quiebre estructural o anomalía?

Utilizando un análisis de regresión simple con series de tiempo diarias que comienzan en 2004, encontramos que la respuesta del rendimiento de los bonos estadounidenses a 10 años a estos shocks monetarios es muy estable, con aumentos de dicho rendimiento de alrededor de 3 puntos básicos en respuesta a un shock positivo estandarizado. La respuesta del rendimiento de los bonos en moneda local de los mercados emergentes es más variable,

pero en general oscila entre 1 y 2 puntos básicos, lo cual implica un comovimiento menor que uno a uno con el rendimiento de los bonos estadounidenses, incluso en América Latina (gráfico 3.7)⁶. Sin embargo, la sensibilidad estimada aumentó drásticamente en 2013 y la mayoría de los rendimientos de bonos de mercados emergentes exhibieron betas (es decir, respuestas en relación con la variación misma del rendimiento de los títulos estadounidenses) muy superiores a la unidad⁷. En el período más intenso de turbulencia en los mercados emergentes el año pasado —es decir, del 21 de mayo al 5 de septiembre— esos betas elevados explican entre un 30 y un 80 por ciento del aumento observado del rendimiento de los bonos de la mayoría de los mercados emergentes (gráfico 3.8).

Este aumento notable del impacto de shocks monetarios estadounidenses en el rendimiento de los bonos de mercados emergentes, ¿es indicio de un cambio estructural que coincide con un punto de inflexión de la política de la Reserva Federal? Es difícil afirmarlo con certeza, pero algunos hechos indican lo contrario. Primero, la sensibilidad del

⁶La regresión relaciona las variaciones del rendimiento de los bonos de mercados emergentes con el valor contemporáneo y con un día de rezago de los shocks monetario y de novedades de Estados Unidos, para tener en cuenta los efectos rezagados en los mercados de Asia y Europa debido a la diferencia horaria.

⁷Por el contrario, la respuesta a shocks asociados a "sorpresas" positivas fluctúa en torno a cero en el mercado emergente promedio a lo largo de todo el período de la muestra, lo cual sugiere que el comovimiento positivo producido por las variaciones sorpresivas en las perspectivas de crecimiento (un mayor crecimiento de Estados Unidos reduce la capacidad ociosa de las economías de mercados emergentes, lo cual conduce a un endurecimiento de las condiciones monetarias en estas últimas) se ve básicamente compensado por el comovimiento negativo debido a shocks al grado de apetito por riesgo (un aumento del grado de apetito por riesgo incrementa el rendimiento de los bonos estadounidenses pero reduce los de mercados emergentes). Tampoco observamos una respuesta significativa del rendimiento de los bonos de mercados emergentes a shocks al crecimiento del producto de Estados Unidos en regresiones que incluyen el índice diario de innovaciones sorpresivas del crecimiento de Estados Unidos, elaborado por Goldman Sachs, como regresor adicional.

rendimiento de los bonos de mercados emergentes comenzó a disminuir ligeramente en los últimos meses. Segundo, no encontramos evidencia de un quiebre estructural en 2008–09, cuando se lanzó la primera ronda de expansión cuantitativa, lo cual genera dudas acerca de que el impacto de la política monetaria estadounidense haya cambiado fundamentalmente debido a la adopción de políticas no convencionales. Tercero, tampoco hay en nuestra muestra evidencia de que un aumento del rendimiento de los bonos estadounidenses tenga efectos sistemáticamente más grandes en el rendimiento de los bonos de mercados emergentes que una disminución de igual magnitud. A pesar de todo esto, tampoco parecería prudente descartar el shock producido por el retiro del estímulo monetario estadounidense y considerarlo como una anomalía.

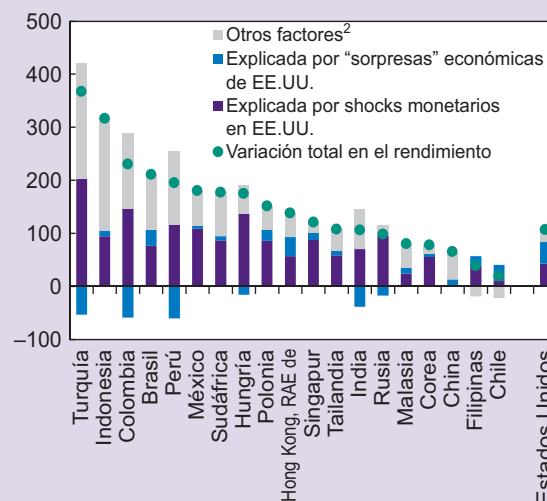
Un factor que puede explicar las variaciones inusualmente fuertes del rendimiento de los bonos ocurridas a mediados de 2013 es la situación extrema de los mercados previo al shock producido por el anuncio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos. Las tasas de interés vigentes en la mayoría de los mercados emergentes se ubicaban en mínimos históricos, tanto en términos nominales como reales, en la medida en que muchos inversores mantenían posiciones consistentes con condiciones monetarias persistentemente relajadas y una reducida volatilidad. Esta situación aumentó particularmente la vulnerabilidad de los mercados a cambios inesperados en la orientación de la política monetaria o a un incremento de la incertidumbre, como fue el shock generado a partir del anuncio del 22 de mayo del entonces Presidente de la Reserva Federal Bernanke, que desencadenó una venta masiva en los mercados de bonos internacionales. Desde entonces, las tasas de interés a largo plazo —tanto nominales como reales— de los mercados emergentes se han normalizado en cierta medida, aunque permanecen por debajo de los promedios históricos de más largo plazo en la mayoría de los países (gráfico 3.9).

Resultados a partir de un modelo de regresiones de panel

Los resultados de nuestras regresiones utilizando series diarias del rendimiento de bonos son en

Gráfico 3.8. Economías seleccionadas: Factores que explican las variaciones del rendimiento de los bonos a partir del anuncio de normalización monetaria en Estados Unidos¹

(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.

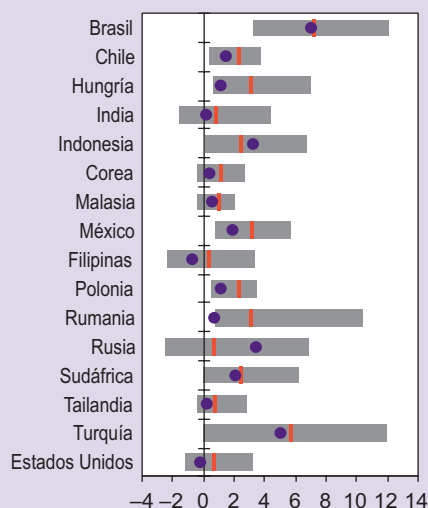
¹Comprende el período entre el 21 de mayo de 2013 y el 5 de septiembre de 2013. La descomposición se basa en una regresión de las variaciones diarias del rendimiento de los bonos de deuda pública a 10 años contra shocks en Estados Unidos. Los datos de rendimiento de los bonos de Brasil y Chile combinan bonos con una madurez residual de 9 y 10 años.

²Incluye el impacto de otros factores externos e internos captados por la constante y los residuos de la regresión.

general confirmados por los obtenidos a través de regresiones más complejas que incluyen una serie de variables de control para explicar cambios en el rendimiento de los bonos de mercados emergentes utilizando datos con frecuencia mensual. En efecto, al igual que en el ejercicio anterior, se encuentra evidencia robusta de una respuesta positiva a shocks monetarios estadounidenses así como también de un fuerte aumento de dicha respuesta en 2013. Por su parte, y también como en el ejercicio anterior, las regresiones no evidencian ninguna diferencia sistemática entre la respuesta a shocks monetarios estadounidenses positivos y la correspondiente a shocks negativos. Quizá más sorprendente es el hecho de que no se encuentre evidencia de que la sensibilidad del rendimiento de los bonos de mercados emergentes esté sistemáticamente relacionada con variables que normalmente reflejan fundamentos económicos durante todo el período de la

Gráfico 3.9. Economías seleccionadas: Tasas de interés reales, enero de 2006–marzo de 2014¹
(Porcentaje)

■ Rango histórico | | Promedio histórico ● 27 de marzo de 2014



Fuentes: Bloomberg L.P.; Consensus Forecasts y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Calculadas como la diferencia entre las tasas de los swaps de tasas de interés a 5 años y las proyecciones de Consensus Forecasts de inflación a un año del IPC. Los datos de Malasia comienzan en noviembre de 2006, y los de Rumania y Rusia en agosto de 2006.

muestra, aunque algunas de esas variables ejercen una influencia directa sobre el rendimiento de los bonos de mercados emergentes (cuadro 3.2)⁸.

Impacto moderado de una normalización gradual, pero persisten riesgos de volatilidad

En términos generales, estos resultados sugieren que una normalización gradual y ordenada de las condiciones monetarias en Estados Unidos debería afectar a los mercados de bonos en moneda local

⁸Véanse también Jaramillo y Weber (2013), Kamil *et al.* (de próxima publicación) y Perrelli y Goes (de próxima publicación). Nuestras regresiones utilizan datos mensuales en primeras diferencias. En comparación con otros estudios, esto puede dificultar el hallazgo de un fuerte impacto de los fundamentos económicos, que tienden a exhibir baja variabilidad de corto plazo en un mismo país.

Cuadro 3.2. Variable dependiente: Variación mensual del rendimiento de los bonos públicos locales

(Puntos porcentuales)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Variables de Estados Unidos:</i>					
"Sorpresas" en variables económicas	0,008 (0,006)	0,007 (0,006)	0,007 (0,006)	0,007 (0,006)	
Shock monetario	0,019*** (0,005)	0,017*** (0,006)	0,017*** (0,005)	0,015** (0,007)	
Shock monetario interactuado con:					
"Dummy" ALC		0,011 (0,011)			
"Dummy" shocks post-abril 2013			0,021* (0,013)		
"Dummy" shocks positivos				0,009 (0,010)	
Δ Tasa bonos del Tesoro a 10 años					0,491*** (0,076)
Δ Índice VIX	0,007 (0,005)	0,007 (0,005)	0,007 (0,005)	0,006 (0,005)	0,012*** (0,003)
<i>Variables individuales de economías emergentes</i>					
Δ Pronóstico de inflación	0,150* (0,089)	0,153* (0,088)	0,150* (0,089)	0,154* (0,090)	0,130 (0,090)
Δ Pronóstico de crecimiento	0,017 (0,059)	0,019 (0,060)	0,022 (0,059)	0,019 (0,060)	-0,000 (0,056)
Δ Reservas oficiales	-0,068 (0,074)	-0,066 (0,073)	-0,062 (0,073)	-0,062 (0,075)	-0,106 (0,072)
Δ Balance fiscal	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
Δ Deuda externa	0,077*** (0,020)	0,077*** (0,020)	0,077*** (0,020)	0,075*** (0,020)	0,085*** (0,019)
Observaciones	1,221	1,221	1,221	1,221	1,221
R ²	0,086	0,088	0,089	0,087	0,112

Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las regresiones se estiman con datos mensuales para una muestra de 18 mercados emergentes, incluidos Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, entre enero de 2006 y diciembre de 2013. Entre paréntesis se indican los errores estándar robustos. Todas las variables están expresadas como porcentajes o porcentajes del PIB y están diferenciadas, excepto en el caso de los shocks monetarios y de "sorpresas" económicas de Estados Unidos. Las verificaciones de robustez no presentadas incluyeron también los saldos en cuenta corriente y la apertura de la cuenta de capital como variables de control, pero no arrojaron estimaciones significativas. *** valor $p < 0,01$, ** valor $p < 0,05$, * valor $p < 0,1$. Pronósticos de inflación y crecimiento de Consensus Economics.

de manera relativamente moderada. Históricamente, las tasas de interés de los mercados emergentes han reaccionado ante shocks monetarios estadounidenses, pero en una relación menor que uno a uno. Otros shocks que implican "sorpresas" económicas positivas, incluyendo cambios inesperados en las perspectivas de crecimiento estadounidense, pare-

cen tener un impacto aún más limitado (y posiblemente benigno) sobre el rendimiento de los bonos de mercados emergentes⁹.

Sin embargo, persisten riesgos importantes. Nuevos incrementos de la volatilidad del rendimiento de los bonos estadounidenses podrían ocasionar fuertes movimientos repentinos en los mercados de bonos de mercados emergentes, especialmente si coincidieran con otros shocks negativos al ánimo de los inversores, como por ejemplo acontecimientos políticos o económicos adversos en los mercados emergentes. A la luz de lo ocurrido durante el episodio de turbulencia financiera a mediados de 2013, el impacto sería más pronunciado en las economías con posiciones externas débiles y capacidad limitada para mantener políticas internas relajadas. Las fluctuaciones del mercado podrían verse agudizadas por la aparente disminución de la liquidez en la compraventa de activos en los últimos años, en un contexto en que algunos bancos han reducido sus actividades de formación de mercados.

Perspectiva de los flujos de capital

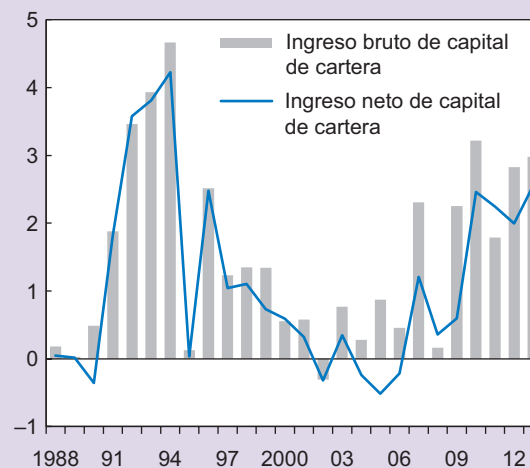
Una perspectiva adicional sobre el posible impacto de la normalización de la política monetaria estadounidense, surge al concentrarse en los flujos de capitales, en lugar del rendimiento de los bonos. Como ha sido ampliamente documentado, el mínimo histórico que tocaron las tasas de interés reales de las economías de mercados emergentes a principios de 2013 fue, en parte, consecuencia de la fuerte entrada de capitales de cartera observada hasta ese momento (gráfico 3.10). El aumento de las tasas de interés estadounidenses, por el contrario, podría desacelerar o revertir los flujos de capital hacia los mercados emergentes.

