
VI. PERSPECTIVAS PARA 2013

Situación Global, Tercer trimestre 2013 (BBVA Research)

El 6 de agosto de 2013, la sección de Análisis Económico de BBVA Research dio a conocer el documento “Situación Global, Tercer trimestre 2013”, el cual se presenta a continuación.

1. La recuperación se modera

El crecimiento mundial se mantiene en la primera mitad de 2013 en torno al 3%, nivel similar al de 2012. A lo largo del segundo trimestre del año los indicadores que se fueron conociendo han ido moderándose y apuntan a un crecimiento trimestral del 0.6%. Esta moderación se explica, en parte, por el aumento de la volatilidad y por el tensionamiento reciente de las condiciones de financiamiento, que, con todo, ha sido mucho más moderado que con los eventos disruptivos de los últimos años (quiebra de Lehman Brothers, problemas institucionales en Europa, reestructura de la deuda griega, etcétera). Ahora este tensionamiento se enmarca en la incertidumbre de eventos de “tiempos casi normales”. En primer lugar, la comunicación de la Reserva Federal para explicar la estrategia de salida de la expansión de su balance, en un contexto de gradual recuperación económica. Los mercados reaccionaron con una intensa subida de las tasas largas de Estados Unidos de Norteamérica que las sitúa al finalizar julio en el plazo de 10 años entre 70 y 80 puntos básicos por encima de los niveles de la primera mitad de mayo. En segundo lugar, las tensiones registradas en el mercado interbancario de China han sido una señal de la preocupación del banco central de aquel país ante el intenso crecimiento del crédito y de la banca en la sombra. También los indicadores de riesgo en la eurozona volvían a deteriorarse hasta niveles próximos a los alcanzados en la crisis bancaria de Chipre por la falta de

avances significativos en la construcción de una unión bancaria, y por las incertidumbres políticas en algunas economías periféricas, especialmente Portugal. Finalmente, la evidencia de la desaceleración en economías emergentes de gran peso acentuó las salidas de capital y la aversión al riesgo derivados de una liquidez global menos favorable. Ante todos estos eventos, las expectativas de los inversionistas se ajustan a un entorno de menor crecimiento en las economías emergentes y de normalización gradual de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica.

Con todo, las perspectivas para el futuro próximo son de una paulatina recuperación hasta cerca del 4% en 2014, con mejoras incluso ya desde el segundo semestre de 2013 en algunas economías. Las más desarrolladas seguirán apoyadas por sus bancos centrales y, en el caso del área del euro, se verán beneficiadas por un esfuerzo de consolidación fiscal menos intenso que el registrado en 2012. En las economías emergentes la desaceleración en curso se interrumpirá ayudada por la mejora de las condiciones en las economías desarrolladas, así como por la utilización prudente de los márgenes de maniobra de las políticas económicas domésticas existentes en algunos países. La recuperación será mayor en las economías latinoamericanas, mientras que la mejora del área asiática se verá frenada por la desaceleración de China, acotada pero casi sin interrupción desde 2008 y que seguirá al menos en 2014. Esta moderación está ligada al paulatino agotamiento de un modelo de crecimiento muy intensivo en crédito e inversión y que debe evolucionar hacia un mayor peso del consumo.

Este escenario central global, de alta probabilidad, tiene todavía unos rangos de incertidumbre algo más sesgados a la baja que al alza, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos disruptivos, que impidan un panorama de, como poco, sostenido crecimiento global en 2013 y 2014 cerca de los niveles de 2012.

Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en otras ocasiones) serían fundamentalmente la vuelta de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso al financiamiento y deterioro de la confianza de los agentes económicos. Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo como el bono del Tesoro de Estados Unidos de Norteamérica como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un resurgimiento de las dudas en los avances hacia la unión bancaria y en la “excepcionalidad” de Grecia y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con márgenes de actuación para evitar eventos “de cola”, el proceso de cambios que afronta China es mayúsculo, requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

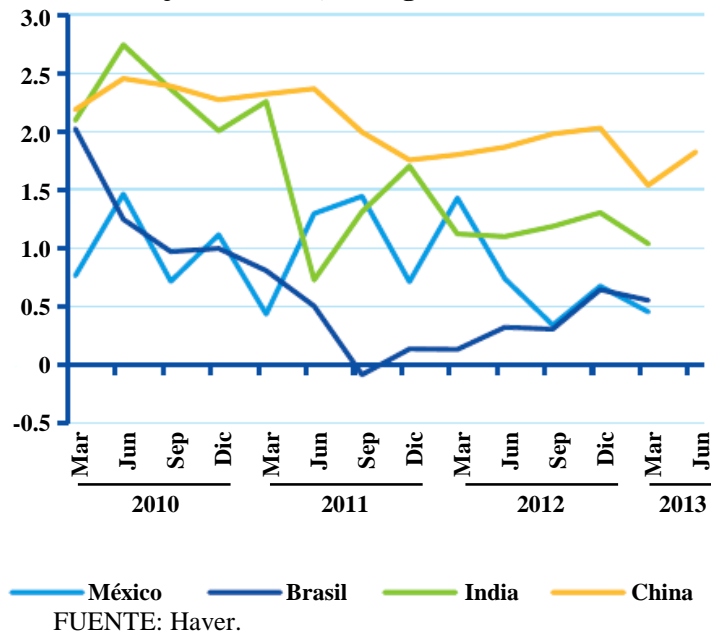
2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, riesgos diversificados

La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas

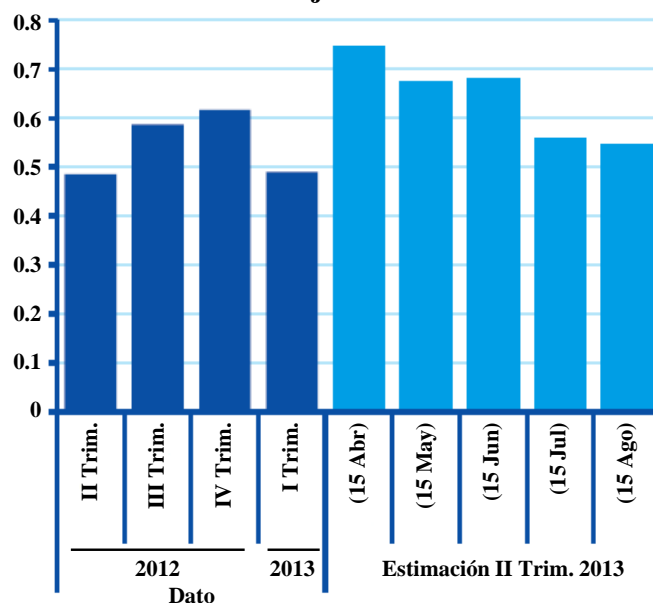
El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, cuando BBVA Research difundió sus anteriores previsiones de crecimiento, lo que lleva a la revisión a la baja de las perspectivas de Producto Interno Bruto (PIB) mundial hasta un crecimiento en 2013 del 3.1%, dos décimas menos de lo previsto hace tres meses. Para 2014 se mantienen las expectativas de expansión, en este caso hasta el 3.8%, dos décimas menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado (gráfica: *Economías emergentes, crecimiento del PIB*), y entre ellas cabe destacar la moderación del crecimiento en

China, por sus repercusiones globales, más allá de la propia Asia, por ejemplo en las economías sudamericanas. En segundo lugar, se ha producido un evento no esperado, al menos en el momento en el que se produjo, como es el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global. Este tensionamiento ha sido resultado fundamentalmente de la reacción del mercado a la comunicación de la Reserva Federal con respecto a sus planes de paulatina disminución y posterior reversión de la tercera ronda de su programa de expansión cuantitativa.

ECONOMÍAS EMERGENTES, CRECIMIENTO DEL PIB
-Porcentaje trimestral, corregido de estacionalidad-



**CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL SEGÚN BBVA-GAIN
-Porcentaje trimestral-**



FUENTE: BBVA Research.

El crecimiento no termina de convencer en las economías avanzadas y se deteriora en las emergentes

Durante los dos últimos trimestres, los datos macroeconómicos no han sido en general positivos, e incluso han generado nuevas fuentes de preocupación al menos en algunas áreas geográficas. Así, el flujo de nuevos datos ha ido paulatinamente reduciendo las estimaciones de crecimiento del PIB trimestral global (gráfica: *Crecimiento del PIB mundial según BBVA-GAIN*).

Por una parte, las economías avanzadas han mostrado un comportamiento ciertamente dispar, pero en general su crecimiento sigue muy lejos de ser robusto, salvo en el caso de Japón. El crecimiento en Estados Unidos de Norteamérica, sin ser espectacular (la economía no crece por encima del 2% desde el tercer trimestre de 2012), ha evolucionado en línea con lo previsto. Aun así, esas tasas de crecimiento, aunque pobres en comparación histórica con otras recuperaciones, son especialmente destacables dado el lastre que sobre el PIB suponen las medidas de consolidación

fiscal implementadas como consecuencia de la parcial entrada en vigor del llamado *sequester* del gasto público y de las alzas de impuestos acordadas a comienzos de año.

En Europa, el inicio de año fue decepcionante, con una acumulación de seis trimestres de contracción. No obstante, los datos más recientes están siendo más favorables y es probable que durante el segundo trimestre la zona euro haya evitado una nueva caída del PIB. Japón, por su parte, experimentó en el primer trimestre un rebote de su PIB y los datos más recientes apuntan a que estaría manteniendo su dinamismo apoyado en las medidas de impulso monetario y fiscal adoptadas por el nuevo gobierno. En su conjunto, las economías avanzadas habrían mejorado su comportamiento cíclico durante los últimos meses, pero no lo suficiente como para modificar la percepción sobre su situación y sus perspectivas en el escenario más probable.

La situación macroeconómica de las economías emergentes, por el contrario, se ha debilitado significativamente. Entre las dos grandes economías emergentes de Latinoamérica, preocupa la situación en Brasil, incapaz de rebotar significativamente del estancamiento de 2011-2012 y con incertidumbres adicionales por las recientes tensiones sociales. El modelo de crecimiento basado en un consumo favorecido por el endeudamiento en un marco de escasa iniciativa política para las reformas y la inversión productiva parece estar agotándose. Además, la necesidad de que la política monetaria controle la inflación se ha traducido en un aumento de tipos de interés, lo que dificultará en el corto plazo la recuperación. México, por su parte, ha perdido dinamismo en la primera parte de 2013 tanto por la menor demanda externa como por el impacto en el gasto público del cambio de responsabilidades en el gobierno. En todo caso, se registra un crecimiento modesto en comparación con su capacidad potencial.

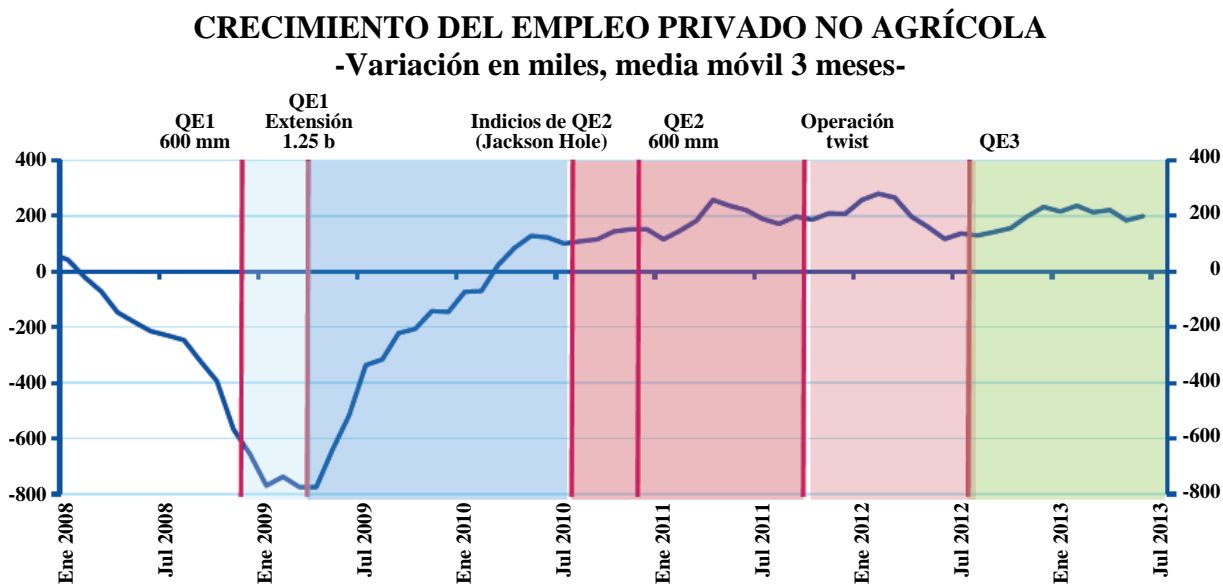
Por su parte, las dos grandes economías emergentes de Asia se han debilitado en los últimos trimestres, y los datos más recientes han abundado en esta tendencia (gráfica:

Economías emergentes, crecimiento del PIB). En India se debilita la demanda doméstica y en particular la inversión a la vez que las condiciones externas se hacen menos favorables. En China, la tendencia de desaceleración se mantiene, arrastrando a otras economías emergentes (las más dependientes de la demanda de materias primas) y afectando igualmente a economías exportadoras de bienes de inversión. La desaceleración en China es fruto de la combinación de la moderación de la demanda externa y de las medidas de política económica dirigidas a reducir las vulnerabilidades del sector financiero (como se analiza con más detalle posteriormente) y de una caída de la capacidad de crecimiento potencial. Además, los datos más recientes siguen arrojando dudas sobre la fortaleza del consumo y, en definitiva, sobre la plasmación del pretendido cambio de modelo de crecimiento.