Utilizamos un enfoque de vectores autorregresivos con datos de panel (PVAR, por sus siglas en inglés) para analizar la respuesta de los flujos de capital a shocks de tasas de interés reales estadounidenses

⁹Esto es consistente con evidencia *prima facie* del anterior ciclo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos en 2004–06, cuando las tasas de corto y largo plazo en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú subieron en menor medida que las de Estados Unidos, o incluso cayeron.

Gráfico 3.10. AL-5: Ingreso de capital de cartera, 1988–2013¹

(Porcentaje del PIB agregado)



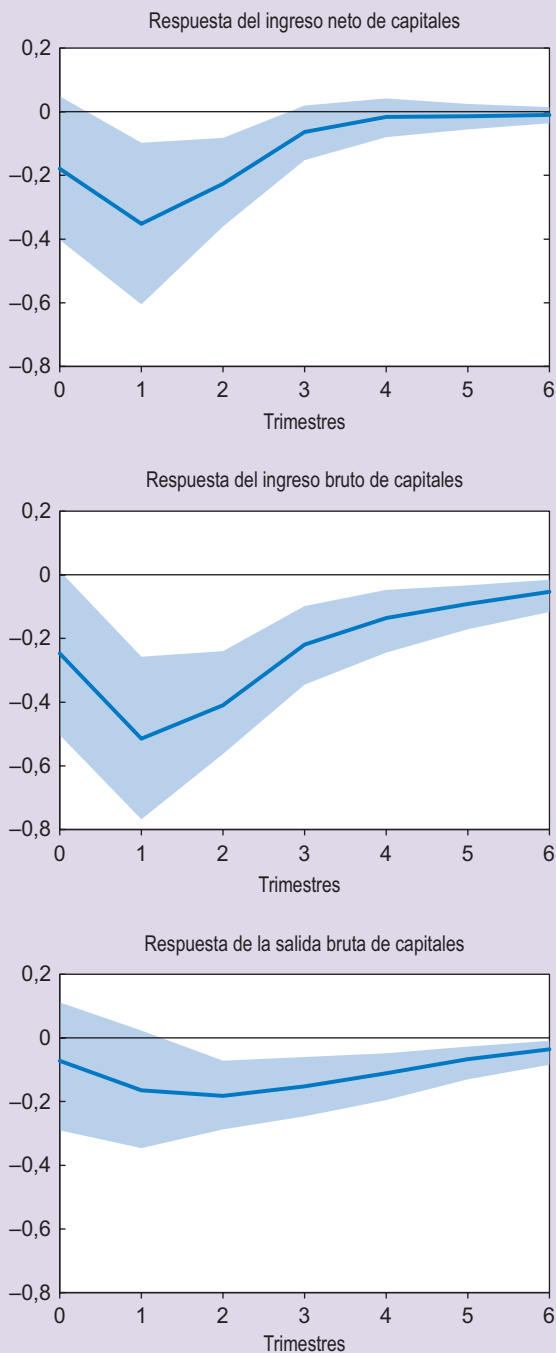
Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI. ¹AL-5 incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. El ingreso bruto de capital de cartera se refiere a la variación de los pasivos de cartera, y el ingreso neto, a la variación de los pasivos de cartera menos la variación de los activos de cartera. Los datos de 2013 están anualizados a partir de los datos trimestrales hasta el tercer trimestre (segundo trimestre en el caso de Perú).

de largo plazo, en base a datos trimestrales desde 1990 para una muestra de 38 mercados emergentes. Consideramos dos especificaciones alternativas, utilizando flujos de capitales netos y brutos, respectivamente¹⁰. Además de las variables de flujos de capital relevantes, el modelo incluye efectos fijos específicos para cada país y un conjunto de variables mundiales, es decir, crecimiento del producto real estadounidense, incertidumbre mundial (representada por el VIX), variaciones de la tasa de interés real de los fondos federales estadounidenses, variaciones de la tasa de interés real a 10 años de Estados Unidos y la diferencia logarítmica de un índice de precios de las materias primas¹¹.

¹⁰Véase Adler, Djigbenou y Sosa (2014) para más detalles sobre la metodología y los resultados, así como también para una breve reseña de la literatura empírica relacionada.

¹¹Los flujos de capital se expresan como porcentaje del PIB tendencial. Las tasas de interés reales se calculan usando expectativas inflacionarias a 1 y 10 años. Para evitar problemas de endogeneidad relacionados con los efectos fijos específicos de cada país, usamos la diferenciación por media progresiva; véanse Love y Zicchino (2006) y Arellano y Bover (1995).

Gráfico 3.11. Respuesta de los flujos de capital hacia mercados emergentes a un shock en las tasas de interés de largo plazo de Estados Unidos¹
(Puntos porcentuales del PIB nacional)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Respuesta a un shock equivalente a una desviación estándar (es decir, 23 puntos básicos) del rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años. Los intervalos de confianza (percentil 5 y 95) se calculan con simulaciones de Monte Carlo. El ingreso bruto denota la variación de pasivos internacionales, y la salida bruta, de activos internacionales.

Reacciones de los inversores ante cambios en las tasas de interés estadounidenses

Los resultados del PVAR indican que un shock a la tasa real de interés de los bonos del Tesoro estadounidense tiene un impacto significativo en los flujos de capitales a los mercados emergentes (gráfico 3.11). Las entradas brutas sufren una disminución pronunciada, de casi 2 por ciento del PIB a lo largo de seis trimestres, en respuesta a un aumento de 100 puntos básicos de la tasa real del Tesoro. El impacto en la entrada neta de capitales también es negativo pero más moderado, gracias al papel estabilizador que desempeñan los inversores locales. De hecho, estos tienden a reaccionar repatriando activos externos, compensando parcialmente la retirada de los inversores extranjeros¹². Un examen más detallado revela que esta dinámica está básicamente determinada por los flujos no asociados a IED. Además, la caída de la entrada neta de capitales como consecuencia de un shock a la tasa de interés real de 10 años de Estados Unidos es más marcada en América Latina que en otras regiones de mercados emergentes.

Los resultados presentados en el gráfico 3.11 son en general consistentes con lo ocurrido en 2013 luego del shock producido por el anuncio del retiro del estímulo monetario estadounidense. En la mayoría de los países de la región, la retirada de los inversores extranjeros fue parcialmente compensada por la repatriación de activos por parte de residentes, lo cual mitigó el impacto negativo en los flujos netos de capitales.

¹² Esta respuesta asimétrica entre inversores locales y extranjeros puede reflejar factores como el sesgo local (*home bias*) o heterogeneidad en la evaluación de las valuaciones de activos por parte de los inversores. De hecho, la dinámica observada en el gráfico 3.11 es consistente con un escenario de rápida reacción de los inversores extranjeros ante un cambio en los diferenciales de tasas de interés, que provoca una caída de los precios de los activos y las monedas locales; lo cual a su vez puede llevar a los inversores locales a “realizar ganancias” de sus tenencias de activos en el exterior y volcarlas a activos internos “más baratos”.

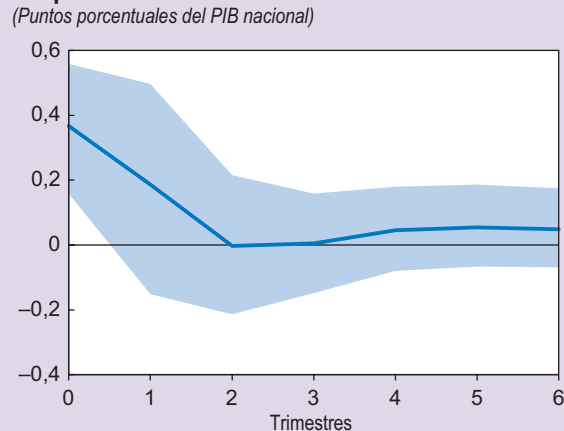
Al controlar por el crecimiento del producto estadounidense en el modelo PVAR, nos aseguramos que el efecto estimado refleje shocks “puros” a las tasas de interés estadounidenses, y no la respuesta endógena de dichas tasas a shocks del producto estadounidense. En el actual contexto de retiro del programa de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal, sin embargo, la suba de tasas de interés podría reflejar principalmente el afianzamiento de las perspectivas económicas de Estados Unidos. En este escenario, nuestros resultados indican que los flujos netos de capital hacia mercados emergentes responden de manera positiva a un aumento del crecimiento del PIB estadounidense (gráfico 3.12), a pesar del aumento de las tasas de interés en ese país. Si bien no se puede establecer una equivalencia clara entre flujos de capital y precios de los activos, estos resultados son consistentes con los que surgen de las regresiones del rendimiento de bonos de mercados emergentes presentados anteriormente: los mercados emergentes no deberían preocuparse excesivamente por una normalización gradual y ordenada de la política monetaria estadounidense que fuera reflejo de una mejora de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos.

En cambio, no pueden descartarse nuevos estallidos de volatilidad financiera en caso de shocks al apetito por riesgo de los mercados mundiales. De hecho, este tipo de shock (representado por el VIX) parece tener un impacto particularmente fuerte en las entradas netas de capital a la región de ALC. Específicamente, este resultado refleja una disminución sustancial del ingreso bruto de capitales (el doble que para el mercado emergente promedio), que es compensada solo de manera parcial por la repatriación de activos por parte de los residentes.

Resultados ilustrativos a partir de un modelo macroeconómico

En resumen, el escenario de fortalecimiento de la recuperación económica estadounidense genera impulsos positivos en el sector real de México y varias economías centroamericanas y caribeñas, pero el efecto es menor para América del Sur. El aumento

Gráfico 3.12. Respuesta del ingreso neto de capitales a mercados emergentes a un shock del producto real de Estados Unidos¹
(Puntos porcentuales del PIB nacional)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Respuesta a un shock equivalente a una desviación estándar (es decir, 0,6 puntos porcentuales) del crecimiento del PIB real de Estados Unidos. Los intervalos de confianza (percentil 5 y 95) se calculan con simulaciones de Monte Carlo.

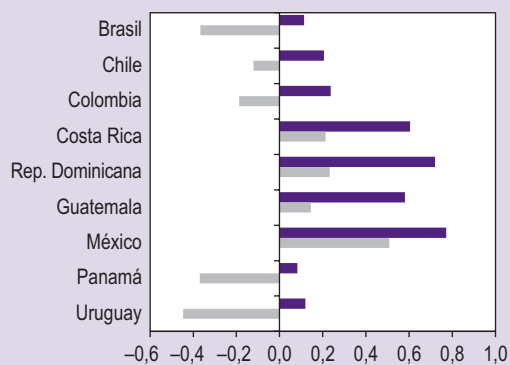
del rendimiento de los bonos estadounidenses, por su parte, deteriora las condiciones financieras de forma más generalizada, pero los efectos deberían ser más bien moderados si la normalización de la política monetaria estadounidense es gradual y si está determinada por una evolución positiva del producto de Estados Unidos. Un factor desencadenante más perjudicial sería un shock “puro” a la tasa de interés estadounidense, cuyo impacto se haría sentir con especial intensidad en las economías más vulnerables de la región. La flexibilidad cambiaria, a su vez, debería contribuir a amortiguar los efectos de shocks negativos en la medida que facilite una reorientación ordenada hacia el fortalecimiento de las exportaciones netas.

Para ilustrar la interacción de estos diferentes canales, realizamos por último simulaciones de la Suite Flexible de Modelos Mundiales (FSGM, por sus siglas en inglés) del FMI, que permite realizar un análisis de equilibrio general de la economía mundial con un grado de especificidad regional importante. El shock que estudiamos en primer lugar es una recuperación de la economía de Estados Unidos más fuerte de lo previsto, acompañada de una normalización más rápida de la política monetaria en ese país. A ello le añadimos, como segundo

Gráfico 3.13. Economías seleccionadas de América Latina: Efecto acumulado de shocks al producto y a las primas por riesgo de Estados Unidos en el PIB real, 2014–15¹

(Porcentaje, con respecto al escenario base)

- Sorpresa positiva en el crecimiento de EE.UU.
- Sorpresa positiva en el crecimiento de EE.UU. e incremento en el riesgo de los mercados emergentes



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

¹Un crecimiento sorpresivo en Estados Unidos implica un aumento de 1,1 por ciento del PIB real estadounidense con respecto al escenario base hasta 2015, y desencadenaría un endurecimiento de la política monetaria antes de lo esperado. En el shock de las primas por riesgo de mercados emergentes, las tasas de interés aumentan una desviación estándar en cada país (calculada a partir de la distribución específica de cada país de las variaciones anualizadas de los diferenciales de los bonos del índice EMBIG registradas desde fines de 2011). En promedio, este shock es de 100 puntos básicos en toda la muestra. Se asume que el shock persiste durante 2014–15.

shock, un aumento simultáneo de las primas de riesgo de mercados emergentes, tal como podría suceder en caso de una nueva escalada de las primas por plazo estadounidenses.

Los resultados confirman que, entre las economías más grandes de ALC, México mantiene un desempeño razonablemente bueno aún en el caso de un doble shock, gracias a los efectos positivos a través del canal comercial con Estados Unidos (gráfico 3.13). En Brasil y algunas de las otras economías sudamericanas, por el contrario, el crecimiento del producto se vería negativamente afectado, en

la medida en que el impacto del incremento de las primas de riesgo domina cualquier posible efecto positivo asociado al aumento del producto estadounidense.

Implicancias de políticas

Estas simulaciones de carácter ilustrativo confirman los resultados generales de este capítulo y resaltan la importancia para los países de América Latina y el Caribe de reducir aún más su vulnerabilidad a fuertes y abruptas subas de las tasas de interés internacionales. Como lo detalla el análisis del capítulo 2, la clave para lograr mayores defensas consiste en continuar fortaleciendo los marcos de política y asegurar balances sólidos que permitan a los países implementar políticas contracíclicas en caso de shocks externos adversos¹³.

De hecho, en caso de un fuerte deterioro de las condiciones financieras externas, podría ser necesario que algunos países tuvieran que utilizar parte de las defensas acumuladas en los últimos años, en particular el elevado nivel de reservas internacionales. Varios países han también aprovechado el gran apetito reciente de los inversores por activos con vencimientos largos, para alargar la madurez promedio de sus deudas. En caso de que las curvas de rendimiento se empinaran significativamente, estos países podrían gozar de cierto margen para acortar la madurez y absorber este shock sin sacrificar la prudencia de la estrategia global de gestión de deuda.

¹³ Véanse también las recomendaciones de política en Arvanitis *et al.* (de próxima publicación). Asimismo, el capítulo 2 de la edición de abril de 2014 del informe GFSR (FMI, 2014b) recomienda los pasos a seguir hacia una mayor profundización financiera, incluyendo la promoción de una amplia base de inversores locales, para reducir las vulnerabilidades a shocks externos.

4. Después del boom: Precios de las materias primas y crecimiento económico en América Latina y el Caribe

En este capítulo se le da una nueva mirada al boom de las materias primas que experimentó América Latina y el Caribe (ALC) desde principios de la década de 2000, y se analiza cómo se vería afectada la región ante un panorama de precios más moderados. El análisis sugiere que el crecimiento económico de los próximos años podría ser significativamente menor que el registrado durante el boom de las materias primas, incluso si los precios se estabilizaran en los niveles relativamente altos en que se encuentran hoy en día. Los resultados argumentan en contra de compensar la desaceleración económica actual con políticas de estímulo de la demanda, y resaltan la necesidad de aplicar reformas estructurales ambiciosas para lograr un crecimiento sólido a mediano plazo.

Introducción

Luego de una década de aumentos sustanciales y generalizados, los precios internacionales de las materias primas se han estado debilitando desde 2012. Muchos analistas sostienen ahora que la fase ascendente del superciclo de las materias primas que comenzó a principios de la década de 2000 ha llegado a su fin¹. De hecho, el mercado de futuros sugiere que los precios de las materias primas seguirían disminuyendo a corto plazo. Este panorama refleja, por un lado, el anticipo de un aumento de la oferta de materias primas y, por otro, una perspectiva de menor demanda por parte de algunos de los principales países importadores de materias primas, en especial China². ¿Cuáles pueden ser las consecuencias para los países exportadores de materias primas de ALC? Algunos analistas sostienen que la reciente

Nota: Preparado por Bertrand Gruss. Anayo Osueke, Carlos Rondón y Ben Sutton brindaron una excelente asistencia en la investigación. Para más detalles, véase Gruss (de próxima publicación).

¹Véanse, por ejemplo, Erten y Ocampo (2013a), Goldman Sachs (2014) y Jacks (2013).

²Véase el “Análisis de los mercados de materias primas” en la edición de octubre de 2013 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés, FMI, 2013).

desaceleración del crecimiento económico en la región se debe, en gran parte, al hecho de que los precios de las materias primas dejaron de crecer, lo que genera preocupaciones obvias de cara al futuro. Otros, en cambio, le restan importancia a esos temores, señalando que los precios siguen siendo más elevados que a mediados de la década pasada.

Este capítulo analiza las posibles consecuencias de una moderación del precio de las materias primas para el futuro crecimiento económico de la región. En primer lugar se documenta la magnitud de la escalada reciente de precios de las materias primas para cada país. Luego, se investiga si el crecimiento económico en la región en los próximos años se verá más afectado por el menor crecimiento de los precios de las materias primas o por el nivel todavía alto de esos precios.

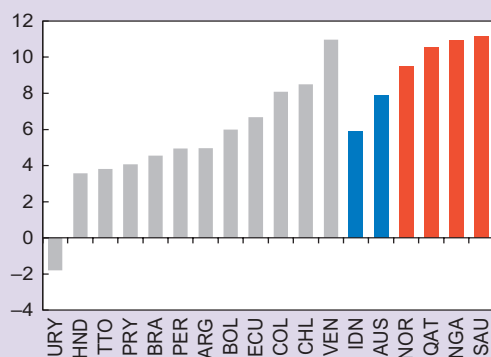
El boom de las materias primas en ALC y su desenlace

Los precios internacionales de las materias primas, medidos en dólares corrientes de EE.UU., casi se triplicaron entre 2003 y 2013. Aunque el aumento fue generalizado, su magnitud difiere significativamente entre categorías: el precio del petróleo prácticamente se cuadruplicó y los precios de los metales se triplicaron, mientras que los de los productos agrícolas crecieron aproximadamente un 50 por ciento. Como se ilustra en ediciones anteriores de estas *Perspectivas Económicas*, el efecto que tuvo el aumento abrupto de los precios de las materias primas en cada país de ALC depende de la combinación específica de materias primas que exporta e importa cada uno de ellos³. A los efectos de este capítulo y a fin de reflejar esas características, se utilizan índices de precios netos de las materias primas (IPMP) específicos por país,

³Véanse, por ejemplo, el capítulo 3 de la edición de octubre de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas* y Adler y Sosa (2011).

Gráfico 4.1. ALC: Aumento de los precios de las materias primas, 2003–11¹

(Variación porcentual anual promedio del IPMP)



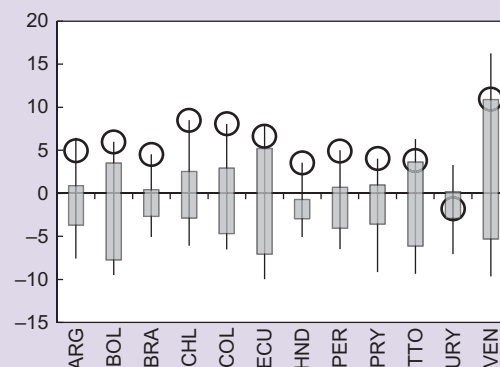
Fuentes: Banco Mundial, Monitor económico mundial; FMI, informe WEO; ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; IPMP = Índice de precios netos de las materias primas. En la pág. 73 se incluye una lista con las abreviaturas de los nombres de los países.

¹Véase una discusión del IPMP en el texto. La muestra incluye los 12 mayores exportadores de materias primas en ALC. Se incluyen otros exportadores de materias primas de fuera de la región a modo de referencia (barras azules y rojas; estas últimas corresponden a los exportadores de petróleo).

Gráfico 4.2. ALC: Aumento de los precios de las materias primas, 1970–2013¹

(Variación porcentual anual promedio del IPMP durante períodos móviles de 9 años)



Fuentes: Banco Mundial, Monitor económico mundial; FMI, informe WEO; ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; IPMP = Índice de precios netos de las materias primas. En la pág. 73 se incluye una lista con las abreviaturas de los nombres de los países.

¹Las líneas negras denotan el rango del promedio de la variación porcentual anual del IPMP en las ventanas de 9 años; el rectángulo denota el rango del 2º al 8º decil de la distribución, y los círculos denotan la variación porcentual anual promedio del IPMP en 2003–11.

combinando precios internacionales con datos de comercio exterior para cada materia prima⁴.

El boom de las materias primas en la década de 2000

Los IPMP de ALC aumentaron de manera abrupta desde mediados de la década de 2000. La tasa de crecimiento anual del IPMP para el exportador de materias primas promedio de ALC pasó a ser positiva en 2003, alcanzó tasas de dos dígitos en 2004 y se mantuvo en niveles positivos y elevados hasta 2011 (con la excepción de 2009)⁵. Parece adecuado, enton-

⁴El IPMP se construye en términos relativos, dividiendo el precio de cada materia prima por los precios internacionales de las manufacturas, y en términos netos, ponderando los precios en función de las exportaciones netas de cada materia prima (véase el apéndice 4.1). Así, un aumento del precio de una materia prima implicaría un shock de ingreso positivo (negativo) si el país es un exportador neto (un importador neto) de esa materia prima, lo que se traduciría en un aumento (una caída) de su IPMP.

⁵Se define a un país como “exportador de materias primas” si su proporción de exportaciones de materias

ces, referirse al período 2003–11 como un período de “boom de las materias primas” para ALC.

Durante el boom, los IPMP de la región crecieron en promedio un 5½ por ciento por año (gráfico 4.1), un aumento similar al registrado en el caso de países exportadores de materias primas de otras regiones, como Australia e Indonesia. Venezuela registró la mejora más abrupta en términos de su IPMP entre los exportadores de materias primas de ALC, con una tasa de crecimiento anual promedio de más del 10 por ciento, una cifra similar a la experimentada por productores de petróleo de otras regiones. El único país exportador de materias primas de la muestra que no registró mejoras en su IPMP en ese período fue Uruguay, debido a su alta dependencia con respecto de las importaciones de petróleo⁶.

primas en el total de exportaciones es superior a la media para una muestra de 169 países durante 2000–12.

⁶El caso de Uruguay resalta la importancia de concentrarse en los precios *netos* de las materias primas: el IPMP de Uruguay bajó un 15 por ciento durante 2003–2011, pero un índice basado únicamente en las exportaciones habría registrado un aumento del 23 por ciento.

Antecedentes históricos

La comparación del aumento de los IPMP durante 2003–11 con los de otros períodos comparables desde 1970 sugiere que el boom de los 2000 fue realmente excepcional para la mayoría de las economías de la región. En el gráfico 4.2 se muestra la distribución de las variaciones anuales promedio de los IPMP en períodos móviles de nueve años para los 12 principales exportadores de materias primas de ALC. En todos los casos, con excepción de Uruguay, la tasa de crecimiento anual promedio del IPMP durante el boom reciente se ubicó por encima del 8° decil de la distribución. Además, en muchos casos, el *crecimiento* promedio del IPMP del período 2003–11 se ubica próximo al máximo de la muestra. Los *niveles* promedio de los IPMP observados en la última década, en cambio, no se destacan en términos históricos (gráfico 4.3), con excepción de los casos de Chile y Venezuela.

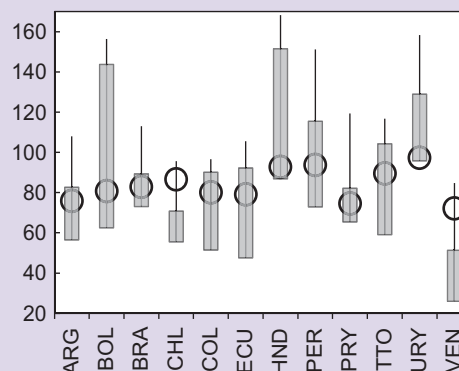
De hecho, en algunos países como Honduras y Uruguay, el nivel promedio del IPMP en 2003–11 se ubica próximo al mínimo de la muestra.

¿Se acabó el boom de las materias primas?

La incertidumbre que rodea las proyecciones sobre los precios de las materias primas hace que sea muy difícil tener certeza respecto de tendencias futuras. Sin embargo, la mayoría de los pronósticos sugieren que los precios de las materias primas se continuarán debilitando en los próximos años. En concreto, los pronósticos actuales sobre IPMP basados en los precios de los futuros de materias primas sugieren que hemos dejado atrás la cima del superciclo actual. Las perspectivas para el período 2014–19, basadas en los precios de los futuros, se caracterizan por una contracción abrupta de las tasas de crecimiento de los IPMP en ALC, con una tasa de crecimiento anual (promedio de las economías y a lo largo del tiempo) aproximadamente 6½ puntos porcentuales más baja que durante el boom y, en realidad, negativa para la mayoría de los países (gráfico 4.4). Sin embargo, los niveles promedio de los IPMP en el período 2014–19 se mantendrían más de 10 por ciento por encima de los niveles promedio observados

Gráfico 4.3. ALC: Nivel de precios de las materias primas, 1970–2013¹

(Nivel promedio del IPMP durante períodos móviles de 9 años; 2012 = 100)

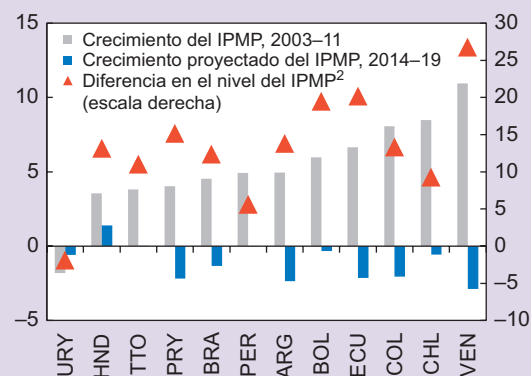


Fuentes: Banco Mundial, Monitor económico mundial; FMI, informe WEO; ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: ALC = América Latina y el Caribe; IPMP = Índice de precios netos de las materias primas. En la pág. 73 se incluye una lista con las abreviaturas de los nombres de los países.

¹Las líneas negras denotan el rango del promedio del nivel del IPMP en las ventanas de 9 años; el rectángulo denota el rango del 2º al 8º decil de la distribución, y los círculos denotan el nivel promedio del IPMP en 2003–11.