Acostumbrando al mercado a una menor liquidez

El segundo factor que contribuye al menor optimismo sobre el escenario económico global, es el endurecimiento de las condiciones financieras vigentes. Aunque sea por múltiples causas, la mayor parte del repunte en las condiciones de financiamiento a nivel global se origina a mediados de mayo con el detalle anunciado por la Reserva Federal de sus planes para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria. La Reserva Federal ya venía adelantando durante los últimos meses su intención de iniciar un proceso de salida de las medidas extraordinarias de liquidez que había adoptado en los últimos años como respuesta a la crisis. Esos planes se han concretado recientemente, de modo que el mercado ha interpretado que en septiembre la Reserva Federal comenzará a disminuir el ritmo de sus compras de activos (desde los 85 mil millones de dólares al mes) y que cuando la tasa de desempleo alcance el 7% (algo que se espera para el segundo trimestre de 2014), la Reserva Federal dejará de comprar activos. Además, el banco central de Estados Unidos de Norteamérica mantiene inalteradas las condiciones que podrían justificar las subidas de tipos que, según las previsiones de BBVA Research, comenzarán bien

avanzada la segunda mitad de 2015, mientras que la normalización —reducción— del balance de la Reserva Federal no comenzará hasta bien entrado 2016.



FUENTE: Haver y BBVA Research.

La Reserva Federal ha basado la puesta en marcha de este plan de salida en el mejor tono de la economía americana. Además, es probable que otros factores también hayan jugado un papel en esta decisión, como los temores a la generación de burbujas en ciertos mercados tras años de tipos de interés muy bajos y abundante liquidez, o las dudas sobre la efectividad de sucesivas rondas de expansión monetaria para alcanzar impulsos adicionales de actividad.

Lo cierto es que todavía persisten dudas sobre la fortaleza real de la recuperación en marcha en Estados Unidos de Norteamérica. La consolidación fiscal está restando crecimiento (y el proceso continuará en el futuro inmediato) y la economía americana no está encontrando fácil crecer a un ritmo aceptable por comparación histórica (de, al menos, el 2%), mientras que recientemente sectores como el manufacturero han dado muestras de debilidad. El sector de la construcción residencial está mostrando un gran dinamismo, pero en parte apoyado en unas condiciones financieras muy favorables

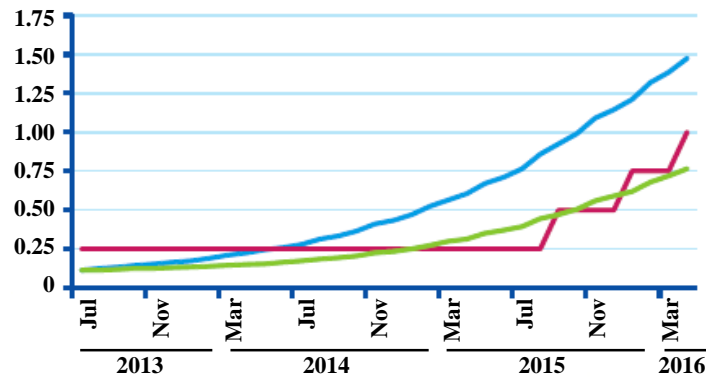
que comienzan a revertir. El consumo se mantiene estable, pero tanto por la disminución de la tasa de ahorro y el efecto riqueza positivo como por el aumento del empleo y la renta disponible. Además, el empleo no muestra un crecimiento especialmente robusto. La última ronda de estímulos contribuyó a impulsar la creación de empleo otra vez hasta el entorno de los 200 mil nuevos empleos al mes (gráfica anterior), no mucho más allá de lo ocurrido en anteriores períodos en los que finalmente fue necesaria una nueva ronda de estímulos.

En todo caso, el plan de la Reserva Federal ha estado caracterizado por la transparencia y la prudencia. Se detalla que por una parte no se interrumpen inmediatamente las compras de activos, sino que se extienden durante un período aún prolongado (probablemente la Reserva Federal seguirá ampliando su balance durante casi un año más). Además, la Reserva Federal ha reafirmado su compromiso con el mantenimiento de tipos de interés muy bajos durante un período prolongado y, lo que quizás es más importante, todo el proceso es condicional a la marcha de la economía, es decir, a que la economía continúe creciendo a “velocidad de crucero”.

TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA DE ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA A 10 AÑOS
-Porcentaje-



FUENTE: Bloomberg.

FUTUROS SOBRE LOS TIPOS DE LA RESERVA FEDERAL

- Recientes
- 25 de junio (antes de la reunión del FOMC)
- Previsiones BBVA Research
- 21 de mayo (un día antes de la comparecencia de Bernanke en Congreso)

FUENTE: Bloomberg y BBVA Research.

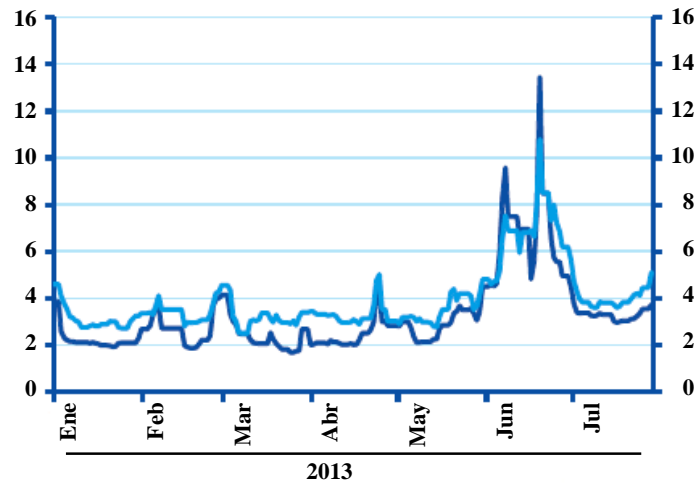
Sin embargo, la reacción del mercado a este plan (incluso después de ser bien aclarado en sus detalles) ha resultado más intensa de lo (probablemente) deseado por la Reserva Federal. Como se puede observar en las gráficas anteriores, los tipos de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera alza de tipos para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. En opinión de BBVA Research, es probable que lo observado en los mercados financieros sea en parte sobrerreacción, como muestran recientes cesiones a la baja de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aun así, la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición de carteras ante el fin de la abundante liquidez y, por tanto, de la demanda extra de bonos que contenía los tipos de interés en niveles excepcionalmente bajos. En la opinión de BBVA Research, estamos ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tipos de interés más altos y una menor demanda para los activos de riesgo.

Desaceleración en China: moderación global y medidas para acotar el endeudamiento y el alcance de la banca en la sombra

El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino (gráfica siguiente: *Mercado interbancario*), refleja los efectos secundarios del proceso que las autoridades chinas han adoptado para poner coto a los riesgos asociados con el rápido crecimiento del crédito y la acumulación de la deuda, dado que el endeudamiento de los agentes económicos ha estado creciendo holgadamente por encima del crecimiento nominal de la economía durante un largo período de tiempo (gráfica: *Crecimiento del crédito y del PIB nominal*). Si a eso le añadimos el crédito generado por el llamado sector financiero en la sombra, no regulado, es probable que el nivel de endeudamiento total en China alcance ya el entorno de los 200 puntos de PIB. Las autoridades han adoptado a lo largo del último año distintas medidas destinadas a restringir tanto el crecimiento del crédito como a poner límite a las actividades del sector financiero no regulado.

Es probable que las tensiones en el interbancario no hayan pasado de ser un episodio transitorio, destinado a lanzar una señal sobre la firme voluntad de las autoridades, pero también ha servido para evidenciar aún más las potenciales fragilidades del sistema financiero. Hay que tener en cuenta que el crédito no sólo ha crecido con más intensidad que la economía durante los últimos años, sino que además en parte se ha destinado con preferencia al financiamiento de proyectos de rentabilidad dudosa. Por ejemplo, proyectos de infraestructura local resultado de los planes de estímulo implementados a finales de 2008 y 2009 para contrarrestar la recesión global post-Lehman Brothers. El resultado de todo ello ha sido el aumento de las dudas sobre la capacidad de esta economía para continuar creciendo a los ritmos recientes en un entorno global muy acotado.

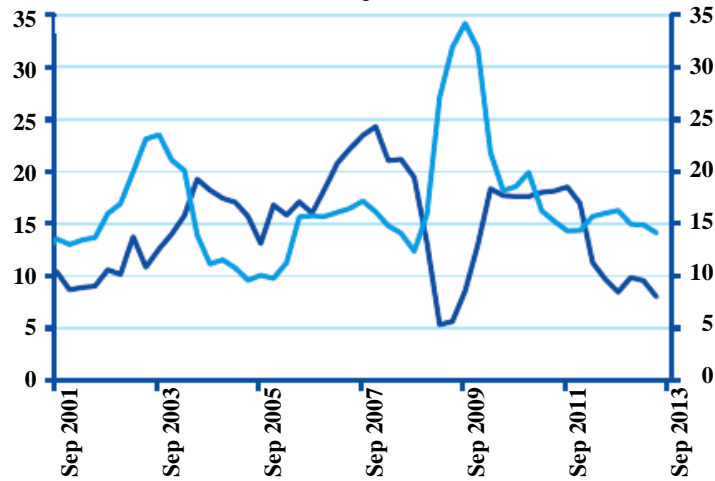
MERCADO INTERBANCARIO
-Tipos REPO a 7 días y tipo interbancario de Shanghái-



— Tipo interbancario de Shanghái
 — Repo 7-d

FUENTE: Bloomberg y BBVA Research.

CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y DEL PIB NOMINAL
-Porcentaje anual-



— PIB Nominal
 — Préstamos, Instituciones financieras

FUENTE: Haver y BBVA Research.

El escenario base continúa siendo de continuidad de una desaceleración moderada. Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un cierto lastre sobre el crecimiento, pero aun así las autoridades chinas parecen cómodas con las actuales tasas de variación del PIB, mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el mediano y largo plazo. BBVA Research sigue considerando que el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento. Esto supone que no cabe descartar nuevas medidas de estímulo económico y, por tanto, que las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier “aterrizaje forzoso” en el crecimiento, al menos en el corto plazo.

El comienzo del fin de la liquidez abundante impacta más en las economías emergentes más necesitadas de financiamiento a corto plazo

Las mayores economías emergentes de Asia y Latinoamérica están atravesando una etapa de debilitamiento de la actividad, menos intenso pero más duradero en China y más intenso pero previsiblemente menos duradero en el resto. China está provocando un importante efecto de arrastre sobre otras economías emergentes, en especial aquellas dependientes de la demanda de las grandes economías emergentes, bien sea de productos finales e intermedios (fundamentalmente las economías de Asia) o de materias primas (la mayor parte de economías de América del Sur).

Las economías emergentes han resultado ser las más afectadas por el reciente recrudecimiento de las tensiones financieras. Hasta el momento, las políticas de expansión monetaria de los bancos centrales de las economías avanzadas (tipos excepcionalmente bajos y aumento de balance) habían generado flujos hacia activos de más riesgo y más rendimiento, entre los que se encontraban activos de economías emergentes. En determinados momentos estos flujos fueron tan intensos que algunas economías emergentes adoptaron medidas para limitarlos (singularmente, Brasil). En la actualidad, la situación claramente ha revertido, con salidas de flujos de capitales

de los mercados emergentes de acciones y bonos cercanas a 85 mil millones de dólares desde mediados de mayo hasta mediados de julio¹. La intensidad de las salidas ha sido acrecentada en los mercados más líquidos (Polonia, Turquía, México, Brasil) por los reajustes de cartera llevados a cabo por los inversionistas de mayor peso, que son los de un horizonte inversionista de más largo plazo. Además de caídas en bolsa y en el precio de los bonos se ha producido también una depreciación generalizada de sus monedas. Las salidas de capital y depreciaciones en algunos países han sido tan intensas, que algunos bancos centrales han tenido que subir tipos de interés, como por ejemplo Indonesia o Turquía, mientras que otros han eliminando las barreras a las entradas de capitales (es el caso también de Brasil).

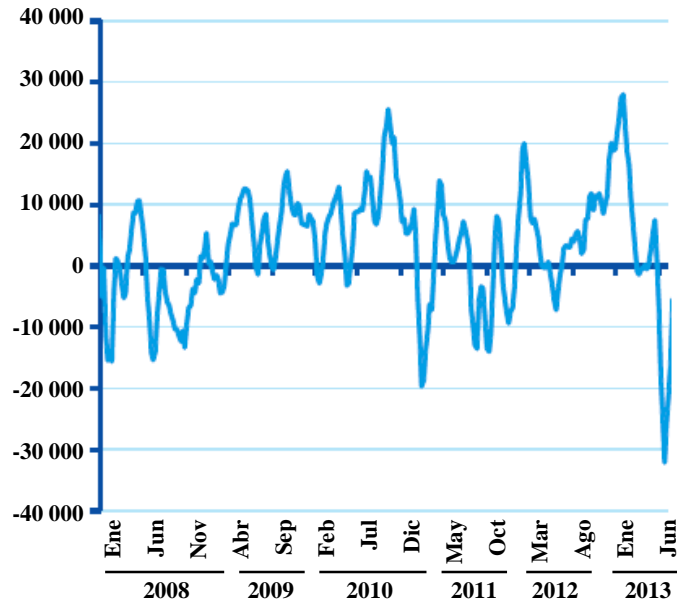
Hay varios factores detrás de esta intensa salida de capitales (gráfico siguiente). Además de la inmediata anticipación al nuevo escenario de liquidez con una recomposición de carteras, la debilidad cíclica de algunas de las economías grandes emergentes y el riesgo creciente de una desaceleración más intensa en China, son factores que apuntan en la misma dirección. También la expansión monetaria en Japón ha estado lejos de generar un flujo de capitales a economías emergentes buscando rentabilidades más elevadas².

¹ Para mayor detalle ver el Economic Watch de BBVA Research “Behind the Emerging Markets sell of: some stylized facts”. Disponible en internet: www.bbva.com

² Las medidas de expansión monetaria adicional, de reforma fiscal y estructurales planteadas por el nuevo Gobierno japonés tuvieron éxito al depreciar el yen y al aumentar el precio de los bonos y disminuir su rendimiento. Con ello se dio el efecto buscado de impulsar la actividad económica y aumentar las expectativas de inflación en Japón. El efecto indirecto que esta situación podría generar pasaba por flujos de capital japonés dirigiéndose hacia otras economías en búsqueda de un mayor rendimiento. Sin embargo, la concreción de las medidas de política económica del Gobierno japonés ha decepcionado parcialmente al mercado, y parte de la depreciación del yen y de la caída de tipos ha revertido, igual que las salidas de capital.

FLUJOS NETOS DE BONOS Y ACCIONES A MERCADOS EMERGENTES

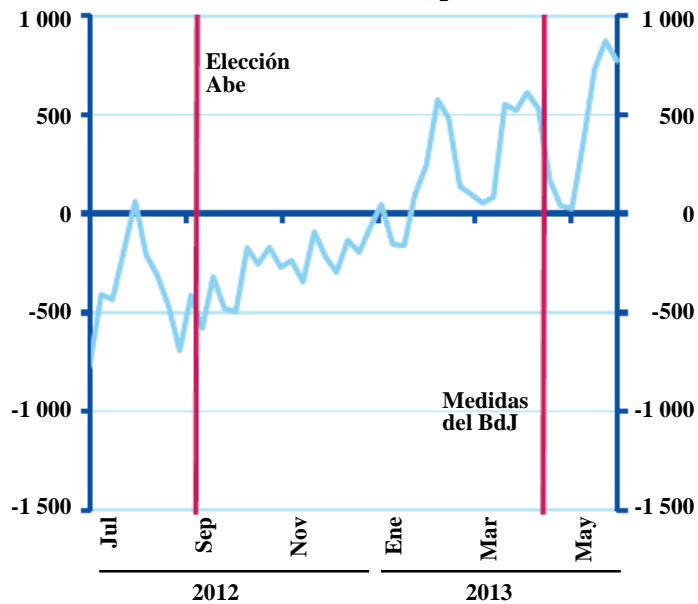
-Millones del dólar por mes, promedio de 4 semanas-



FUENTE: Bloomberg y BBVA Research.

COMPRAS NETAS DE BONOS EXTRANJEROS DESDE JAPÓN

-Yen en miles de millones, dato semanal, promedio de 4 semanas-



FUENTE: Haver y BBVA Research.

Con todo, siendo muy intensa la salida de flujos de capital de los mercados emergentes, existen razones para ser optimista. En primer lugar, los datos más

recientes de flujos de capital muestran una moderación en las salidas en las últimas semanas. En segundo, el perfil del inversionista que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo, frente a inversionistas de perfil institucional, con horizontes de inversión más largos. Finalmente, esta reordenación de carteras ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar y ello sin olvidar los fundamentos que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en proporciones de solvencia.

Área del euro, las perspectivas de recuperación se mantienen a pesar de la revisión a la baja del crecimiento de 2013

En Europa las tensiones financieras volvieron a aumentar, deshaciendo parte de las mejoras logradas en la primera parte del segundo trimestre. Aunque no se ha materializado ningún evento importante de riesgo como en trimestres anteriores, las tensiones financieras en algunos momentos han alcanzado los niveles registrados durante la crisis del rescate chipriota (véase la gráfica siguiente que lo ilustra con los bonos soberanos periféricos), pese a que el tono coyuntural de la actividad económica ha mejorado a la luz de los indicadores recientemente publicados. Varias razones están detrás de esta situación. Por una parte, es probable que Europa también se haya visto afectada por el proceso de recomposición de carteras tras el anuncio de la Reserva Federal. En segundo lugar, países del sur de Europa se han visto afectados simultáneamente por problemas de estabilidad política. Especialmente destacable es el caso de Portugal. La percepción del mercado es que las tensiones políticas dificultan los planes de retorno de Portugal al mercado de deuda pública y aumenta la probabilidad de que se necesite ayuda adicional a partir de mediados de 2014. El aumento de las tensiones financieras refleja los temores del mercado de que se pueda producir algún tipo de reestructuración de deuda en el futuro. En tercer lugar, pudieron haber surgido dudas sobre la capacidad del programa OMT del Banco

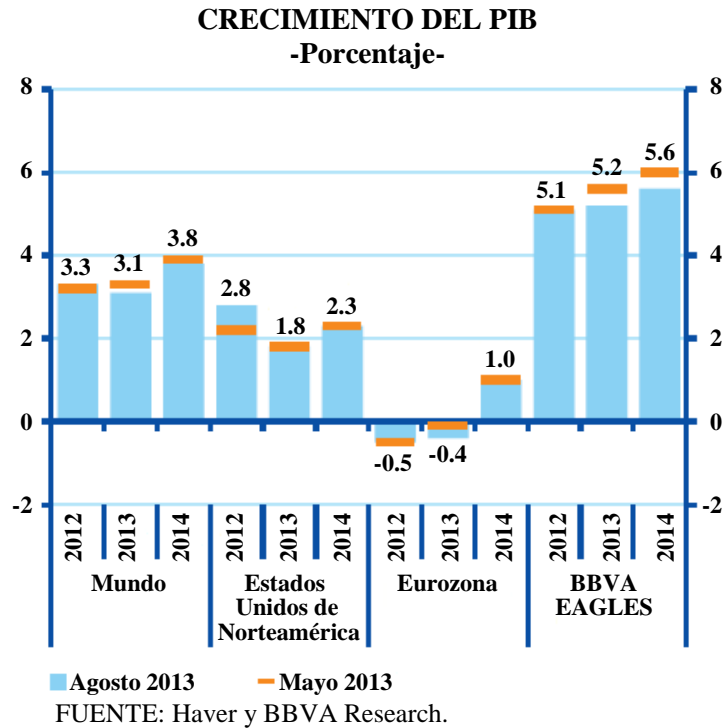
Central Europeo (BCE) para contener las tensiones financieras como consecuencia del escrutinio judicial al que está siendo sometido este instrumento en Alemania. Por último, el proceso de construcción de una unión bancaria continúa muy lentamente, sometido a las necesidades que dicta la economía política a nivel doméstico.

EUROPA: TIPOS DE INTERÉS 10 AÑOS DE LA DEUDA PÚBLICA Y CDS 5 AÑOS



- España bonos 10 años
- Italia bonos 10 años
- CDS bancarios España 5 años (eje dcho.)

FUENTE: Bloomberg y BBVA Research.



Con todo, las perspectivas para el escenario económico del área del euro se mantienen básicamente inalteradas. Es probable que las reformas para la mejora de la gobernanza en la zona euro tomen impulso una vez pasadas las elecciones en Alemania. No obstante, el entorno exterior, más débil que hasta ahora, no supondrá un soporte mayor al esperado previamente, más bien al contrario. La política económica parece haber tomado un sesgo más flexible. Por un lado, se ha confirmado la relajación de los objetivos fiscales por parte de la Unión Europea para varios países de la zona (no sólo de la periferia), lo que hará que la política fiscal sea menos restrictiva en 2013 y 2014. El BCE, por su parte, ha dado pasos adicionales para el apoyo a la actividad: Por una parte, en mayo bajó tipos de interés; por otra, y en un paso inusitado, se ha mostrado comprometido con el mantenimiento de sus tipos de interés de referencia en niveles como los actuales o inferiores durante un período prolongado de tiempo, lo que supone una suerte de versión débil de la política de conducción de expectativas (*forward guidance*). Es este un movimiento que probablemente trata de diferenciar el ciclo de la política monetaria en Europa del ciclo que acaba de

comenzar en Estados Unidos de Norteamérica. En todo caso, la situación macroeconómica en la zona permanece sujeta a riesgos bajistas, por lo que el momento de restringir la política monetaria parece lejano.

Eventos de riesgo global más diversificados, pero de menor impacto potencial

El escenario económico global, por tanto, se ha visto modificado por dos factores. Por una parte, por un tono macroeconómico más débil, donde la mejora de las economías avanzadas no compensa la pérdida de dinamismo de las economías emergentes, más aun al tener en cuenta que, en algunas de estas últimas, ciertas debilidades estructurales se han acentuado por lo que, no cabe esperar de ellas una capacidad de impulso de demanda global como la que tuvieron en el pasado, al menos en el corto plazo. En segundo lugar, el escenario global ya se caracteriza por un aumento de liquidez menos abundante, que se traduce en condiciones financieras menos laxas. Este escenario impacta especialmente en las economías emergentes, de forma que el crecimiento global previsto para 2013 se revisa a la baja, en 0.2 puntos porcentuales, hasta el 3.1%. Para 2014 se prevé ahora un crecimiento del 3.8% (gráfica *Crecimiento del PIB*).

En cuanto a los factores de riesgo, cabe señalar que el escenario ya no está dominado por un único factor de riesgo de carácter globalmente disruptivo. Sin embargo, algunos factores de riesgo permanecen, al tiempo que se añaden otros, lo que hace que los riesgos estén más diversificados, si bien su impacto potencial sobre la economía global es menor que los definidos en trimestres anteriores. Cabe señalar en primer lugar la posibilidad de que el proceso de salida de las políticas monetarias expansivas de la Reserva Federal se realice de forma desordenada. Si esto ocurriese, si las tasas de los activos libres de riesgo subiesen más allá de lo deseado por la Reserva Federal y se entrase en un proceso de elevada volatilidad financiera, el impacto en el crecimiento global a través del deterioro de la confianza y del efecto riqueza negativo

no sería despreciable. En todo caso, la menor liquidez global afecta especialmente a aquellas economías, no sólo emergentes con desequilibrios en sus balances más dependientes de financiamiento externo y de corto plazo.