Gráfico 4.4. ALC: Perspectivas de los precios de las materias primas, 2014–19¹

(Variación porcentual anual promedio del IPMP)



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

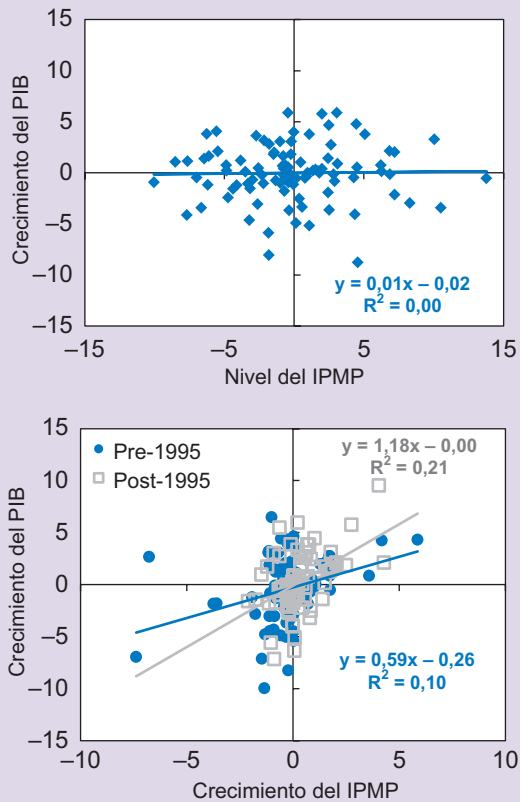
Nota: ALC = América Latina y el Caribe; IPMP = Índice de precios netos de las materias primas. En la pág. 73 se incluye una lista con las abreviaturas de los nombres de los países.

¹Los IPMP de 2014–19 se construyen a partir de los precios de los futuros de las materias primas prevaletentes a fines de febrero de 2014.

²Diferencia porcentual entre niveles promedio del IPMP en 2014–19 vs 2003–11.

durante el boom. A la luz de este panorama para las materias primas, resulta importante entender si son los precios elevados per se, o los aumentos sostenidos en los precios, lo que le imprime el

Gráfico 4.5. ALC: Precios de las materias primas y crecimiento del PIB¹
(Desviación porcentual respecto del promedio de la muestra)



Fuentes: Banco Mundial, Monitor económico mundial; FMI, informe WEO; ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: ALC = América Latina y el Caribe; IPMP = Índice de precios netos de las materias primas.

¹Con el fin de identificar el impacto económico efectivo de los precios de las materias primas en el PIB en una comparación entre países, los IPMP se ajustan en base a la proporción del comercio de materias primas en el producto. Las tasas de crecimiento y los niveles del IPMP, así como las tasas de crecimiento del PIB, corresponden al promedio observado en ventanas de tres años y se reportan como desviaciones con respecto al promedio de la muestra del respectivo país.

mayor impulso al crecimiento económico de los países exportadores de materias primas.

Crecimiento en ALC tras el boom de las materias primas

¿Cuál sería el efecto sobre el crecimiento económico de ALC si los precios de las materias primas se mantienen elevados pero dejan de crecer? En esta sección se procurará responder esta pregunta en base a la evidencia histórica de las últimas cuatro décadas.

Marco de referencia

Antes de abordar el análisis empírico, parece útil repasar brevemente los posibles vínculos conceptuales entre los precios de las materias primas y el crecimiento económico. Considérese un exportador de materias primas que está creciendo a su tasa de estado estacionario cuando inesperadamente enfrenta un shock positivo de precios de las materias primas que se prevé que persista. El mayor ingreso asociado a la mejora en los términos de intercambio promovería la demanda de consumo, impulsando el crecimiento del producto interno (al mismo tiempo que aumentarían las importaciones). Ese impulso cíclico positivo se vería reforzado por el aumento de la inversión en el sector de materias primas en respuesta al aumento de la rentabilidad. El aumento de la inversión, a su vez, expandiría la capacidad productiva de la economía. De este modo, tanto el producto potencial como el real crecerían más rápido que en ausencia del shock de precios de materias primas. Sin embargo, este efecto sería temporal. Una vez que la inversión y el consumo se hayan ajustado al nuevo panorama de precios de las materias primas, el crecimiento del producto volvería a su nivel previo al shock, a menos que la nueva inversión genere un crecimiento permanentemente mayor de la productividad.

Los precios de las materias primas y el crecimiento: Una primera mirada

El gráfico 4.5 muestra un diagrama de dispersión entre los IPMP y el crecimiento del producto en los países exportadores de materias primas en ALC⁷. Los datos del panel superior no señalan ninguna relación significativa entre los niveles del IPMP y el crecimiento del producto en ALC, al menos desde la década de 1970. En contraste, el panel inferior sugiere la presencia de una relación positiva entre el crecimiento en los IPMP y el crecimiento del producto, en especial

⁷Se utiliza el IPMP en lugar de medidas tradicionales de términos de intercambio ya que, en el caso de las economías exportadoras de materias primas, los precios internacionales de las mismas han demostrado ser más idóneos para captar el componente exógeno de los shocks a los términos de intercambio (véase Chen y Rogoff, 2003).

desde mediados de la década de 1990. Este simple análisis ofrece un indicio *prima facie* de que el estancamiento de los precios de las materias primas podría ser un obstáculo para el crecimiento de ALC en los próximos años, aún si los precios se mantuvieran estables en los niveles relativamente altos de hoy en día. No obstante, es necesario recurrir a un análisis multivariado más sofisticado para explorar las relaciones subyacentes y obtener predicciones cuantitativas sobre el crecimiento económico bajo escenarios concretos de precios de las materias primas.

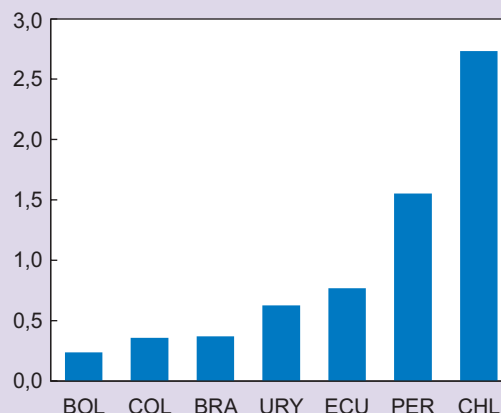
Análisis multivariado

Nuestro análisis multivariado de la relación entre los precios de las materias primas y el crecimiento del producto se basa en una variante del modelo de vectores autorregresivos globales (GVAR, por sus siglas en inglés) propuesto en Pesaran, Schuermann y Weiner (2004). En particular, el análisis se lleva a cabo mediante una especificación que combina modelos de vectores de corrección de errores (VECM) estimados individualmente para 30 países que representan aproximadamente el 80 por ciento del PIB mundial, incluidas 13 economías de ALC⁸. El VECM a nivel de cada país permite captar los efectos sobre el producto tanto de los *niveles* como de los *cambios* en los precios de las materias primas, así como contemplar factores idiosincrásicos. A su vez, al combinar los VECM individuales en un modelo global se intenta tener en cuenta las interdependencias existentes entre economías (producto de enfrentar factores comunes, observados y no observados, pero también derivadas de efectos derrame de medidas de política o de índole comercial) y las dinámicas de equilibrio general. El modelo se estima con datos anuales que van de 1970 a 2013 (a fin de capturar la mayor cantidad posible de ciclos de materias primas). El siguiente análisis se concentra en los resultados para un subconjunto de exportadores de materias primas de ALC, a saber: Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Uruguay⁹.

⁸Véanse el apéndice 4.1 y Gruss (de próxima publicación), donde se presentan más detalles.

⁹No se incluyeron a los países puramente exportadores de petróleo, ya que su dinámica de producto difiere bastante de las de otros exportadores de materias primas. En particular,

Gráfico 4.6. Países seleccionados de América Latina: Respuesta del PIB a un aumento del 10 por ciento en los IPMP
(Respuesta acumulada después de 3 años; porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

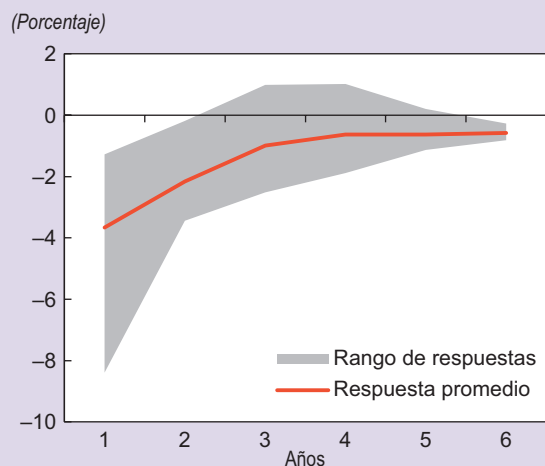
Nota: IPMP = Índice de precios netos de las materias primas. En la pág. 73 se incluye una lista con las abreviaturas de los nombres de los países.

En relación a las principales implicaciones del modelo, en primer lugar se analiza la respuesta del PIB a un shock de precios de las materias primas. En el gráfico 4.6 se muestra que un aumento del 10 por ciento en el IPMP de un país dado implicaría, en promedio, un aumento de su producto luego de tres años del 1 por ciento¹⁰. El efecto estimado es aproximadamente el doble para el caso de Chile y de Perú: un resultado plausible al tratarse de economías muy abiertas, en las que las materias primas representan una proporción elevada de sus exportaciones. En el caso de Brasil, con una proporción mucho más baja de exportaciones de materias primas en el PIB,

las variaciones históricas en los precios del petróleo tienden a reflejar shocks de oferta idiosincrásicos (como shocks geopolíticos) que distorsionan el análisis. También se omite a Argentina, debido a las dudas acerca de la calidad de los datos oficiales sobre el PIB (véase el apéndice 2.1).

¹⁰ Dado el tamaño del modelo y en línea con otros estudios que utilizan modelos de GVAR, se reportan funciones de impulso-repuestas generalizadas (Pesaran y Shin, 1998) en las que los shocks no están identificados (es decir, no se trata de identificar la fuente primaria de la perturbación). En el capítulo 4 del informe WEO de abril de 2012 (FMI, 2012b) puede encontrarse una discusión sobre los efectos diferenciales de shocks de oferta y de demanda de las materias primas.

Gráfico 4.7. Países seleccionados de América Latina: Respuesta del IPMP a una reducción del 1 por ciento del PIB de China con respecto a la tendencia¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: IPMP = Índice de precios netos de las materias primas.
¹Desviación porcentual con respecto a la tendencia de los IPMP de países exportadores de materias primas seleccionados (Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Uruguay).

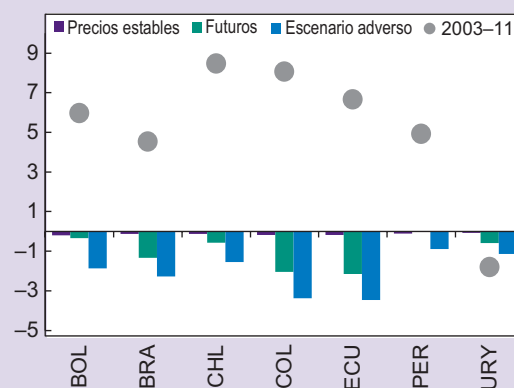
la respuesta estimada no es sino la mitad de la del exportador de materias primas promedio de ALC.

La demanda de China ha sido un determinante clave de los precios internacionales de las materias primas en los últimos años (véase Erten y Ocampo, 2013b). En consecuencia, también consideramos la respuesta de los precios de las materias primas en el modelo frente a una disminución hipotética en el crecimiento del PIB de China. En el gráfico 4.7 se muestran los resultados: una caída del 1 por ciento en el PIB de China (con respecto a la tendencia) reduciría el IPMP promedio de los países de ALC aproximadamente un 4 por ciento al momento del impacto. Además, el IPMP promedio se mantendría cerca de un 2 por ciento por debajo de la tendencia dos años después del shock. Como en el caso previo, los resultados parecen cuantitativamente plausibles y son consistentes con resultados anteriores en la literatura especializada¹¹.

¹¹Por ejemplo, en el Informe sobre efectos de contagio de China del FMI (FMI, 2011) se concluye que un shock positivo del 1 por ciento del PIB en la actividad real de China generaría un aumento de los precios del petróleo y

Gráfico 4.8. Países seleccionados de América Latina: Crecimiento proyectado del IPMP bajo escenarios alternativos, 2014–19

(Variación porcentual anual promedio)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: IPMP = Índice de precios netos de las materias primas. En la pág. 73 se incluye una lista con las abreviaturas de los nombres de los países.

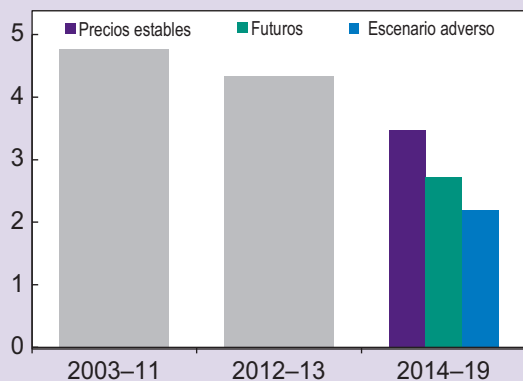
La pregunta clave, no obstante, es cómo se vería afectado el crecimiento económico de los exportadores de materias primas de ALC ante distintos escenarios de los precios de las materias primas. A fin de responderla, se utiliza el modelo de GVAR para obtener proyecciones del PIB para el período 2014–19, condicionadas por las sendas futuras de los IPMP y el precio del petróleo correspondientes a tres escenarios alternativos para los precios de las materias primas: i) un escenario de “precios estables”, que supone que los precios de las materias primas se mantienen estables en dólares de EE.UU. en los niveles promedio de 2013; ii) un escenario de “futuros”, en el que los precios de las materias primas evolucionan de acuerdo con los precios de mercado de los futuros de materias primas vigentes a fines de febrero de 2014¹², y iii) un escenario “adverso”, en el que todos los precios de las mate-

de los metales de aproximadamente un 6 por ciento tras seis meses.

¹²Si bien este escenario basado en precios de mercado podría tomarse como un escenario neutral, el uso de los futuros para proyectar precios al contado puede implicar cierto sesgo a la baja (véase, por ejemplo, la “Sección especial: Análisis de los mercados de materias primas” en el informe WEO de abril de 2014 (FMI, 2014a)).

Gráfico 4.9. Países seleccionados de América Latina: Crecimiento promedio proyectado del PIB, 2014–19¹

(Variación porcentual anual promedio)

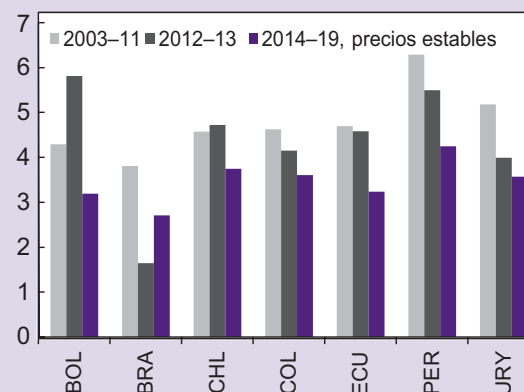


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

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

Gráfico 4.10. Países seleccionados de América Latina: Crecimiento proyectado del PIB, 2014–19

(Variación porcentual anual promedio)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En la pág. 73 se incluye una lista con las abreviaturas de los nombres de los países.

rias primas se asumen un 10 por ciento por debajo de los que implica el escenario de “futuros” al final del horizonte de proyección. Los IPMP de cada país asociados a los distintos escenarios de precios se exhiben en el gráfico 4.8.

Resultados e implicancias de política

En líneas generales, los resultados sugieren que el crecimiento del producto en los próximos años se verá más afectado por el menor *crecimiento* proyectado para los precios de las materias primas que por los *niveles* aún elevados de esos precios. Esto es, incluso si los precios de las materias primas se mantuvieran estables en los niveles actuales, el crecimiento anual promedio del PIB en estos siete exportadores de materias primas de ALC sería aproximadamente 0,9 puntos porcentuales menor que en el período 2012–13 y 1,3 puntos porcentuales menor que durante el boom de las materias primas (gráfico 4.9). La desaceleración con respecto al boom afectaría a todos estos países, con caídas que van desde 0,8 puntos porcentuales en Chile a cerca de 2 puntos porcentuales en Perú (gráfico 4.10). El modelo también proyecta que el crecimiento promedio del PIB del período 2014–19 será más moderado que el del período

2012–13 en todos los países, con la excepción de Brasil. El crecimiento promedio en los escenarios de “futuros” y “adverso” sería aproximadamente $\frac{3}{4}$ de punto porcentual y $1\frac{1}{4}$ puntos porcentuales más bajo, respectivamente, que en el escenario de “precios estables”, lo cual sugiere un riesgo a la baja adicional.

Hay que tener en cuenta que si bien este análisis arroja resultados interesantes, no deja de estar sujeto a limitaciones importantes. En primer lugar, el modelo estimado asume relaciones estables, incluyendo respuestas de política económica a shocks externos, durante el período 1970–2013. La mayoría de las economías en ALC, sin embargo, experimentaron transformaciones estructurales importantes en las últimas cuatro décadas, y muchas de ellas han fortalecido significativamente sus marcos de política más recientemente (por ejemplo, han flexibilizado sus regímenes cambiarios y reducido la prociclicidad de su política fiscal). En la medida en que esos cambios tengan un efecto directo sobre el crecimiento económico a futuro, es probable que las proyecciones del modelo tengan un sesgo a la baja. En segundo lugar, el modelo no tiene en cuenta cambios futuros que, aunque ya son conocidos, no han sido

capturados todavía por las principales relaciones macroeconómicas (por ejemplo, reformas estructurales planificadas que se espera que aumenten el producto potencial a futuro).

A pesar de esas consideraciones, los resultados del modelo ofrecen dos conclusiones importantes en términos de medidas de políticas para los exportadores de materias primas en ALC. En primer lugar, a fin de evitar las dinámicas de auge y depresión frecuentemente asociadas con los ciclos de las materias primas, los países deberían tratar de atenuar el vínculo entre los precios de las materias primas y la actividad económica. La política fiscal debe jugar un rol preponderante en este sentido, asegurando un equilibrio justo entre acumular defensas financieras y adelantar gasto de capital para elevar el crecimiento potencial. Este rol se puede ver facilitado mediante la adopción de un marco fiscal que considere explícitamente aspectos vinculados a los recursos naturales, por ejemplo mediante el uso de un fondo de estabilización. Un tipo de cambio más flexible, sobre la base de marcos de política monetaria y macroprudencial sólidos, constituye una defensa adicional para hacer frente a shocks de términos de intercambio¹³. En segundo lugar, la desaceleración reciente de muchas economías de ALC podría ser producto, en gran medida, de haber dejado atrás la cima del superciclo de las materias primas. Si este es el caso, mantener el crecimiento económico en tasas comparables a las de hace unos años en base a políticas de estímulo de la demanda podría crear desequilibrios macroeconómicos problemáticos. En vez, la atención debería centrarse en impulsar reformas estructurales que promuevan el crecimiento de la productividad.

¹³Puede consultarse una discusión sobre marcos de política macroeconómica adecuados para países ricos en recursos naturales en FMI (2012a).

Apéndice 4.1. Detalles técnicos¹⁴

Índice de precios netos de las materias primas

La construcción del índice de precios netos de las materias primas (IPMP) a nivel de cada país se basa en Deaton y Miller (1996) y Cashin, Céspedes y Sahay (2004). Dado que la canasta de materias primas comercializada por algunos países puede haber cambiado significativamente desde la década de 1970, nuestros índices utilizan promedios móviles de tres años de los pesos de cada materia prima. Estos pesos, a su vez, están basados en las *exportaciones netas* de cada materia prima, a fin de capturar los efectos de los cambios en sus precios sobre el ingreso neto (una estrategia similar es utilizada, por ejemplo, en Spatafora y Tytell, 2009). Por último, las ponderaciones entran con un rezago de un año, a fin de que los cambios en el índice reflejen los cambios en los precios de las materias primas, en lugar de los cambios endógenos en los volúmenes. La variación anual en el IPMP del país i se obtiene a partir de:

$$\Delta \text{Log}(\text{NCPI})_{i,t} = \sum_{j=1}^J \Delta P_{j,t} \cdot (x_{i,j,t-1} - m_{i,j,t-1}) / A_{i,t-1}$$

donde $P_{j,t}$ es el logaritmo del precio relativo de la materia prima j en el momento t (en dólares de EE.UU. y dividido por el índice de valor unitario del FMI para exportaciones manufacturadas)¹⁵; Δ denota primeras diferencias; $x_{i,j,t-1}$ ($m_{i,j,t-1}$) denota el valor promedio de las *exportaciones* (*importaciones*) de la materia prima j del país i entre $t-1$ y $t-3$ (en dólares, según la base de datos Comtrade de las Naciones Unidas), y $A_{i,t-1}$ es el promedio móvil de tres años, rezagado un año, del comercio total de materias primas (exporta-

¹⁴Véase Gruss (de próxima publicación), donde se presentan más detalles.

¹⁵Utilizamos los precios de 33 materias primas (tomados de *International Financial Statistics* del FMI) desde 1970: aluminio, banana, cebada, carne vacuna, carbón, cacao, aceite de coco, café, cobre, maíz, algodón, petróleo crudo, harina de pescados, pieles, mineral de hierro, cordero, plomo, gas natural, caucho, níquel, aceite de palma, arroz, camarón, harina de soja, aceite de soja, soja, azúcar, girasol, té, estaño, trigo, lana y zinc.

ciones más importaciones) del país i , con la excepción de los índices utilizados en el gráfico 4.5, donde es el promedio móvil de tres años, rezagado un año, del PIB en dólares del país i .

Especificación del modelo de GVAR

El modelo cubre 30 economías, cinco de las cuales se modelan como una región (Francia, Alemania, Italia, España y el Reino Unido)¹⁶. Las otras 25 economías incluyen 13 países de ALC, abarcando a los 12 principales exportadores de materias primas (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Honduras, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela) y a México; a otros exportadores de materias primas fuera de la región (Australia, Indonesia, Irán, Nigeria, Noruega, Qatar y Arabia Saudita), y a otras economías grandes (Canadá, China, India, Japón y Estados Unidos).

En un primer paso, se estima un modelo de vectores de corrección de errores (VECM) para cada país/región, en el que las variables internas se relacionan con variables externas específicas para cada economía (construidas como el promedio de las variables internas de las demás economías ponderado en base a los flujos comerciales) y variables globales¹⁷. La mayoría de los VECM incluyen el

PIB real, el tipo de cambio real (definido como el tipo de cambio nominal deflactado por el índice de precios al consumidor) y la relación cuenta corriente/PIB (como proxy de los cambios en los activos externos netos) como variables endógenas, y el PIB real de las otras economías (ponderado por los flujos comerciales) y el IPMP específico del país (o el precio real del petróleo, en el caso de los puramente exportadores de petróleo o los países no exportadores de materias primas) como variables débilmente exógenas. Las variables globales, a saber, el precio del petróleo y los IPMP, se modelan en tres VECM adicionales, los que incluyen el producto de todas las economías del modelo, ponderado en función de los flujos comerciales, como variable débilmente exógena. En un segundo paso, los VECM estimados a nivel de país se combinan en un modelo global a través de una matriz de vínculos transfronterizos predeterminados y basados en los flujos comerciales promedio entre países durante 2010–12.

A fin de calcular las proyecciones del producto condicionadas por la senda futura de un conjunto de variables endógenas del modelo (todos los IPMP y el precio del petróleo), utilizamos el método basado en el filtro de Kalman propuesto en Camba-Méndez (2012).

¹⁶Véanse Pesaran, Schurmann y Weiner (2004) y Dees *et al.* (2007), donde se presentan descripciones detalladas de los GVAR. El modelo se estimó utilizando los códigos de Smith y Galesi (2011).

¹⁷A fin de tomar en cuenta los cambios registrados en los vínculos comerciales a lo largo del período de la muestra, se utilizó el promedio móvil de tres años de los flujos comerciales entre países para construir las variables externas.

5. ¿Se ha tornado más contracíclica la política fiscal en América Latina?

Durante muchas décadas, la política fiscal de América Latina ha sido, en promedio, procíclica. Sin embargo, las estimaciones específicas de la ciclicidad de la política fiscal de cada país son mayormente no significativas, con solo algunas excepciones de política claramente procíclica. Algunos países (Brasil, Chile, Colombia, El Salvador y México), mientras tanto, parecen haberse movido hacia una política menos procíclica o más contracíclica en los últimos años. De todos modos, otros atributos importantes de una sólida política fiscal, como la sostenibilidad, la transparencia y la eficiencia fiscal, requieren ser fortalecidos aún más en muchos países.

Introducción

Durante muchas décadas, la política fiscal de América Latina ha sido procíclica. La fácil disponibilidad de fondos durante períodos de expansión económica, en un marco de grandes necesidades sociales y de infraestructura, repetidamente condujo a rápidos aumentos del gasto público. Pero, con frecuencia, el gasto debió luego ser recortado drásticamente cuando las economías entraron en recesión o experimentaron una frenada brusca en los ingresos de capitales.

Esta prociclicidad ha sido documentada empíricamente por un creciente número de estudios que surgió a fines de la década de 1990 (con Gavin y Perotti, 1997; véase el breve resumen en el apéndice 5.1). Con contadísimas excepciones, los estudios han encontrado evidencia de política fiscal procíclica en economías de mercados emergentes y en desarrollo, especialmente en América Latina.

La mejora global del desempeño macroeconómico y los marcos de política de muchas economías de América Latina durante, más o menos, la última década, hacen que este sea un buen momento para analizar el avance logrado en reducir la prociclicidad de la política fiscal.

Nota: Preparado por Alexander Klemm, sobre la base del análisis de Klemm (2014). Anayo Osueke aportó una excelente asistencia en la investigación.

Claramente, la posición cíclica es apenas una de las muchas dimensiones al momento de evaluar la mejora de la política fiscal. Por ejemplo, es perfectamente posible que una política fiscal contracíclica incrementa el gasto improductivo o ponga en peligro la sostenibilidad fiscal.

El resto de este capítulo está organizado de la siguiente manera. Primero se aclaran algunas cuestiones metodológicas, especialmente las vinculadas al tratamiento de los estabilizadores automáticos. A continuación se presentan resultados empíricos, tanto de América Latina en su conjunto como de los países a nivel individual, seguidos de una discusión más general acerca de la calidad de las políticas fiscales en la región y una breve conclusión.

Metodología

La idea detrás de una política fiscal anticíclica es simple: la política fiscal debería ser más restrictiva en épocas de auge y más relajada en épocas de recesión. Para analizarlo empíricamente, en estudios previos se han observado las correlaciones entre variables fiscales y macroeconómicas o se ha utilizado un método de regresión, que permite incluir más controles. La regresión típica vincula la variación de (una métrica) del balance fiscal con la brecha del producto, y algunas variables adicionales:

$$\Delta \frac{B}{Y} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{Y - Y^*}{Y^*} \right) + \beta_2 \frac{B}{Y_{t-1}} + \gamma'x + f_i + \varepsilon \quad (5.1)$$

donde B es el balance fiscal, Y es el PIB nominal, Y^* es el PIB potencial, x es un vector de otras variables de control, f_i es un efecto fijo por país, que puede añadirse en el caso de una estimación con datos de panel, y ε es un término de error. Variantes a este método incluyen utilizar el crecimiento del PIB real en lugar de la brecha del producto como regresor, y enfocarse en el ingreso o el gasto público en lugar de enfocarse en el balance fiscal.