Un segundo factor de riesgo, quizá no inminente pero sí a tener en cuenta en el mediano plazo se refiere a posibles eventos no esperados en el largo proceso de reformas en China que ha de combinar diferentes objetivos: reducir las fragilidades evidenciadas en su sistema financiero, favorecer el cambio de modelo de crecimiento, no tan intensivo en crédito, más apoyado en el consumo y todo ello sin que el ritmo de crecimiento se reduzca intensamente. Las medidas ya adoptadas para limitar el crecimiento del crédito de por sí supondrán un cierto límite a la expansión, en un país donde parte del crecimiento de los últimos años ha estado soportado por el alto endeudamiento. Las autoridades tienen un amplio margen para tratar con esos eventos de riesgo pero, en todo caso, esa situación, de ocurrir, podría generar un ajuste más brusco en el flujo de crédito a la economía, y forzar una desaceleración intensa en el crecimiento chino. Las repercusiones irían más allá de China y probablemente afectarían a las economías dependientes de la demanda china, no sólo real, también de activos financieros de las economías más desarrolladas.

Por último, el evento de riesgo más probable, entre los previsibles, continúa siendo un recrudecimiento de la crisis del área del euro. La situación mejora paulatinamente, pero sigue siendo muy vulnerable. La reciente inestabilidad política en algunos países del sur de Europa, y la lentitud del proceso de construcción de la unión bancaria siguen siendo elementos que podrían llegar a generar tensiones financieras y por lo tanto en actividad real.

3. La estimación del PIB Potencial en BBVA Research

1. Consideraciones acerca del PIB potencial

Introducción

El Producto Interno Bruto potencial (PIB potencial) es el máximo nivel de producción que puede alcanzar una economía sin provocar presiones inflacionarias, tomando en cuenta los factores productivos disponibles y la tecnología existente. Es decir, no representa un máximo técnico, por el contrario, este nivel se podrá sobrepasar aunque con perjuicio de la estabilidad de precios. Además, al ser una variable no observable, será necesario estimarla.

Generalmente el PIB potencial se asocia a la tendencia de largo plazo de la actividad económica efectivamente registrada, de modo que la diferencia entre ambos (la brecha de producto u *output gap*) se considera que es una señal representativa de ciclo económico, el resultado de choques más o menos transitorios en los precios relativos de los factores productivos, la demanda externa de la economía o directamente de choques aleatorios. Durante las fases expansivas del ciclo, la actividad económica puede mantenerse por encima de su potencial (*output gap* positivo), períodos que se asocian con tensiones inflacionarias. Por el contrario, en las etapas contractivas (*output gap* negativo o incluso caída del nivel del PIB registrado o recesión) la actividad económica cae por debajo de su nivel potencial y las presiones inflacionarias tienden a moderarse.

El PIB potencial es un indicador relevante para la toma de decisiones en materia de política económica. En un entorno de *output gap* negativo (positivo) se pueden plantear políticas de apoyo (freno) a la actividad mediante medidas de política fiscal o de política monetaria y macroprudencial. De la misma manera, las denominadas políticas de oferta, que implican cambios permanentes en el entorno regulatorio, en

los mercados de asignación de recursos productivos, pueden ir dirigidas a elevar el nivel de PIB potencial. En todo caso, son bien conocidas las dificultades de plantear como objetivo de la política económica mejorar el PIB potencial o modular las oscilaciones del ciclo económico, ya que ambas son variables no observables, sujetas a incertidumbre con: i) la llegada de nueva información; ii) el cambio de las previsiones económicas; o iii) el método con el que el ciclo y el potencial se trata de estimar, como se detalla en el punto siguiente.

Métodos alternativos de cálculo del PIB potencial

Podemos encontrar diversas aproximaciones a la medida del PIB potencial aunque la mayoría de los mismos se agrupan en dos grandes metodologías que hacen uso de la estadística y en algunos casos de la econometría:

1. extracción estadística de la tendencia.
2. estimación de acuerdo con la teoría económica.

El primer grupo utiliza una aproximación estadística y se basa en aplicar filtros estadísticos a la serie del PIB observado. El resultado de este método permite separar a la serie en dos componentes: permanente y cíclico. Entre los ejemplos más utilizados de este método de cálculo podemos mencionar los filtros de Hodrick y Prescott (HP) y de Beveridge y Nelson. La principal característica de este método es que no especifica relaciones económicas para identificar el comportamiento de la serie o series analizadas.

El segundo grupo hace uso de la teoría económica para establecer las relaciones entre el PIB y las variables macroeconómicas que se consideren relevantes con el fin de separar lo estructural y lo cíclico del producto³.

Independientemente de la metodología utilizada para el cálculo del PIB potencial, es importante señalar que cualquier estimación tendrá limitaciones adicionales a las de la propia caracterización del método elegido. En primer lugar, los datos económicos están sujetos a revisión, en especial los últimos datos disponibles, que justamente suelen ser sobre los que se tiene mayor interés. En segundo lugar, la utilización de técnicas y relaciones estadísticas y econométricas conlleva la existencia de un componente aleatorio. Adicionalmente, y como comentaremos más adelante, todos los métodos de cálculo que utilizan en su procedimiento filtros estadísticos⁴ tienen el inconveniente de la escasez de información al final de la muestra (problema del *end point*), esto hace nuevamente que la estimación más incierta sea, precisamente, la de mayor interés.

2. El método de estimación utilizado por BBVA Research

Para realizar las estimaciones de PIB potencial que se muestra en el siguiente apartado BBVA Research ha utilizado el método de cálculo basado en la función de producción. El desarrollo de este método comenzó con el trabajo de Solow⁵, que tenía como objetivo medir las fuentes de crecimiento de la economía de Estados Unidos de Norteamérica a partir de la estimación de una función de producción de tipo Cobb-Douglas (CD).

³ Como ejemplos de esta metodología de cálculo podemos mencionar los modelos SVAR (VAR estructural), las estimaciones basadas en funciones de producción, el modelo de demanda o los sistemas multivariados.

⁴ En la práctica los filtros estadísticos son una forma sofisticada de promedios móviles.

⁵ *A contribution to the theory of economic growth*, Quarterly Journal of Economics N°70, 1956.

En la economía que se analiza se supone que el PIB registrado es función de la cantidad utilizada de capital (K) y trabajo (L)⁶ y de la productividad conjunta (productividad total de los factores o PTF) con la cual son utilizados estos factores productivos (A). Nótese que a diferencia del capital y el trabajo, la PTF no es directamente observable.

$$PIB = Y = A.L^{(alpha)}.K^{(1-alpha)}$$

La definición de elasticidades complementarias de K y de L supone asumir que los factores productivos tienen rendimientos constantes a escala. Estos rendimientos se pueden calibrar de acuerdo con el peso de la participación de las rentas de capital y trabajo en el PIB o pueden estimarse econométricamente. En el proceso de estimación del parámetro alpha de la función de producción obtenemos, al mismo tiempo, el residuo⁷ de dicha estimación, el denominado residuo de Solow. Con todo ello tendríamos la descomposición del PIB registrado en las contribuciones de capital, trabajo y productividad.

Para aproximar el PIB potencial se exige tener unos valores “potenciales” para los factores productivos (capital y trabajo) y para la productividad. El valor potencial de la productividad se asocia a la tendencia del residuo de Solow, aproximación que también se puede usar para obtener el nivel potencial de los factores productivos. Nótese que siguiendo este procedimiento es posible estimar el PIB potencial solo hasta la fecha para la cual se dispone de datos de capital y empleo. Como consecuencia de esto si se desea obtener proyecciones de PIB potencial será necesario

⁶ A su vez el trabajo puede ser medido como el resultado de la identidad contable que dice que es igual a la población en edad de trabajar por la tasa de participación (población activa sobre población en edad de trabajar) multiplicado por el complementario de la tasa de desempleo en tanto por uno). Esta identidad contable se puede ampliar con el número de horas trabajadas por trabajador.

⁷ Dado que la función de producción se estima en logaritmos de las variables, la productividad conjunta de los factores resulta ser un término aditivo: la diferencia de los logaritmos del nivel del PIB y de las contribuciones de capital y de trabajo. Es decir: el error de estimación de la función de producción definida.

realizar previsiones de estos factores productivos, además de previsiones también de productividad. Este asunto y sus implicaciones serán tratados más adelante.

3. Resultados de las nuevas estimaciones de PIB potencial

El cuadro siguiente muestra los resultados obtenidos al utilizar la metodología descrita en la sección anterior, con información disponible al primer trimestre de 2013. Los resultados se presentan en promedios decenales para evitar la volatilidad de las estimaciones anuales. Este ajuste resulta razonable considerando que la capacidad de crecimiento de una economía, ligada a la acumulación y uso eficiente de factores productivos, no debería de ser muy errática a lo largo del tiempo y por lo tanto corresponder a algún promedio relativamente largo de períodos anuales.

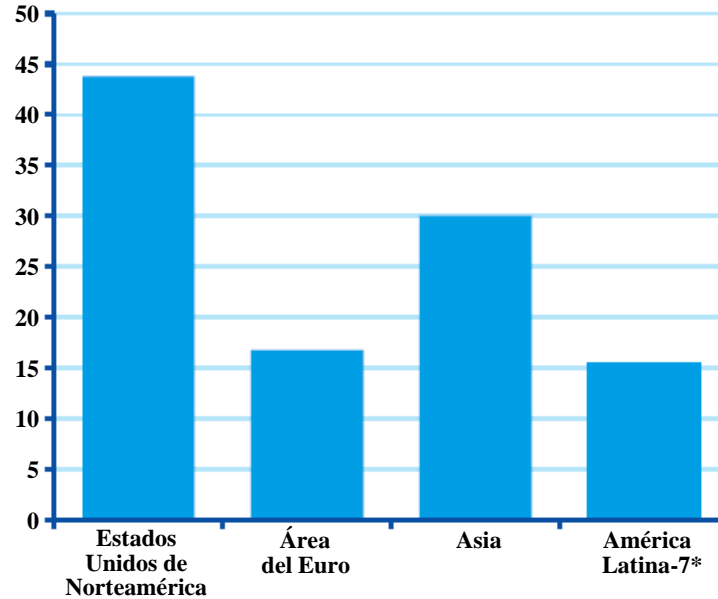
CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL

	Estimación en 2013 (porcentaje)			Cambio respecto al 2011 (puntos porcentuales)		
	1991-2000	2001-2010	2011-2020	1991-2000	2001-2010	2011-2020
Estados Unidos de Norteamérica	3.3	1.9	2.1	0.0	-0.2	-0.1
Área del euro	2.2	1.4	1.2	-0.1	-0.4	-0.3
China	8.7	9.3	7.9	0.1	0.2	-0.6
América Latina -7*	2.7	3.2	3.6	0.0	-0.2	-0.1

* América Latina-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

FUENTE: BBVA Research.

**CONTRIBUCIÓN DE LA PTF AL CRECIMIENTO POTENCIAL
-En porcentaje, 2011 – 2010-**



* América Latina-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
FUENTE: BBVA Research e IMF.

De los resultados observados en la tabla conviene destacar varios aspectos. En primer lugar, en medio de una década caracterizada por la “gran moderación” y la subsecuente “gran recesión”, en la década pasada el comportamiento del crecimiento potencial por regiones fue muy distinto⁸. En las economías avanzadas, Estados Unidos de Norteamérica y Europa, esos períodos implicaron una significativa caída del ritmo de crecimiento del PIB potencial: en Estados Unidos de Norteamérica hasta el 1.9% (desde el 3.3% de la década anterior) y en la zona del euro hasta un mero 1.4% (2.2% en la década anterior). Por el contrario, las economías emergentes vieron como en la misma década, su crecimiento potencial aumentaba: en China, en unas décimas, hasta un notable 9.3%, mientras que en Latinoamérica se aceleraba hasta un todavía modesto 3.3 por ciento.