En estos estudios, el coeficiente estimado sobre la brecha del producto (β_1) es el principal indicador

de la ciclicidad de la política. Un coeficiente negativo es evidencia de una política procíclica, ya que sugiere que se relaja la posición fiscal en épocas de auge. Por el contrario, un coeficiente positivo implica una política contracíclica. Con un coeficiente no significativo, no se puede descartar una política fiscal acíclica frente a las otras hipótesis de políticas fiscales procíclicas o contracíclicas.

Al estimar este tipo de regresión, es necesario abordar tres temas principales:

- La definición de la posición cíclica.
- La endogeneidad de la brecha del producto.
- Otras influencias importantes en el balance fiscal, como por ejemplo los ingresos fiscales provenientes de las materias primas.

La posición cíclica

Estudios anteriores han empleado dos métodos para medir la posición cíclica. Algunos han considerado solo medidas de política discrecionales —como recortes de impuestos o revisiones al presupuesto— para delimitar la posición cíclica. En la práctica, eso significa usar variaciones del balance primario ajustado por el ciclo (o un balance estructural) como la variable dependiente de la regresión. Otros estudios han tomado todas las variaciones efectivas del balance fiscal, ya fuera que hubieran ocurrido como resultado de una medida discrecional o en forma automática —por ejemplo, debido a un aumento de los ingresos fiscales— cuando la economía logra un desempeño mejor que el esperado.

Proponemos una tercera alternativa novedosa. Específicamente, incluimos como parte de la respuesta cíclica de la política fiscal los estabilizadores automáticos que son una parte inherente del sistema tributario y de bienestar social de la economía (tales como los ingresos fiscales adicionales percibidos durante épocas de auge debido al nivel creciente de la tasa impositiva promedio en un sistema tributario progresivo, o la reducción del gasto en bienestar social a medida que baja la tasa de desempleo). Sin embargo, no consideramos como respuesta de política i) el ingreso adicional generado por la tributación de desviaciones

del PIB nominal respecto del potencial a una tasa impositiva promedio que se mantiene invariable ni ii) la caída de las razones de gasto que se deben únicamente a un PIB nominal que excede el potencial.

La razón para adoptar este método es que ignorar la contribución de los estabilizadores automáticos sistemáticos podría distorsionar el análisis de la política. Por ejemplo, al comparar la respuesta de la política económica de dos países, una respuesta discrecional más activa en uno, sin considerar los mayores estabilizadores automáticos en el otro, sesgaría el análisis. Una menor dependencia sobre medidas discrecionales podría de hecho ser motivada por la presencia de estabilizadores automáticos más potentes, los cuales reducen la necesidad de medidas de política.

La definición utilizada aquí representa un equilibrio entre ignorar los estabilizadores automáticos y contabilizar todos los aumentos temporales de ingreso como una respuesta de política. Empíricamente, se implementa usando como variable dependiente las variaciones de un balance primario ajustado¹.

Una serie de estudios emplean como variable dependiente indicadores del gasto, en lugar del balance fiscal. Eso tiene la ventaja de evitar en gran medida la cuestión de los ajustes cíclicos, especialmente si el gasto en cuestión no incluye el pago de transferencias. Sin embargo, las conclusiones sobre la ciclicidad extraídas de un análisis del gasto son válidas únicamente si no ha cambiado la política de ingresos fiscales. De lo contrario, un aumento del gasto financiado completamente con impuestos se interpretaría erróneamente como una respuesta cíclica.

La endogeneidad de la brecha del producto

La brecha del producto es en parte resultado de la política fiscal, que afecta a la economía. Por lo

¹Específicamente, el balance ajustado se define como
$$\left(\frac{B}{Y}\right)' = \frac{B}{Y} + G\left(\frac{1}{Y} - \frac{1}{Y^*}\right),$$

siendo G el gasto público. La diferencia interanual de este balance ajustado aumenta si la tasa impositiva promedio sube y/o si el gasto crece menos que el PIB potencial.

tanto, la estimación de la ecuación (5.1) utilizando mínimos cuadrados ordinarios (MCO) sesgaría los resultados. Para evitarlo, se requiere utilizar el método de variables instrumentales. Los resultados presentados más adelante se obtuvieron usando un estimador de sistemas del método generalizado de momentos (MGM) en regresiones con datos de panel y un enfoque sencillo con variables instrumentales en regresiones específicas de cada país.

Ingresos fiscales provenientes de las materias primas

Además del ciclo económico, otros factores pueden afectar a los ingresos tributarios; entre ellos, los precios de las materias primas, que revisten particular importancia en América Latina. Los precios de las materias primas pueden hacer subir los ingresos fiscales más allá de los niveles atribuibles al crecimiento del PIB real, y el efecto tiende a ser más marcado en los exportadores más grandes de recursos naturales, que pueden estar sujetos a una tributación elevada o contar al gobierno entre sus principales inversores.

Para controlar por el efecto de los precios de las materias primas en el balance fiscal, incluimos como regresor el índice de precios de las materias primas, siguiendo a Céspedes y Velasco (2011). El índice está construido como la variación de los precios de las materias primas, ponderada por la participación de cada materia prima exportada en el PIB. Por ende, es específico de cada país, reflejando la dependencia relevante de las materias primas.

Resultados de la regresión

Se realizó una estimación con datos de panel de la ecuación (5.1), que permite diferentes términos de intersección para cada país pero impone la misma pendiente dentro de una región, tomando un grupo de 19 economías latinoamericanas (véase la lista en el cuadro 5.2) y un grupo de 32 economías avanzadas. El cuadro 5.1 sintetiza los resultados².

²Véase Klemm (2014) para más resultados y pruebas de robustez, incluido el uso de tasas de crecimiento en lugar de brechas de producto, diferentes instrumentos y dife-

Cuadro 5.1. Resultados a nivel de la región

Variable dependiente: Δ Balance fiscal primario ajustado				
Países	América Latina		Economías avanzadas	
	Método de estimación	IG	MGM	IG
	(1)	(2)	(3)	(4)
Brecha del producto	-0,343** (0,142)	-0,337** (0,150)	0,138** (0,057)	0,302*** (0,106)
Aumento de los precios de las materias primas	0,386*** (0,075)	0,414 (0,261)	0,565*** (0,069)	1,405** (0,644)
Déficit ajustado _{t-1}	-0,441*** (0,082)	-0,479*** (0,125)	-0,228*** (0,025)	0,042 (0,103)
Observaciones	333	333	760	760
R ²	0,343		0,184	
Número de países	19	19	32	32
Prueba AB AR(1)		0,079		0
Prueba AB AR(2)		0,494		0,406
Valor p de Hansen		0,347		0,764

Fuentes: FMI, informe WEO (octubre de 2013); ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.

Notas: Errores robustos entre paréntesis *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$. AB = Prueba Arellano-Bond; IG = regresión intra-grupo. MGM = regresiones MGM que tratan la brecha del producto y el balance fiscal primario ajustado rezagado como endógenos, usando el primer y segundo rezago como instrumentos colapsados. Muestra: 1980–2012.

Los resultados sugieren que la política fiscal en América Latina ha sido procíclica, dado que el coeficiente de la brecha del producto es negativo y estadísticamente significativo, tanto en una regresión intra-grupo (IG) estándar como en una regresión MGM que permite endogeneidad³. En cambio, los resultados de las economías avanzadas, que se presentan a título comparativo, muestran un coeficiente positivo y estadísticamente significativo, lo cual implica una política fiscal contracíclica. Estos resultados están en línea con la mayoría de los estudios previos, que también han encontrado una política fiscal procíclica en América Latina, en tanto es acíclica o contracíclica en economías avanzadas.

rentes variables dependientes (razones de gasto, medidas discrecionales y balances cíclicamente ajustados).

³ El cuadro 5.1 también presenta las pruebas de especificación estándar: se rechaza la prueba de Arellano-Bond AR(1) como es de prever, en tanto que la prueba AR(2) y de restricciones sobreidentificadas (prueba de Sargan/Hansen) no se rechazan, como es necesario.

Cuadro 5.2. Resultados por país; coeficiente sobre la brecha del producto

Variable dependiente: Δ Balance primario ajustado

	MCO			
	MCO	VI	Antes de 2005	Δ desde 2005
Argentina	-0,32*** (0,08)	-0,381** (0,15)	-0,26** (0,11)	-0,36 (0,67)
Belice	0,22 (0,30)	2,40 (1,76)	0,54 (0,35)	-0,53 (0,48)
Bolivia	-0,45 (0,38)	-0,21 (1,00)	-0,42 (0,43)	0,01 (1,12)
Brasil	0,32 (0,19)	5,55 (21,96)	-0,16 (0,21)	0,74* (0,33)
Chile	0,27 (0,26)	-1,10 (1,21)	0,00 (0,17)	0,90** (0,34)
Colombia	-0,14 (0,16)	-0,50 (0,45)	-0,31 (0,25)	0,69* (0,38)
Costa Rica	0,25 (0,20)	-0,77 (1,45)	-0,35 (0,33)	0,75 (0,51)
Ecuador	-0,48** (0,22)	0,60 (2,45)	-0,28 (0,23)	0,13 (0,50)
El Salvador	0,30 (0,19)	-1,03 (2,90)	-0,08 (0,24)	0,61* (0,32)
Guatemala	0,14 (0,16)	-0,75 (1,69)	-0,42 (1,24)	0,62 (1,28)
Guyana	1,12*** (0,23)	-0,89 (6,46)	1,12 (0,83)	0,07 (0,83)
Honduras	0,21 (0,14)	0,18 (0,37)	1,51* (0,65)	-1,42* (0,69)
México	-0,21 (0,14)	0,43 (0,66)	-0,32** (0,15)	0,46** (0,19)
Nicaragua	-0,33 (0,21)	-0,71 (0,61)	-0,81** (0,29)	0,84 (0,45)
Paraguay	-0,07 (0,13)	4,98 (35,75)	-0,13 (0,25)	0,19 (0,29)
Perú	0,36 (0,30)	0,58* (0,28)	0,20 (0,58)	0,15 (0,53)
Suriname	-1,10 (0,68)	-9,85 (10,88)	-1,26 (0,77)	0,79 (2,16)
Uruguay	-0,45*** (0,07)	-0,71*** (0,18)	-0,46*** (0,08)	0,14 (0,22)
Venezuela	-0,60*** (0,16)	0,28 (0,83)	-0,54*** (0,15)	0,26 (0,37)

Fuentes: FMI, informe WEO; ONU, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Notas: VI = Variables instrumentales; MCO = Mínimos cuadrados ordinarios. Errores estándar robustos entre paréntesis. La brecha del producto es el instrumento utilizado en las regresiones con variables instrumentales. Todas las regresiones incluyen una constante, el balance primario ajustado rezagado y el índice de precios de las materias primas. Muestra: 1990–2012. Para más detalles sobre el PIB de Argentina, véase el apéndice 2.1.

El coeficiente del precio de las materias primas es positivo y estadísticamente significativo en tres de las cuatro regresiones. Esto confirma la conjetura de que el balance fiscal primario ajustado mejora cuando el aumento de los precios de las materias primas es vigoroso.

También estimamos regresiones específicas de cada país utilizando las mismas variables explicativas que en el cuadro 5.1. Para resolver la endogeneidad, utilizamos el método de variables instrumentales, con la brecha del producto rezagada como instrumento. El cuadro 5.2 presenta las estimaciones del coeficiente sobre la brecha del producto obtenidas en estas regresiones.

Lo que llama la atención de las dos primeras columnas del cuadro 5.2 es el pequeño número de coeficientes estadísticamente significativos. Esa es una característica común —aunque raramente mencionada— de los estudios sobre la ciclicidad de la política fiscal, muchos de los cuales no reportan pruebas de significancia. Aun así, los coeficientes de algunos países muestran evidencia de políticas procíclicas en regresiones tanto con MCO como con variables instrumentales. En otros países, como por ejemplo Ecuador y Venezuela, las estimaciones con variables instrumentales no dan evidencia de una política fiscal procíclica. En ninguno de los 19 países el coeficiente es positivo y consistentemente estadísticamente significativo. En otras palabras, no hay evidencia significativa de políticas contracíclicas en ningún país latinoamericano. En resumen, para la mayoría de los países no se puede descartar una política acíclica, aunque la evidencia también es consistente con la presencia de una política fiscal ligeramente cíclica (con un coeficiente próximo a cero) o muy errática (con errores estándar grandes).

Por supuesto, no hay razón para que la ciclicidad de la política fiscal se haya mantenido invariable durante los 23 años que abarcan las regresiones. Para investigar si ha habido variaciones recientes en la política fiscal, el cuadro 5.2 presenta también regresiones que permiten cambios en el grado de ciclicidad a lo largo del tiempo, mostrando los coeficientes del período 1990–2004 y la subsecuente variación del coeficiente⁴.

⁴Se seleccionó el año 2005 porque las regresiones de panel sugieren que ese es el año con la variación más significativa en el coeficiente, y porque un solo año para todos los países facilita la comparación. Además, para asegurar que el tamaño de la muestra sea suficiente durante el segundo período, no sería aconsejable elegir un año posterior.

Los resultados sugieren que la política fiscal podría haberse vuelto menos contracíclica solo en Honduras, mientras que se ha girado hacia más contracíclica o menos procíclica en Brasil, Chile, Colombia, El Salvador y México. Como el último período incluye la crisis financiera internacional y todo estímulo conexo, el próximo período de auge proveerá una prueba de si se mantendrán las políticas más contracíclicas.