⁸ Al agrupar por décadas naturales, la “gran recesión” de 2009 y el posterior rebote de 2010 quedan promediados en la década 2001-2010.

Es igualmente importante destacar que la incorporación de la información más reciente (en concreto, datos sobre los dos últimos años, es decir, que incluyen parte de la lenta recuperación post-recesión) ha provocado una revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento potencial en todas las grandes regiones, con la excepción de China. Especialmente significativa es la revisión a la baja en el área del euro: su crecimiento potencial se estima ahora en el 1.4%, 0.4 puntos porcentuales menos de lo estimado hace dos años.

Dos rasgos hay que destacar de las previsiones de crecimiento potencial de cara a la década actual. Por una parte, la gran recesión de 2008-2009 y la lenta recuperación que le ha seguido han reducido las estimaciones previas de crecimiento potencial. Todas las regiones se han dejado algunas décimas de crecimiento potencial desde la anterior estimación. La revisión a la baja de perspectivas afecta especialmente a China (en seis décimas) y a la zona del euro (en tres). Así, se prevé que durante la presente década el crecimiento potencial se acelere en Estados Unidos de Norteamérica en un par de décimas (hasta el 2.1%) y en Latinoamérica en tres décimas (hasta el 3.6%). En el caso de Latinoamérica, la aceleración estaría protagonizada por las economías más liberalizadas, abiertas al exterior y con una política económica más ortodoxa durante las dos últimas décadas. Aunque no hay que olvidar la existencia de shocks externos de demanda, en parte exógenos a las propias economías de la región, como la mayor demanda de materias primas desde Asia (ver recuadro *El crecimiento potencial en América Latina: es necesario retomar el impulso*). Finalmente, en lo que se refiere a China, el crecimiento potencial caerá en la década actual más de un punto porcentual respecto a la década pasada, hasta situarse ligeramente por debajo del 8%, con todo entre dos y tres veces más que las economías más desarrolladas o el conjunto de Latinoamérica.

En lo que se refiere a la composición de la contribución al crecimiento potencial, en general se espera que la acumulación de factores productivos contribuya al

crecimiento relativamente menos que su uso más eficiente. Este resultado no resulta extraño considerando: i) unas perspectivas demográficas, clave para estimar la contribución del empleo, que son menos dinámicas tanto por desaceleración de la población como por envejecimiento, sobre todo en las economías más desarrolladas; ii) unas expectativas inversionistas que han de tener en cuenta un entorno en el que el costo del financiamiento del capital productivo va a ser menos favorable que antes de la crisis financiera que comenzó en 2007. Este factor pesa más también a priori en las economías más desarrolladas, con mayores niveles de dotación de capital y también mayor nivel de deuda por reducir.

El margen de mejora de la capacidad de crecimiento económico en el largo plazo ha de descansar cada vez más en las ganancias de eficiencia en el uso de los factores productivos, en una mayor productividad total de los factores (PTF). Esas ganancias se producen con políticas sostenidas en el tiempo de reformas en los mercados de factores, favoreciendo su asignación con criterios de mercado, y en general en el entorno institucional, haciéndolo lo más confiable y menos distorsionador posible en la toma de decisiones de los agentes económicos.

4. La importancia de la cantidad de información disponible y de las previsiones de las variables observadas en el diagnóstico del crecimiento potencial

Tomando en cuenta las consideraciones realizadas sobre la estimación del PIB potencial es oportuno destacar dos aspectos. En primer lugar, la importancia de la cantidad de información disponible para extraer la señal tendencial-potencial del PIB. En segundo lugar, la alta dependencia que exhiben las proyecciones de PIB potencial respecto a las previsiones que se hagan de las variables observadas, las no potenciales, y en particular del propio PIB, más que del método de estimación considerado.

Respecto al primer punto, podemos señalar que los filtros convencionales⁹ (ejemplo filtro HP) también denominados univariados, utilizan solo la información provista por el PIB observado con el fin de extraer su señal tendencial, y esta se asocia al PIB potencial. Estos filtros, dejan de lado el “ruido” que puede ser identificado como el ciclo¹⁰. Sin embargo, es posible que el uso de filtros univariados para obtener la señal potencial del PIB dé resultados sesgados. Ello es consecuencia de la limitada robustez que suelen exhibir estas estimaciones ante la llegada de nuevos datos de las variables consideradas, o incluso a revisiones de las mismas, problema conocido como *end point*¹¹.

Con el fin de ilustrar este punto, se utiliza los datos de PIB de una economía desarrollada cualquiera desde 1980 hasta 2012 y asimismo BBVA Research genera proyecciones hasta 2022. La economía tuvo un crecimiento muy elevado, superior a su promedio histórico hasta 2007 y desde 2008 el PIB se debilita hasta llegar a la recesión. Respecto al período de proyección, en un escenario positivo suponemos una salida de la recesión y una recuperación aceptable de la economía en el mediano plazo. Así, asumimos que la recesión continúa hasta el 2014, año en el cual la economía comienza a crecer primero lentamente, y luego a tasas más elevadas, hasta estabilizarse a partir del 2020 en un crecimiento moderado, cercano a un punto por debajo de su promedio histórico. Adicionalmente construimos un escenario más adverso donde se supone un nuevo shock negativo sobre la economía que comenzaría a manifestarse durante los próximos trimestres. Sin perjuicio de esto, hacemos que a partir del 2018 las tasas de crecimiento de ambos escenarios converjan.

⁹ Recuérdese que el método de estimación de BBVA Research utiliza este tipo de filtros tanto sobre el residuo de Solow como sobre los factores productivos.

¹⁰ La asociación es correcta en la medida en que se parta de una serie de PIB corregida de la estacionalidad, las variaciones que se compensan a lo largo del año en ese residuo, y del componente más irregular, que se agota en el muy corto plazo.

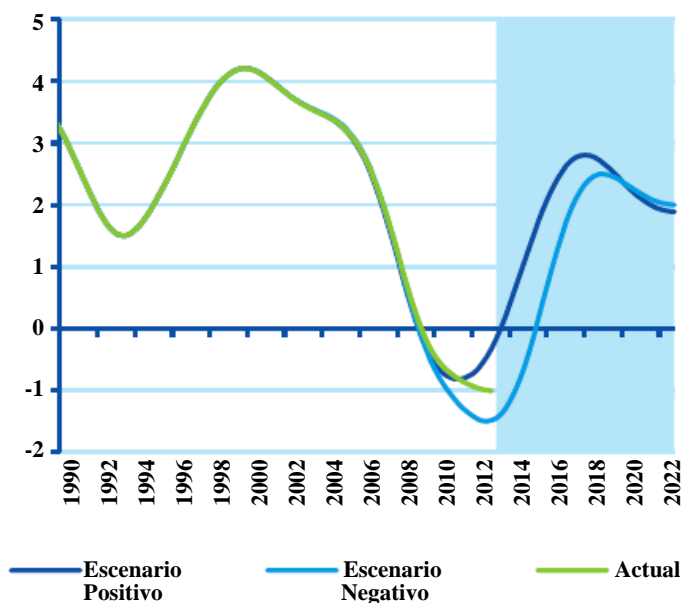
¹¹ El problema de la extracción de señal y más precisamente el del *end point* ha sido motivo de estudio en el análisis económico. Con el fin de sofisticar el análisis históricamente se ha trabajado con modelos bivariados en los cuales se utiliza algún indicador adicional a la propia serie de PIB observado. Respecto a este último tipo de modelos un ejemplo clásico es el modelo de curva de Phillips, donde el PIB potencial se estima tomando en cuenta no sólo la dinámica del PIB, observado, sino también de la inflación, que hace las veces de indicador, permitiendo la coherencia simultánea de las presiones de precios y del ciclo económico.

En primer lugar intentamos ejemplificar el problema del *end point*, para esto simplemente filtramos la serie de PIB con información hasta 2012 y alternativamente la misma serie de PIB asumiendo conocido ambos períodos proyectivos¹² (escenario positivo y negativo). Como podemos ver en la gráfica siguiente, aun cuando el crecimiento de las series filtradas no difiere durante la mayor parte del período muestral, sí se registran diferencias en los tres últimos trimestres, las cuales alcanzan a 5 décimas si se considera el escenario positivo y 7 décimas si se compara con el escenario negativo. Estas diferencias surgen como resultado de la información adicional que aporta al filtro el incorporar datos adicionales. En conclusión, incluso si la economía considerada verificara finalmente la senda proyectada en el escenario de previsión, estaríamos incurriendo ahora en un error de diagnóstico al basar nuestro juicio únicamente en los datos observados en este momento. Por eso son tan importantes las hipótesis sobre el escenario futuro a la hora de diagnosticar la situación actual.

Para ilustrar la dependencia de las proyecciones de PIB potencial de los escenarios definidos de PIB, observamos nuevamente la gráfica siguiente. Durante los primeros 5 años del período predictivo la serie filtrada del PIB correspondiente al escenario positivo difiere significativamente (1.7 puntos porcentuales en el máximo) a la del escenario negativo. Sin embargo, a partir de mediados de 2019, tan solo un año y medio después de la convergencia establecida en el crecimiento del PIB observado de ambos escenarios, las mismas ya crecen a una tasa potencial similar. Convergencia de crecimiento registrado, convergencia de potencial estimado.

¹² Es decir, suponemos que las proyecciones realizadas hoy, terminan coincidiendo con la realidad de años venideros.

EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL OBTENIDO MEDIANTE FILTRO HP: ACTUAL Y PROYECCIONES



FUENTE: BBVA Research.

Literatura reciente sobre la extracción de la señal no observable del PIB potencial

Recientemente se han publicado diversos trabajos que señalan que las dificultades de extracción de señal pueden ser acotadas incorporando más información, es decir con más indicadores adicionales. En particular, los nuevos indicadores deberían ser, en la medida de lo posible, variables que adelanten el ciclo de actividad. Por ejemplo, el trabajo de Borio *et al.* (2013)¹³ sugiere la inclusión de indicadores financieros al filtro (multivariado) que aplica sobre el PIB observado, concluyendo que de esta forma se logran disminuir significativamente los errores de diagnóstico derivados de los sesgos transitorios de las estimaciones del PIB potencial.

Otro trabajo en la misma línea del anterior¹⁴, acuerda con la necesidad de introducir información adicional, pero en este caso considera no solo utilizar indicadores financieros sino un conjunto más amplio que permita advertir tanto desequilibrios

¹³ Borio, Disyatat y Juselius, “Rethinking potencial output”, BIS, February 2013.

¹⁴ Alberola, Estrada y Santabarbara, “Growth beyond imbalances”, April 2013.

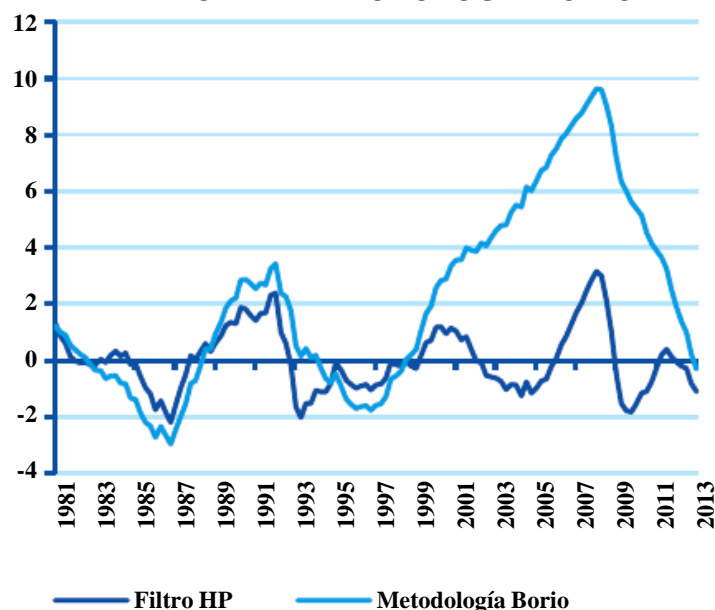
domésticos como externos¹⁵ (por ejemplo indicadores de cuenta corriente y restricción presupuestaria privada, y de déficit del sector público).

Para intentar mostrar las diferencias de juicio que pueden surgir de distintos métodos de estimación de PIB potencial volvemos a trabajar con los datos de la economía ya presentada anteriormente. Para este ejercicio volvemos a proponer el filtro HP del ejercicio anterior como primer método de estimación del PIB potencial. En tanto que como metodología alternativa utilizamos ahora la sugerida por Borio, donde se incluye como indicadores el tipo de interés, el crecimiento del crédito y los precios de la vivienda, todas ellas en términos reales.

Como puede observarse en la gráfica siguiente, mientras que el resultado del filtro HP nos induce a pensar que durante la última década no se ha verificado un desalineamiento considerable, la metodología de Borio sugiere claramente que durante la última década la economía de referencia ha registrado un significativo gap positivo, y por lo tanto unos niveles de crecimiento potencial más bajo de lo que se estimaría con el filtro HP. Nótese que la mera elección de las variables adicionales a considerar ya supone tomar decisiones, hacer hipótesis sobre qué variables han sido relevantes a la hora de explicar las razones que determinan el ciclo del PIB de una economía, las desviaciones respecto a su nivel tendencial o potencial. La inclusión de variables financieras como el crédito al sector privado, las tasas de interés o el precio de la vivienda supone apostar por una explicación al ciclo económico de la última década basada en “excesos” en la acumulación de deuda, de caída de tasas de interés o de alza de precios de la vivienda, con sus bien conocidos efectos sobre el gasto a través del balance de los hogares.

¹⁵ Se introduce así un concepto alternativo al de PIB potencial denominado por los autores PIB sostenible, a partir del cual según los mismos es posible disminuir significativamente los sesgos de estimación.

**EVOLUCIÓN DEL OUTPUT GAP:
FILTRO HP Y METODOLOGÍA BORIO**



FUENTE: BBVA Research.

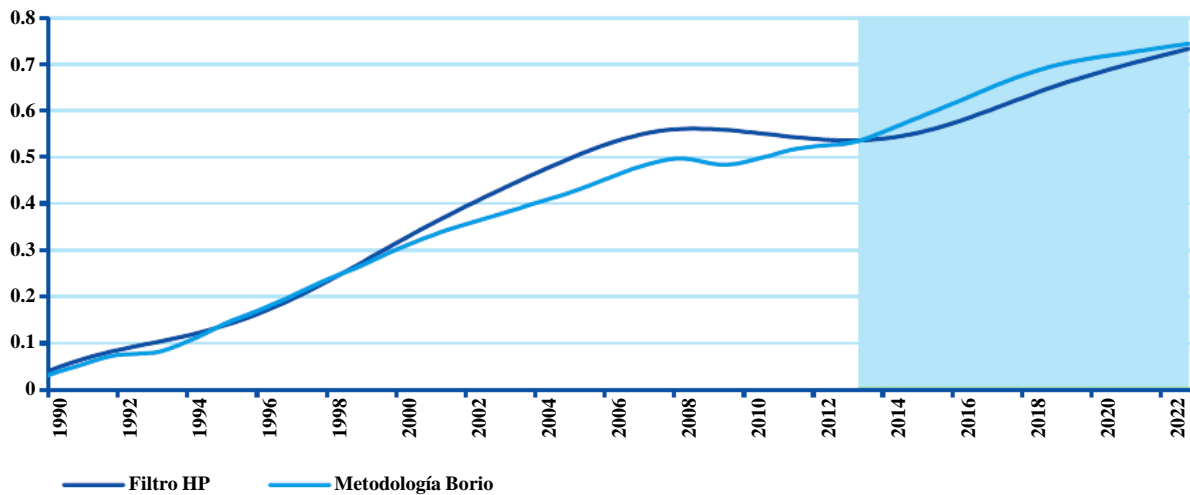
La conclusión parecería entonces que el método de cálculo seleccionado para estimar el PIB potencial es importante a la hora de diagnosticar en qué fase del ciclo se encuentra la economía. Sin embargo y como ya hemos comentado, esta elección parece perder importancia cuando intentamos realizar proyecciones del PIB potencial a un horizonte de previsión relativamente largo (por ejemplo 10 años vista) donde la dinámica de este responde únicamente a los supuestos incorporados en cada uno de los métodos de estimación.

En el gráfico siguiente se comparan los niveles potenciales obtenidos con el filtro univariante HP y siguiendo la metodología de Borio, lo que exige tener previ

siones a 2020 de PIB, crecimiento real del crédito, tasas de interés y precios de vivienda. Como se observa en la gráfica, los niveles potenciales obtenidos con ambas metodologías convergen a estimaciones similares conforme avanza el plazo de la previsión. En resumen, cuando nos movemos en una perspectiva de largo plazo, la estimación de PIB potencial queda cada vez más determinada por el escenario

construido por el analista frente al modelo utilizado para extraer la señal correspondiente.

EVOLUCIÓN DEL OUTPUT GAP: FILTRO HP Y METODOLOGÍA BORIO



FUENTE: BBVA Research.

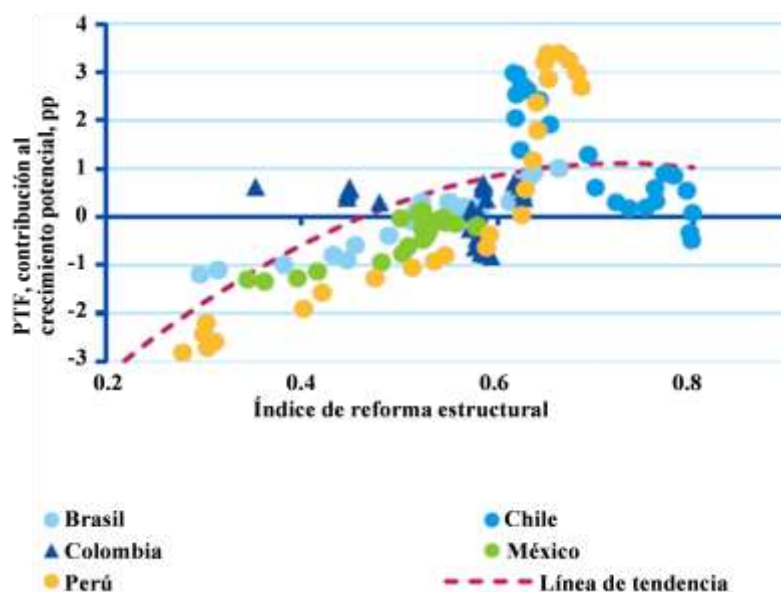
El crecimiento potencial en América Latina: es necesario retomar el impulso

Durante las últimas décadas la región ha exhibido avances significativos e innegables en términos de indicadores macroeconómicos, reducción de la pobreza y de la brecha de desigualdad. A pesar de esto, es conveniente insistir en el tema de reformas estructurales, dado que el crecimiento sostenido de la productividad es el medio por el cual se puede asegurar el crecimiento de la renta per cápita en el largo plazo. El espacio para incrementar dicha productividad es amplio todavía y el riesgo de no hacerlo puede ser el estancamiento del crecimiento y al final, el mantenimiento de amplias brechas de estándares de vida respecto a las economías desarrolladas.

Existe un buen momentum debido a que América Latina se ha beneficiado de shocks externos positivos y ha mostrado mayor resistencia a la moderación externa respecto al pasado. La prudencia en la implementación de políticas económicas en la mayor parte de los países ha generado espacio para políticas contracíclicas fiscal y monetaria, lo que ha contribuido a reducir la vulnerabilidad frente al entorno externo.

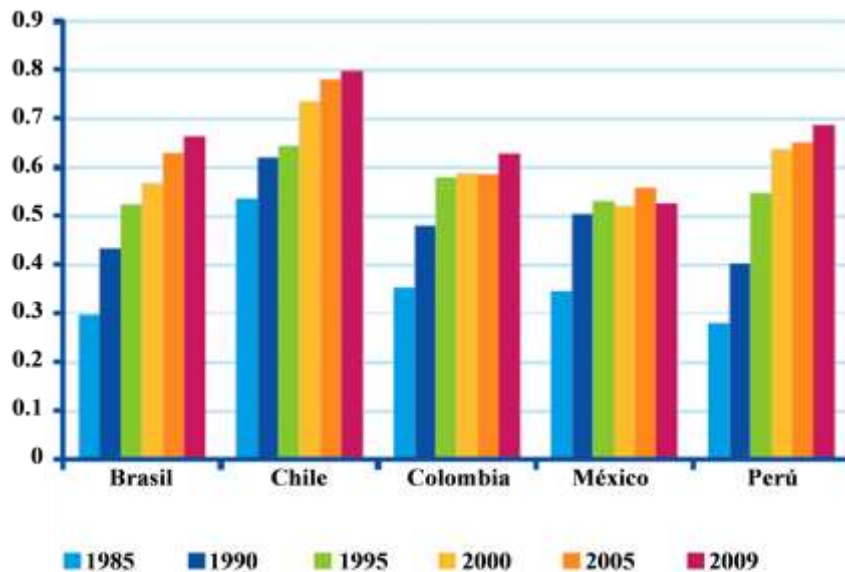
El contexto en el cual las economías de la región se encuentran es de amplia heterogeneidad tanto en el grado de reformas ya avanzadas como en el espacio y disposición de cada país para poner en marcha reformas adicionales. Así, hay avances desiguales entre países en la agenda de reformas estructurales, cuyo objetivo es generar los incentivos necesarios para aumentar el potencial por medio de mayor productividad (gráfica siguiente). En este punto, a pesar de que se ha llegado a un nivel en el que la estabilidad macroeconómica está a resguardo, es necesario crear los incentivos adecuados para asegurar el crecimiento a largo plazo. Y es que aunque el proceso de reformas estructurales inició en Latinoamérica hace más de 20 años, estas reformas fueron más intensas en la década de los 90s (gráfica *América Latina: índice de reformas estructurales*).

LATINOAMÉRICA: PRODUCTIVIDAD Y REFORMAS ESTRUCTURALES, 1985-2009



FUENTE: Bloomberg y BBVA Research.

AMÉRICA LATINA: ÍNDICE DE REFORMAS ESTRUCTURALES

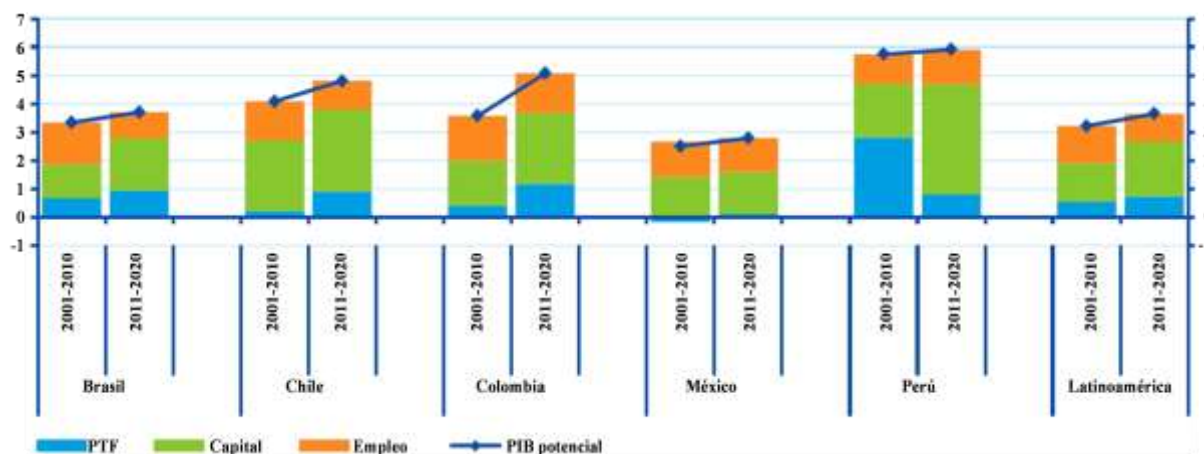


* Mayores niveles están asociados con políticas económicas más neutrales para la distribución de recursos.

FUENTE: BBVA Research para contribuciones de la FTP y Eduardo Lora (2012) para el índice de Reformas estructurales

Las estimaciones¹ de BBVA Research establecen un crecimiento potencial en la región mayor en la década 2011-2020 que en la pasada. En particular, el potencial estimado para la región pasará de 3.2 a 3.6% (gráfica siguiente). Este aumento en el crecimiento obedecerá en mayor medida a la más alta contribución esperada del factor capital, seguido de una mejor contribución de la PTF. Este es un elemento a destacar, ya que durante la década pasada, el crecimiento de la región estuvo fuertemente impulsado por la contribución del empleo y capital, para lo que influyó el bono demográfico en varios países. De hecho, en la década pasada, el crecimiento ha sido impulsado por la acumulación de factores capital y trabajo (85%), mientras que la contribución al crecimiento de la PTF explica solo el 15%, muy por debajo de la contribución de la PTF en otras regiones, particularmente Asia (30%) y Estados Unidos de Norteamérica (44%). Para la década en curso, se estima que la contribución de la PTF llegue a 20%, a medida que la acumulación de los otros factores, particularmente empleo, será menor.