La calidad de la política fiscal

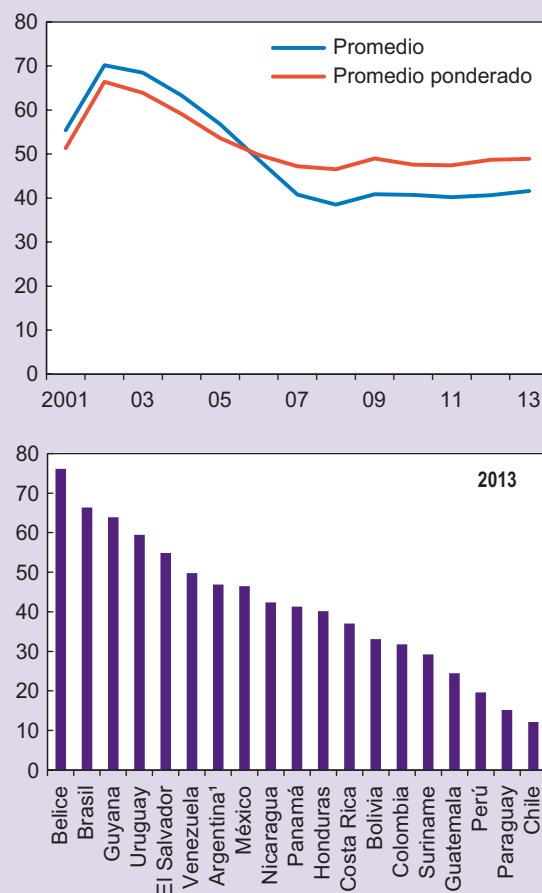
Como ya se señaló, la posición cíclica de la política fiscal es apenas una de las dimensiones de la calidad de la política fiscal. Una posición fiscal determinada se podría lograr con muchas políticas de tributación y de gasto subyacentes diferentes. Por ende, la adopción de una política más contracíclica podría resultar problemática si no se atacan ciertos riesgos.

Sostenibilidad fiscal

Una respuesta de política contracíclica —y en particular una que incrementa el déficit durante las recesiones— no debe llegar al punto de hacer peligrar las finanzas a mediano plazo. En América Latina, la deuda pública sigue siendo en promedio muy elevada, habiendo dejado de disminuir en 2007 (gráfico 5.1). El elevado nivel de deuda y su evolución en los últimos años actúan como una restricción a la política contracíclica durante las desaceleraciones. Sin embargo, la situación es bastante diferente según el país, ya que algunos tienen un nivel de deuda muy bajo.

Las expansiones fiscales durante las fases descendentes tienen por objeto solucionar la escasez de la demanda y, por lo tanto, deben ser de carácter reversible o ser de duración limitada. Si el aumento del gasto es de naturaleza estructural, será más difícil reajustar la posición fiscal cuando la economía mejore. Chile es un ejemplo de un país que ha intentado reducir ese riesgo vinculando los aumentos del gasto estructural a los ingresos permanentes (por ejemplo, con una reciente reforma tributaria para financiar el gasto en educación). La

Gráfico 5.1. Deuda pública en América Latina
(Porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, informe WEO.

¹Para más detalles sobre el PIB de Argentina, véase el apéndice 2.1.

mayoría de los demás países en América Latina, sin embargo, no hacen esa distinción.

Instituciones fiscales

Muchos países en América Latina han adoptado reformas para fortalecer las instituciones fiscales, incluidas reglas fiscales⁵. Siempre que tales reglas estén bien diseñadas, pueden respaldar una política fiscal sostenible al tiempo que evitan la procicli-

⁵Véase un panorama general de las reglas fiscales en América Latina en la edición de octubre de 2011 de *Perspectivas regionales: Las Américas*.

ciudad. Por cierto, países como Chile, Colombia y México han logrado moverse hacia una política más contracíclica al tiempo que siguen una regla fiscal.

La transparencia fiscal también es importante, tanto para las autoridades como para el público. Algunos ejemplos recientes de políticas no transparentes son el uso de operaciones extraordinarias por única vez para reducir déficits declarados o el empleo más frecuente de operaciones neutrales en términos de déficit, como los préstamos con fines de política económica, que pueden incrementar los pasivos fiscales.

Conclusión

La evidencia presentada en este capítulo sugiere que la política fiscal de América Latina ha sido procíclica, en promedio, y no acíclica o contracíclica como en la mayoría de las economías avanzadas. Las estimaciones específicas de cada país, sin embargo, arrojan resultados mayormente no significativos, como es común en estudios pareci-

dos, aunque a menudo no se lo reconozca. En años más recientes, Brasil, Chile, Colombia, El Salvador y México parecen haberse orientado hacia una política fiscal menos procíclica o más contracíclica. Queda por ver si estas mejoras persistirán durante períodos de brechas de producto cerradas o negativas, cuando los estímulos fiscales previos debieran ser desarmados. En general, los países deben reconstruir su espacio fiscal, en particular para estar preparados para cualquier choque negativo futuro.

Más allá de las consideraciones cíclicas, la política fiscal debe ser sostenible y transparente. Las instituciones fiscales, tales como las reglas fiscales bien diseñadas, pueden respaldar la sostenibilidad sin conducir a una política fiscal procíclica. La transparencia fiscal ha mejorado en muchos países durante la última década, pero hay ejemplos recientes que indican la reaparición de comportamientos problemáticos, como el uso de operaciones extraordinarias por única vez y operaciones que se eligen para evitar incrementar los déficits declarados.

Apéndice 5.1. Resumen de trabajos empíricos

Cuadro A5.1. Trabajos empíricos sobre la posición cíclica de la política fiscal de las economías emergentes

Trabajo	Método	Resultados ¹
Alesina <i>et al.</i> (2008)	Regresión de la variación del balance fiscal/gastos sobre la brecha del producto.	Contracíclica solo en economías avanzadas (OCDE).
Catao y Sutton (2002)	Regresión de la variación del balance fiscal sobre la brecha del producto.	Procíclica en la mayoría de los mercados emergentes.
Céspedes y Velasco (2011)	Regresión de la variación del saldo fiscal sobre la brecha del producto y el componente cíclico de los precios de las materias primas.	Diversidad entre países; algunas economías en desarrollo son ahora más contracíclicas.
Daude <i>et al.</i> (2011)	Correlación entre la variación del saldo primario ajustado por el ciclo y la brecha del producto.	Procíclica en la mayoría de América Latina.
Di Bella (2009)	Regresión de la variación del saldo primario ajustado por el ciclo sobre el saldo primario ajustado por el ciclo y la calificación de la deuda durante el período contractivo de 2009.	Más contracíclica en países con posiciones fiscales y calificaciones crediticias más sólidas.
Frankel <i>et al.</i> (2013)	Correlación entre los componentes cíclicos del gasto público real y el PIB.	Los países en desarrollo son más procíclicos que los avanzados, pero menos que en el pasado.
Gavin y Perotti (1997)	Regresión de la variación del saldo fiscal/ingreso/crecimiento del gasto sobre el crecimiento del PIB.	Economías avanzadas, contracíclicas; América Latina, procíclica.
Ilzetzki y Vegh (2008)	Regresión del gasto real sobre el PIB real.	Economías en desarrollo a menudo procíclicas.
Jaimovich y Panizza (2007)	Regresión del balance fiscal o el gasto sobre el crecimiento.	Economías avanzadas, contracíclicas; economías en desarrollo, indeterminadas.
Kaminsky <i>et al.</i> (2005)	Diferencia entre el aumento del gasto en épocas buenas y malas; correlación entre gasto y crecimiento.	La mayoría de los países fuera de la OCDE y la mitad de los países de la OCDE son procíclicos.
Lane (2003)	Regresión del gasto público sobre el PIB.	Más probabilidad de políticas procíclicas en países con producto volátil y dispersión del poder político.
Lledo <i>et al.</i> (2011)	Regresión del gasto público sobre el crecimiento del PIB.	Países en desarrollo, sobre todo de África subsahariana, procíclicos.
Talvi y Vegh (2005)	Correlación entre el producto real y el consumo del gobierno/ingresos fiscales.	Procíclica en los países en desarrollo.
Vegh y Vuletin (de 2012)	Regresión de las tasas impositivas sobre el componente cíclico del PIB real.	Política tributaria acíclica en las economías avanzadas; procíclica en las economías en desarrollo.

Fuente: Compilación del personal técnico del FMI.

Nota: OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

¹Muchos trabajos se centran en una dimensión diferente; la determinación presentada aquí es la que tiene que ver con la ciclicidad de la política fiscal.

Lista de abreviaturas de los países

Antigua y Barbuda	ATG	Indonesia	IDN
Arabia Saudita	SAU	Israel	ISR
Argentina	ARG	Jamaica	JAM
Australia	AUS	Malasia	MYS
Belice	BLZ	México	MEX
Bolivia	BOL	Nicaragua	NIC
Brasil	BRA	Nigeria	NGA
Canadá	CAN	Noruega	NOR
Chile	CHL	Panamá	PAN
China	CHN	Paraguay	PRY
Colombia	COL	Perú	PER
Corea	KOR	Polonia	POL
Costa Rica	CRI	Qatar	QAT
Dominica	DMA	República Dominicana	DOM
Ecuador	ECU	Rusia	RUS
El Salvador	SLV	San Vicente y las Granadinas	VCT
Estados Unidos	USA	Saint Kitts y Nevis	KNA
Filipinas	PHL	Singapur	SGP
Granada	GRD	Sudáfrica	ZAF
Guatemala	GTM	Tailandia	THA
Guyana	GUY	Trinidad y Tobago	TTO
Haití	HTI	Turquía	TUR
Honduras	HND	Uruguay	URY
Hungría	HUN	Venezuela	VEN
India	IND		

Referencias

- Aaronson, S., B. Fallick, A. Figura, J. Pingle y W. Wascher, 2006, “The Recent Decline in the Labor Force Participation Rate and Its Implications for Potential Labor Supply”, *Brookings Papers on Economic Activity*: 1 (Washington: Brookings Institution), págs. 69–154.
- Adler, G., M. L. Djigbenou y S. Sosa, 2014, “Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?”, IMF Working Paper No. 14/60 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- 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).
- , 2014, “Intraregional Spillovers in South America: Is Brazil Systemic After All?”, *The World Economy*, vol. 37, No. 3, págs. 456–480.
- Agencia Internacional de Energía, 2013, “World—Natural Gas Statistics”, IEA Natural Gas Information Statistics. www.iea.org/statistics/topics/naturalgas.
- Alesina, A., F. Campante y G. Tabellini, 2008, “Why Is Fiscal Policy Often Procyclical?”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 6, No. 5, págs. 1006–1036.
- Alper, C. E., 2006, “U.S. Monetary Policy Surprises and Emerging Markets Sovereign Spreads”, 2007 AEA Conference Papers. www.aeaweb.org/annual_mtg_papers/2007/0107_1300_0102.pdf.
- Arellano, M., y O. Bover, 1995, “Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Component Models”, *Journal of Econometrics*, vol. 68, No. 1, págs. 29–52.
- Arora, V., y M. Cerisola, 2001, “How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets?”, *IMF Staff Papers*, vol. 45, No. 3, págs. 474–498.
- Arvanitis, A., H. Faruqee, P. N’Diaye y R. Sahay, de próxima publicación, “Understanding Emerging Market Volatility and Policy Responses”, IMF Staff Discussion Note (Washington).
- Bellas, D., M. G. Papaioannou y I. Petrova, 2010, “Determinants of Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Fundamentals vs. Financial Stress”, IMF Working Paper No. 10/281 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Camba-Mendez, G., 2012, “Conditional Forecasts on SVAR Models Using the Kalman Filter”, *Economics Letters*, vol. 115, No. 3, págs. 376–378.
- Cashin, P., L. F. Céspedes y R. Sahay, 2004, “Commodity Currencies and the Real Exchange Rate”, *Journal of Development Economics*, vol. 75, No. 1, págs. 239–268.
- Catão, L., y B. Sutton, 2002, “Sovereign Defaults: The Role of Volatility”, IMF Working Paper No. 02/149 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Céspedes, L. F., y A. Velasco, 2011, “Was this Time Different? Fiscal Policy in Commodity Republics”, BIS Working Papers No. 365 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Chen, Y., y K. Rogoff, 2003, “Commodity Currencies”, *Journal of International Economics*, vol. 60, No. 1, págs. 133–160.
- Clements, B., D. Coady, S. Fabrizio, S. Gupta, T. Alleyne y G. Sdravovich, a cargo de la edición, 2013, *Energy Subsidy Reform: Lessons and Implications* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Csonto, B., y I. V. Ivaschenko, 2013, “Determinants of Sovereign Bond Spreads in Emerging Markets: Local Fundamentals and Global Factors vs. Ever-Changing Misalignments”, IMF Working Paper No. 13/164 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Daude, C., A. Melguizo y A. Neut, 2011, “Fiscal Policy in Latin America: Countercyclical and Sustainable?”, *Economics: The Open Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 5, No. 14, págs. 1–29.
- Deaton, A., y R. Miller, 1996, “International Commodity Prices, Macroeconomic Performance and Politics in Sub-Saharan Africa”, *Journal of African Economies*, vol. 5, No. 3, págs. 99–191.