**LATINOAMÉRICA: CRECIMIENTO POTENCIAL POR CONTRIBUCIÓN DE FACTORES
2001-2010 VERUS 2011-2020**



FUENTE: BBVA Research.

Es necesario considerar la gran heterogeneidad en la región, tanto en el espacio para la implementación de reformas como en las perspectivas de crecimiento. En este sentido, impulsos externos como el crecimiento asiático de la última década y la subida en precios de materias primas, han implicado diferencias entre los países derivadas de su estructura productiva. Cabe considerar que los aumentos en precios de materias primas de la última década, si bien benefician al crecimiento de países de la región (especialmente en América del Sur), no se deben confundir con impulsos estructurales, en virtud de su probable naturaleza transitoria².

La heterogeneidad de la región implica un importante crecimiento en los países andinos, así proyectamos que el crecimiento de la década 2011-2020 en Chile, Colombia y Perú se ubique en promedio, en 5%³, apoyado en parte por un mayor bono demográfico, políticas económicas prudentes y creciente apertura comercial. Estos países en contraste, enfrentan el reto de la elevada vinculación a Asia y particularmente, la estructura productiva concentrada en recursos naturales, lo que implica tanto una oportunidad como un riesgo hacia el futuro.

En lo que respecta a Brasil, BBVA Research cree que es necesario repensar su estrategia de crecimiento basada en consumo y crédito, y adoptar reformas para elevar la productividad y la inversión. Si esto no se hace, el crecimiento en la próxima década podría ser inferior al crecimiento previsto (en el rango de 3 y el 4%). México por su parte, tiene retos que afrontar en la próxima década, entre los que será crucial el fomento a la competencia en áreas claves. En ausencia de reformas estructurales se prevé una expansión algo por debajo de 3 por ciento.

De esta forma, el caso de Latinoamérica es un buen ejemplo de que no es suficiente para una economía contar con bajas tasas de desocupación o altas tasas de inversión para generar crecimiento; por el contrario es necesaria la combinación eficiente de estos factores (incrementos en la PTF) para reactivar el círculo virtuoso. Esta combinación eficiente pasa por cambios institucionales que incluyan la mayor competencia en el mercado de productos y factores así como reformas que impliquen mejoras en la calidad del capital humano, que a su vez se traducirán en menores tasas de informalidad en la economía, así como inversiones en áreas con alta rentabilidad, para lo cual sería clave la inversión en infraestructura.

1/ Ver punto 3 del presente capítulo: *Resultados de las nuevas estimaciones del PIB potencial*.

2/ Para un repaso de las reformas necesarias en la región, ver Situación LATAM 2T13, “LATAM no puede perder de vista el largo plazo” http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult1305_Situacionlatam_tcm346-386502.pdf?ts=2472013

3/ Para mayor información sobre el crecimiento en países andinos, consultar presentación “Las economías andinas, dinamismo y retos” de 2012. http://www.bbvarsearch.com/KETD/FBIN/MULT/121115_aNDINOS_IATIBEX_2012_TCM346-361818.PDF?TS=2472013

PREVISIONES MACROECONÓMICAS, PRODUCTO INTERNO BRUTO

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	2.5	1.8	2.8	1.8	2.3
Unión Económica y Monetaria	1.9	1.5	-0.5	-0.4	1.0
Alemania	4.0	3.1	0.9	0.5	1.8
Francia	1.6	2.0	0.0	-0.1	1.1
Italia	1.7	0.5	-2.4	-1.8	0.8
España	-0.3	0.4	-1.4	-1.4	0.9
Reino Unido	1.7	1.1	0.2	1.0	1.9
América Latina*	6.1	4.4	2.8	2.6	3.2
México	5.3	3.9	3.9	2.7	3.2
Brasil	7.5	2.7	0.9	2.3	2.9
EAGLES**	8.4	6.6	5.1	5.2	5.6
Turquía	9.2	8.5	2.3	3.7	4.8
Asia-Pacífico	8.2	5.8	5.3	5.3	5.6
Japón	4.7	-0.6	2.1	1.7	1.5
China	10.4	9.3	7.8	7.6	7.6
Asia (excluido China)	6.8	3.5	3.6	3.7	4.1
Mundo	5.1	3.9	3.2	3.1	3.8

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwán, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS, INFLACIÓN (PROMEDIO)

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	1.6	3.1	2.1	1.6	2.3
Unión Económica y Monetaria	1.6	2.7	2.5	1.5	1.4
Alemania	1.2	2.5	2.1	1.7	1.8
Francia	1.7	2.3	2.2	1.1	1.3
Italia	1.6	2.9	3.3	1.6	1.7
España	1.8	3.2	2.4	1.7	1.1
Reino Unido	3.3	4.5	2.8	2.7	2.2
América Latina*	6.4	8.0	7.5	8.7	8.7
México	4.2	3.4	4.1	3.9	3.3
Brasil	5.0	6.6	5.4	6.3	5.9
EAGLES**	5.3	6.0	4.1	4.1	4.2
Turquía	8.6	6.2	8.5	7.2	6.0
Asia-Pacífico	3.6	4.7	3.0	2.8	3.3
Japón	-0.7	-0.3	0.0	-0.1	0.7
China	3.3	5.4	2.6	2.8	3.5
Asia (excluido China)	3.7	4.3	3.3	2.8	3.1
Mundo	3.7	5.1	4.1	3.7	3.9

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwán, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS, CUENTA CORRIENTE (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	-3.1	-3.1	-3.1	-2.8	-3.4
Unión Económica y Monetaria	0.0	0.1	1.3	2.0	2.1
Alemania	6.3	6.2	7.0	7.0	6.5
Francia	-1.6	-1.9	-2.2	-2.2	-1.9
Italia	-3.5	-3.1	-0.7	0.8	1.0
España	-4.5	-3.7	-1.1	1.0	1.7
Reino Unido	-3.3	-1.3	-3.8	-3.1	-2.8
América Latina*	-0.7	-0.9	-1.6	-2.1	-2.0
México	-0.2	-0.9	-1.2	-1.3	-1.4
Brasil	-2.2	-2.1	-2.4	-3.3	-3.1
EAGLES**	1.6	0.5	0.4	0.3	0.7
Turquía	-6.4	-9.9	-5.9	-6.8	-6.8
Asia-Pacífico	3.3	1.6	1.2	1.3	1.8
Japón	3.6	2.3	1.7	1.2	1.5
China	4.0	1.9	2.3	2.8	3.5
Asia (excluido China)	2.0	1.4	0.4	0.3	0.7

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, Venezuela.

** Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS, DÉFICIT PÚBLICO (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	-8.9	-8.7	-7.0	-4.1	-3.5
Unión Económica y Monetaria	-6.2	-4.2	-3.7	-2.8	-2.2
Alemania	-4.1	-0.8	0.2	0.0	0.2
Francia	-7.1	-5.3	-4.8	-3.9	-3.3
Italia	-4.5	-3.8	-2.9	-3.1	-2.0
España*	-9.7	-9.0	-7.0	-6.5	-5.8
Reino Unido**	-10.2	-7.8	-6.3	-6.5	-5.5
América Latina***	-2.5	-2.3	-2.6	-2.5	-2.6
México	3.4	-2.6	-3.1	-2.4	-2.3
Brasil	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-3.6
EAGLES****	-2.7	-1.8	-2.2	-2.2	-2.1
Turquía	-3.6	-1.4	-2.1	-2.3	-2.1
Asia-Pacífico	-3.6	-3.6	-3.6	-3.7	-3.1
Japón	-9.5	-10.0	-9.5	-10.0	-8.0
China	-2.5	-1.1	-2.1	-2.0	-1.8
Asia (excluido China)	-4.5	-5.3	-4.6	-4.8	-3.9

* Sin ayudas al sector financiero.

** Año fiscal del 1 de abril al 31 de marzo.

*** Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

**** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwán, Turquía.

Fecha cierre de previsiones 2 de agosto de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS, TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS (PROMEDIO)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	3.2	2.8	1.8	2.3	3.0
Unión Económica y Monetaria	2.8	2.6	1.6	1.6	2.2

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS, TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO)

Dólares por moneda nacional	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica (euros por dólares)	0.76	0.72	0.78	0.77	0.77
Unión Económica y Monetaria	1.33	1.39	1.29	1.30	1.30
Reino Unido	0.65	0.62	0.63	0.67	0.68
Japón	87.8	79.7	79.8	100.1	115.2
China	6.77	6.46	6.31	6.18	6.02

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS, TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (FINAL PERÍODO)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos de Norteamérica	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Unión Económica y Monetaria	1.00	1.00	0.75	0.50	0.50
China	5.81	6.56	5.75	6.00	6.00

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

FUENTE: BBVA Research.

Fuente de información:

http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1308_Situacionglobal_tcm346-398660.pdf?ts=782013

Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2013 (CEPAL)

El 24 de julio de 2013, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) presentó el Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2013; en el presente informe se incluye el *Resumen Ejecutivo* y el Capítulo “El Panorama Regional”. A continuación se presenta la información.

Resumen Ejecutivo

1. Situación económica de América Latina y el Caribe en 2013

Se estima que el crecimiento del PIB de América Latina y el Caribe en 2013 será similar al de 2012, de un 3 por ciento

Se estima que en 2013 la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de América Latina y el Caribe será similar a la registrada en 2012, del 3%, frente a una tasa del 3.5% estimada por la CEPAL en abril. El resultado regional se explica en parte por el menor dinamismo que ha presentado el crecimiento económico de Brasil y de México. Asimismo, en varios países que venían creciendo a tasas elevadas (Chile, Panamá y Perú) se observa una desaceleración de la actividad económica. Ante el escaso dinamismo de la demanda externa, la principal fuente de crecimiento continúa siendo el aumento del consumo, aunque con un dinamismo menor en 2013 que en el año anterior, mientras el aporte de la inversión se estaría reduciendo aún más y el aporte negativo de las exportaciones netas (es decir, restado el valor de las importaciones) estaría aumentando. Estas tendencias ponen de manifiesto problemas de bajo crecimiento de la mayor parte de las economías de la región y justifican plantear la necesidad de ampliar y diversificar sus fuentes de crecimiento, como se propone en la segunda parte de este Estudio Económico.

Este desempeño moderado de la región está vinculado a un crecimiento de la economía mundial que en 2013 se estima que será similar al de 2012 (2.3%), aunque las perspectivas para el próximo año son de un mayor ritmo de crecimiento económico. Pese a la sostenida recesión que se registra en 2013 en las economías de la zona del euro, se espera que los países en desarrollo continúen siendo los impulsores del crecimiento económico mundial, si bien se considera que las políticas adoptadas por los Estados Unidos de Norteamérica y Japón contribuirán a que estas

economías repunten y también favorezcan un mayor crecimiento económico en el mundo.

Se prevé un debilitamiento desigual de los términos de intercambio, un crecimiento moderado de las exportaciones y un aumento del déficit de la cuenta corriente.

Durante el primer semestre de 2013 descendieron los precios de varios productos de exportación de la región, en especial minerales y metales, petróleo y algunos alimentos, tendencia que —además de asociarse a la recesión en la zona del euro— se vincula principalmente a cierta desaceleración del crecimiento de China, que estaría transitando hacia una trayectoria de crecimiento más dependiente de la expansión del consumo y menos dependiente de la expansión de la inversión, en contraste con el pasado reciente. Para América Latina y el Caribe en su conjunto se proyecta que los términos de intercambio se mantendrán en un nivel cercano al observado en 2012, pero con una incidencia variable en los países, dependiendo de su estructura exportadora. Se estima que el mayor deterioro de los términos de intercambio se está produciendo en los países exportadores de minerales y metales (Chile, Perú y Suriname) y que, en segundo lugar, se registra también cierto deterioro, con variaciones, en los exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Venezuela (República Bolivariana de) y Trinidad y Tobago) y de alimentos (Argentina y Paraguay), mientras que en los importadores netos de alimentos y de combustibles, concentrados en Centroamérica y el Caribe, posiblemente se producirán mejoras de sus términos de intercambio. No habría cambios muy significativos en este sentido en México y Brasil, en parte debido a su estructura exportadora más diversificada.