- Dees, S., F. di Mauro, L. V. Smith y M. H. Pesaran, 2007, “Exploring the International Linkages of the Euro Area: A Global VAR Analysis”, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 22, No. 1, págs. 1–38.
- Di Bella, G., 2009, “Fiscal Policy Responses to the Crisis: How Much Space for Countercyclical Policy?”, en *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington: Fondo Monetario Internacional), págs. 49–69.
- Eichengreen, B., y P. Gupta, 2014, “Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets”, WB Policy Research Working Paper No. S6754 (Washington: Banco Mundial).
- Erten, B., y J. A. Ocampo, 2013a, “The Global Implications of Falling Commodity Prices”, *Project Syndicate* (blog). www.project-syndicate.org/commentary/china-s-growth-slowdown-and-the-end-of-the-commodity-price-super-cycle-by-joseantonio-ocampo-and-bilge-erten.
- , 2013b, “Super Cycles of Commodity Prices Since the Mid-Nineteenth Century”, *World Development*, vol. 44 (C), págs. 14–30.
- Fondo Monetario Internacional, 2011, “People’s Republic of China: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues”, IMF Country Report No. 11/193 (Washington).
- , 2012a, “Macroeconomic Policy Frameworks for Resource-Rich Developing Countries—Analytic Frameworks and Applications”, IMF Policy Paper (Washington).
- , 2012b, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, abril).
- , 2013, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).
- , 2014a, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, abril).
- , 2014b, *Global Financial Stability Report* (Washington, abril).
- , de próxima publicación, “Spillover Report” (Washington).
- Frankel, J., C. Vegh y G. Vuletin, 2013, “On Graduation from Fiscal Procyclicality”, *Journal of Development Economics*, vol. 100, No. 1, págs. 21–47.
- Gavin, M., y R. Perotti, 1997, “Fiscal Policy in Latin America”, *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 12, págs. 11–72.
- Goldman Sachs, 2014, “2014 Outlook: Within Sight of the Summit”, Investment Strategy Group Outlook (Nueva York: Goldman Sachs). <http://www.goldmansachs.com/what-we-do/investmentmanagement/private-wealth-management/intellectual-capital/isg-outlook-2014.pdf>.
- Gruss, B., de próxima publicación, “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hartelius, K., K. Kashiwase y L. Kodres, 2008, “Emerging Market Spread Compression: Is It Real or Is It Liquidity?”, IMF Working Paper No. 08/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hunt, B., M. Sommer, G. Di Bella, M. Estrada, A. Matsumoto y D. Muir, 2013, “Macroeconomic Implications of the U.S. Energy Boom”, en *United States—Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/237 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ilzetzki, E., y C. Vegh, 2008, “Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction?”, NBER Working Paper No. 14191 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- 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).
- Jaimovich, D., y U. Panizza, 2007, “Procyclicality or Reverse Causality?”, IDB Research Department Working Papers No. 599 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Jaramillo, L., y A. Weber, 2013, “Bond Yields in Emerging Economies: It Matters What State You Are In”, *Emerging Markets Review*, vol. 17, págs. 169–185.
- Kamil, H., P. de Imus, M. García-Escribano, C. Goes, R. Perrelli, S. Roache y J. Zook, de próxima publicación, “The Effects of U.S. Monetary Normalization on Emerging Markets’ Sovereign Bond Yields: The Cases of Brazil and Mexico”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Kaminsky, G., C. Reinhart y C. Vegh, 2004, “When It Rains It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 19 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Klein, M. W., y J. C. Shambaugh, 2013, “Is There a Dilemma with the Trilemma?”, *VOX* (blog). www.voxeu.org/article/dilemma-fi-nancial-trilemma.
- Klemm, A., 2014, “Fiscal Policy in Latin America over the Cycle”, IMF Working Paper No. 14/59 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, P., 2003, “The Cyclical Behaviour of Fiscal Policy: Evidence from the OECD”, *Journal of Public Economics*, vol. 87, No. 12, págs. 2661–2675.
- Lledo, V., I. Yackovlev y L. Gadenne, 2011, “A Tale of Cyclicity, Aid Flows and Debt: Government Spending in Sub-Saharan Africa”, *Journal of African Economics*, vol. 20, No. 5, págs. 823–849.
- Love, I., y L. Zicchino, 2006, “Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 46, No. 2, págs. 190–210.
- Lusinyan, L., J. Reynaud, D. Muir y S. Patra, 2014, “The Unconventional Energy Boom in North America: Macroeconomic Implications and Challenges for Canada”, en *Canada—Selected Issues*, IMF Country Report No. 14/28 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Magud, N. E., y E. R. Vesperoni, 2014, “Exchange Rate Flexibility and Credit during Capital Inflow Reversals: Purgatory...not Paradise”, IMF Working Paper No. 14/61 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mishra, P., K. Moriyama, P. N'Diaye y L. Nguyen, de próxima publicación, “Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Moghadam, R., J. D. Ostry y R. Sheehy, 2011, “Assessing Reserve Adequacy—Supplementary Information”, IMF Policy Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Perrelli, R., y C. Goes, de próxima publicación, “Tapering Talks and Local Currency Sovereign Bond Yields: How South Africa Performed Relative to Its Emerging Markets Peers”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pesaran, M. H., y Y. Shin, 1998, “Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models”, *Economics Letters*, vol. 58, No. 1, págs. 17–29.
- Pesaran, M. H., T. Schuermann y S. M. Weiner, 2004, “Modeling Regional Interdependencies Using a Global Error-Correcting Macroeconometric Model”, *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 22, No. 2, págs. 129–162.
- Rey, H., 2013, “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, Working Paper (London Business School, CEPR y NBER).
- Smith, L. V., y A. Galesi, 2011, GVAR Toolbox 1.1 (Cambridge, Reino Unido: Centre for Financial Analysis and Policy). www.cfap.jbs.cam.ac.uk/research/gvartoolbox.
- Sosa, S., E. Tsounta y H. S. Kim, 2013, “Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable?”, IMF Working Paper No. 13/109 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Spatafora, N. L., y I. Tytell, 2009, “Commodity Terms of Trade: The History of Booms and Busts”, IMF Working Paper No. 09/205 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Talvi, E., y C. Vegh, 2005, “Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries”, *Journal of Development Economics*, vol. 78, No. 1, págs. 156–190.
- Toosi, M., 2013, “Labor Force Projections to 2022: The Labor Force Participation Rate Continues to Fall”, *Monthly Labor Review*, Bureau of Labor Statistics (Washington, diciembre).
- Turner, P., 2014, “The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs”, BIS Working Papers No. 441 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Uribe, M., y V. Z. Yue, 2006, “Country Spreads and Emerging Countries: Who Drives Whom?”, *Journal of International Economics*, vol. 69, No. 1, págs. 6–36.
- Vegh, C., y G. Vuletin, 2012, “How Is Tax Policy Conducted over the Business Cycle?”, NBER Working Paper No. 17753 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental

IMF Working Papers

14/61

Exchange Rate Flexibility and Credit during Capital Inflow Reversals: Purgatory...not Paradise

Nicolás E. Magud y Esteban R. Vesperoni

14/60

Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?

Gustavo Adler, Marie-Louise Djigbenou y Sebastián Sosa

14/59

Fiscal Policy in Latin America over the Cycle

Alexander Klemm

14/28

The U.S. Manufacturing Recovery: Uptick or Renaissance?

Oya Celasun, Gabriel Di Bella, Tim Mahedy y Chris Papageorgiou

13/251

Monetary Transmission in Brazil—Has the Credit Channel Changed?

Mercedes García-Escribano

13/227

Sovereign Risk and Belief-Driven Fluctuations in the Euro Area

Giancarlo Corsetti, Keith Kuester, André Meier y Gernot J. Mueller

13/217

Growth Following Investment and Consumption-Driven Current Account Crises

Alexander Klemm

13/206

State-Owned Banks and Fiscal Discipline

Jesús González-García y Francesco Grigoli

13/175

Financial Interconnectedness and Financial Sector Reforms in the Caribbean

Sumiko Ogawa, Joonkyu Park, Diva Singh y Nita Thacker

13/171

What Explains Movements in the Peso/Dollar Exchange Rate?

Yi Wu

13/145

Potential Output and Output Gap in Central America, Panama, and the Dominican Republic

Christian Johnson

13/136

The Economic Effects of Fiscal Consolidation with Debt Feedback

Marcello Estevão y Issouf Samake

13/117

Fiscal Multipliers in the ECCU

Jesús González-García, Antonio Lemus y Mico Mrkaic

13/109

Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable?

Sebastián Sosa, Evridiki Tsounta y Hye Kim

13/103

Four Decades of Terms-of-Trade Booms: Saving-Investment Patterns and a New Metric of Income Windfall

Gustavo Adler y Nicolás Magud

13/97

Productivity or Employment: Is It a Choice?

Gustavo Andrea De Michelis, Marcello Estevão y Beth Anne Wilson

Selected Issues Papers

Brasil

- *How Fast Can Brazil Grow?*
Shaun Roache
- *Financing Investment-Led Growth in Brazil*
Shaun Roache y Anna Ter-Martirosyan
- *Inflation in Brazil—Still Persistent?*
Shaun Roache
- *Monetary Transmission in Brazil—Has the Credit Channel Changed?*
Mercedes García-Esribano
- *Public Debt Dynamics Under Brazil's Fiscal Framework*
Joana Pereira
- *Credit in Brazil: Contribution to Growth in Recent Years*
Mercedes García-Esribano y Fei Han
- *Understanding Housing Markets in Brazil: Mark II*
Heedon Kang

Canadá

- *The Unconventional Energy Boom in North America: Macroeconomic Implications and Challenges for Canada*
Lusine Lusinyan, Dirk Muir, Julien Reynaud y Soma Patra
- *Is “Dead” Money Alive? A Firm-Level Analysis of Canadian Non-Financial Listed Corporations Cash Holding and Capital Expenditure Behavior*
Ivo Krznar, Tim Mahedy y Julien Reynaud

Chile

- *A Tale of Two Recoveries: The Post-Crisis Experience of Brazil and Chile*
José Daniel Rodríguez-Delgado y Sofía Bauducco
- *Systemic Risk Assessment and Mitigation in Chile*
Nicolás Arregui y Alejandro Jara
- *What Explains Movements in the Peso/Dollar Exchange Rate?*
Yi Wu, Diego Gianelli, Philip Liu y Li Zeng

El Salvador

- *Assessing Potential Output*
Belen Sbrancia y Yulia Ustyugova
- *Balance of Payments Stability Assessment*
Yulia Ustyugova y Francisco Roch
- *Assessing Spillovers*
Yulia Ustyugova
- *Public Debt Sustainability Analysis*
Pablo Druck y Mario Garza
- *Implementing Basel III Standards*
Fernando Delgado

Estados Unidos

- *The U.S. Manufacturing Recovery: Uptick or Renaissance?*
Oya Celasun, Gabriel Di Bella, Tim Mahedy y Chris Papageorgiou
- *Macroeconomic Implications of the U.S. Energy Boom*
Ben Hunt, Martin Sommer, Gabriel Di Bella, Madelyn Estrada, Akito Matsumoto y Dirk Muir
- *Risky Business: The Uncertainty in U.S. Health Care Spending*
Deniz Igan, Kenichiro Kashiwase y Baoping Shang
- *Are U.S. Small Businesses Credit Constrained?*
Francesco Columba
- *Exiting From Unconventional Monetary Policy: Potential Challenges and Risks*
Rebecca McCaughrin y Tao Wu

Guatemala

- *Analytical Note I. Assessing Potential Output*
Carlos Rondón
- *Analytical Note II. Spillover Analysis*
Carlos Rondón, Lennart Erickson, Yulia Ustyugova y Eugenio Cerutti

- *Analytical Note III. Fiscal Sustainability Assessment*
Yulia Ustyugova
- *Analytical Note IV. Balance Sheets*
Stephanie Medina Cas
- *Analytical Note V. Monetary Policy Stance*
Carlos Rondón
- *Analytical Note VI. Basel III*
Fernando Delgado y Mynor Meza

Haití

- *Optimizing Fiscal Policy for High and Inclusive Growth in Haiti*
Elva Bova
- *A Renewed Public Investment Policy in Support of Growth and Poverty Reduction*
Abdel Bessaha

México

- *Mexico—Reforms to the Fiscal Framework,*
Santiago Acosta-Ormaechea, Esteban Vesperoni y Jeremy Zook
- *Towards a Structural Fiscal Balance Measure for Mexico*
Santiago Acosta-Ormaechea, Esteban Vesperoni y Jeremy Zook
- *Credit Risk Modeling—The Role of Macroeconomic Factors in the Mexican Banking System*
Roberto Guimaraes-Filho

Paraguay

- *Effective Banking Sector Spreads in Paraguay*
Kevin Ross y Viviana Garay
- *A Path to Financial De-dollarization in Paraguay*
Juan F. Yépez

Perú

- *Peru: Fiscal Framework Alternatives for a Resource Rich Country*
Svetlana Vtyurina
- *Resisting the Pressures from Capital Flows: Are Foreign Exchange Interventions Effective?*
Melesse Tashu
- *China's Spillovers to Peru: Insights from a Macroeconomic Model for a Small Open and Partially Dollarized Economy*
Fei Han y Juan Alonso Peschiera Perez-Salmon

Suriname

- *Constructing A High-Frequency Economic Growth Indicator for Suriname*
Jochen Schmittmann
- *Suriname's Exposure to Gold Price Fluctuations*
Qiaoe Chen, Daniel Kanda, Mario Mansilla y Jochen Schmittmann
- *Monetary and Financial System of Suriname*
Qiaoe Chen
- *The Labor Market in Suriname*
Qiaoe Chen, Daniel Kanda, Mario Mansilla y Jochen Schmittmann
- *Fiscal Sustainability and Natural Resource Wealth for Suriname*
Mario Mansilla y Daniel Kanda

Uruguay

- *Why are Inflation and Inflation Expectations Above Target in Uruguay?*
Camilo Tovar
- *FDI in Uruguay: Recent Trends and Determinants*
Camila Pérez y Natalia Melgar
- *Agricultural Land Prices—A Channel in the Transmission of Global Commodity Price Shocks on Economic Activity*
Juan F. Yépez
- *Competitiveness Trends in Uruguay*
Garth P. Nicholls
- *Fiscal Policy and Inflation in Uruguay: Exploring the Nexus*
Camilo E. Tovar
- *The Fiscal Regime for Large-Scale Mining in Uruguay*
Victor Kitange