Una de las consecuencias más directas del crecimiento moderado de la economía mundial ha sido la desaceleración del crecimiento de las exportaciones de América Latina y el Caribe. Se espera que en 2013 el valor de las exportaciones de la región se expanda alrededor del 4%, tasa algo superior a la registrada en 2012 (1.5%), al mismo

tiempo que el valor de las importaciones previstas para el año registre un aumento mayor, del 6%. El escaso dinamismo de las exportaciones de la región previsto en 2013, después de tasas de crecimiento superiores al 20% en 2010 y 2011, está fuertemente influido por la disminución de las exportaciones de algunos países sudamericanos —en especial Argentina, Brasil, Colombia y Perú— durante los primeros meses de 2013. Esto se explica principalmente por la recesión en los países de la zona del euro, que son un destino importante de las exportaciones de estos países, y por cierto deterioro de los precios de productos que representan una proporción alta de sus exportaciones totales.

Por otra parte, persiste la contracción de las remesas provenientes de Europa, a diferencia de las que proceden de los Estados Unidos de Norteamérica (salvo en el caso de México, posiblemente por una reversión de sus flujos de migración). Al mismo tiempo, los flujos de turismo presentan un menor dinamismo, que sería el resultado combinado de un menor crecimiento económico de los países desarrollados y de aquellos de la propia región, ya que durante los últimos años ha crecido en forma significativa el turismo intrarregional. El conjunto de estos factores se estaría traduciendo en un deterioro de la balanza comercial de bienes y servicios de la región, así como de la cuenta corriente. El déficit de esta última aumentaría al 2.0% del PIB en 2013 (frente al 1.8% del PIB registrado en 2012), alcanzando el nivel más alto en términos relativos desde 2001.

Se mantiene el acceso al financiamiento externo, no obstante la volatilidad financiera

En 2013, también aumentó la inestabilidad financiera internacional, lo que se reflejó en variaciones considerables de los tipos de cambio en varios países de la región. Dada la trayectoria reciente de la tasa de desempleo y las señales positivas que ha dado el crecimiento económico en los Estados Unidos de Norteamérica, el Presidente de la Reserva Federal de ese país anunció en junio el posible fin del programa de

estímulos monetarios a mediados de 2014. El anuncio favoreció la apreciación del dólar, produjo la caída de las principales bolsas del mundo y de América Latina, y dio lugar a importantes ventas en los mercados, especialmente de renta fija, así como a la ampliación de la prima de riesgo de las deudas soberanas de una gran parte de los países del mundo. Ello sugiere que el retiro de los estímulos monetarios redundará en la volatilidad de los mercados de dinero y accionarios, lo que plantea un serio desafío a las autoridades de la región.

Sin embargo, en la región se mantiene el acceso al financiamiento externo para cubrir el mayor déficit de la cuenta corriente a pesar de la volatilidad financiera internacional y de una dinámica de percepción de riesgos influida por reacciones de corto plazo de inversionistas financieros muy susceptibles frente a los anuncios de posibles cambios en la política monetaria de los Estados Unidos de Norteamérica y ante información sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Durante los primeros meses de 2013 continuaron creciendo los flujos netos de inversión extranjera directa y de inversión de cartera, así como los flujos de corto plazo de depósitos transfronterizos y créditos bancarios. Particularmente importante ha sido la emisión de bonos corporativos durante los primeros cinco meses de 2013, que ya en ese período superaban con creces la mitad de la emisión del año anterior, así como la emisión de bonos soberanos por parte de países de la región que se sumaron a las colocaciones realizadas por aquellos países más integrados a los mercados financieros internacionales.

El crecimiento del empleo y de los salarios se desacelera

Como consecuencia del bajo crecimiento económico de la región, no se espera un aumento significativo de la demanda de mano de obra durante 2013. El desempleo disminuyó moderadamente, del 6.9 al 6.7%, durante el primer trimestre de 2013 debido fundamentalmente a una reducción de la tasa de participación laboral,

equivalente a una menor oferta de trabajo. Con una dinámica de la oferta laboral similar a la del año anterior, la tasa de desempleo no se hubiera reducido. A su vez, en el menor crecimiento del consumo regional observado en 2013 ha incidido la desaceleración del crecimiento de los salarios reales, que aumentaron menos que el año pasado en los países de la región, con la excepción de Chile y Colombia, donde se incrementaron más.

La inflación crece ligeramente

En los primeros cinco meses de 2013 la inflación regional aumentó ligeramente con relación a la registrada a diciembre de 2012, aunque con diferencias notorias entre países. En mayo de 2013, la inflación regional acumulada de los últimos doce meses era de un 6%, frente a un 5.5% registrado en diciembre de 2012 y un 5.8% en mayo de 2012. El aumento de precios a un nivel de dos dígitos, en países como Argentina y Venezuela (República Bolivariana de), o su incremento más reciente en otros países de la región, significaría que el espacio para aplicar medidas monetarias (contracíclicas) orientadas a promover un mayor dinamismo del crecimiento sería inexistente o se estaría reduciendo en varios casos.

Se aprecian políticas monetarias y fiscales cada vez más diferenciadas

La creciente incertidumbre originada por los efectos de los flujos financieros internacionales vinculados a los anuncios monetarios realizados en las economías desarrolladas, en especial en los Estados Unidos de Norteamérica, y los temores ante una eventual caída de la actividad económica frente al lento crecimiento de la demanda externa, junto con las crecientes presiones inflacionarias que se han producido en algunas economías de la región, han dado lugar a prioridades cambiantes y a respuestas diferenciadas por parte de las autoridades monetarias de la región. Como consecuencia, durante 2013 en algunos países de la región se ha seguido una política monetaria más restrictiva (Brasil, Guatemala y Uruguay), en

contraste con una política de mayor estímulo en otros (Colombia, Costa Rica, Guyana, México y República Dominicana), aunque en un número mayor de países la orientación de la política monetaria no ha cambiado en forma significativa. En general, el crédito muestra cierta desaceleración en la región en su conjunto, si bien el dinamismo del crédito para el consumo se mantiene y en general no se han producido variaciones bruscas del monto de reservas internacionales que mantienen los países de la región.

Para 2013 se anticipa un menor dinamismo de la recaudación fiscal en la mayor parte de los países, principalmente como consecuencia de un menor crecimiento del consumo y de la reducción de los precios de los productos básicos de exportación que son fuente de ingresos públicos. Las respuestas de los gobiernos ante esta situación también han sido diferenciadas. Algunos países han moderado el gasto y otros lo han aumentado, dentro de ciertos límites. Puede distinguirse entre países que tienen reglas estructurales o que están aplicando impulsos contracíclicos o neutros (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú) y países cuyas normas se orientan más bien a cumplir metas fiscales anuales, independientes del ciclo macroeconómico. Finalmente, existen varios países que en los últimos años han reducido su deuda pública y que tienen acceso a recursos financieros para hacer frente a sus déficit, por lo que cuentan con espacio fiscal para impulsar políticas contracíclicas.

2. Tres décadas de crecimiento económico desigual e inestable

Se han producido transformaciones económicas profundas

En América Latina y el Caribe, tuvo lugar un crecimiento económico desigual durante las últimas tres décadas, que se refleja en un aumento del PIB per cápita en general bajo, a pesar de un mayor crecimiento durante la tercera década, y en el hecho de que pocos países lograron reducir la distancia respecto de los países más desarrollados. No

obstante, incluso en esos casos el desempeño fue bastante menor que el exhibido por países de Asia en que el crecimiento se aceleró significativamente.

Por otro lado, durante la década de 1980, los indicadores de desigualdad y pobreza se deterioraron, en algunos casos en forma muy pronunciada. Debieron transcurrir varios años para que en la década de 2000 estos indicadores comenzaran a mejorar, favorecidos por el mayor crecimiento, avances en el mercado de trabajo y la aplicación de políticas sociales. No obstante, persisten elevados grados de desigualdad y pobreza en varios casos.

Como parte de los cambios observados en la región se verificaron importantes modificaciones de su inserción macroeconómica externa. Actualmente en la gran mayoría de los países existe una mayor incidencia del comercio exterior y de la inversión extranjera directa, lo que evidencia un mayor grado de interacción productiva con el resto del mundo que hace 30 años. La contrapartida de estos cambios y del proceso de desendeudamiento externo es un menor peso de los intereses pagados y mayores rentas devengadas por la inversión extranjera, si bien una proporción considerable de estas rentas se reinvierte. Además, las remesas se convirtieron en una fuente relevante de recursos para la región, inicialmente en el caso de países del Caribe y en forma posterior de países de Centroamérica y América del Sur.

A lo largo de estas tres décadas también se introdujeron en la región, en diversos grados según los países, profundos cambios en los regímenes macroeconómicos y, en particular, un fortalecimiento de las políticas monetarias y fiscales, que contribuyeron a reducir la inflación y a mejorar las cuentas fiscales, lo que favoreció un mejor desempeño ante la crisis financiera mundial. Sin embargo, no todos los cambios han favorecido el crecimiento y es posible observar tres fuentes de debilidad en la región: el posible fin del auge de precios de los principales productos básicos exportados, un

insuficiente aumento de la inversión y, vinculado a lo anterior, un aumento de la productividad laboral desigual y todavía precario.

Pese a la favorable evolución de los términos de intercambio, la acumulación de capital ha sido insuficiente y la productividad laboral ha tenido un progreso limitado

En primer lugar, el aporte de los términos de intercambio al crecimiento del ingreso ha sido en particular alto durante la última década, pero está en riesgo de disminuir. Este aporte, si bien fue negativo en la década de 1980, se recuperó parcialmente en la década de 1990 y aumentó en forma significativa a partir de 2003, con mayor intensidad en aquellas economías más especializadas en la producción y exportación de materias primas, donde explica por lo menos un tercio del crecimiento del ingreso nacional disponible en los últimos años. El crecimiento del ingreso permitió asimismo una expansión importante de la demanda interna en la última década y en este comportamiento incidieron tres factores: el mayor aporte del consumo tanto público como privado, la evolución procíclica de la inversión y el aporte negativo y persistente de las exportaciones netas¹⁶. De hecho, la contribución al crecimiento del PIB no exportado (es decir, la suma de consumo e inversión, concepto conocido como absorción) fue algo mayor en la última década que en el período anterior y el consumo se convirtió en el componente de la demanda que generó un mayor aporte al crecimiento, especialmente en el contexto de desaceleración de los últimos años.

La creciente importancia del consumo como determinante del crecimiento está asociada a aumentos de la masa salarial derivados de mejoras en el mercado de trabajo, políticas de redistribución implementadas particularmente en la última década y el aumento del crédito de consumo. Se ha producido un aumento gradual de la participación en el PIB del excedente de explotación (que puede asociarse al concepto

¹⁶ Las exportaciones netas corresponden a las exportaciones totales menos las importaciones totales. Cuando el volumen importado de bienes y servicios es mayor que el volumen exportado de bienes y servicios, significa que parte del crecimiento de la demanda interna es suplido con importaciones, de modo que el dinamismo del PIB es menor.

de ahorro corporativo), con mayor intensidad en la última década, en detrimento, en la mayor parte de los países, de la participación de la remuneración de los asalariados y en algunos casos en detrimento de los impuestos. No obstante, en varios países de la región este aumento del excedente de explotación se ha traducido en incrementos del ahorro público, como resultado de los mayores ingresos públicos derivados del alza de los precios internacionales de las materias primas. Con ello, estos países han podido ejecutar políticas públicas redistributivas que han tendido a compensar parcialmente el efecto concentrador del incremento de la participación del excedente de explotación. Ésta es una de las causas por las que los coeficientes de Gini de concentración del ingreso tendieron a mejorar en la mayor parte de los países durante la última década.

En segundo lugar, se constata una menor expansión de la acumulación de capital, a diferencia de la expansión del consumo. La inversión se mantuvo por largos períodos en un nivel inferior al 20% del PIB. Ello se explica por las caídas de la inversión pública que siguieron a los programas de ajustes de los años ochenta y por el insuficiente estímulo a la inversión privada que se derivó de la inestabilidad de los años noventa, si bien se observó una recuperación parcial desde los bajos niveles exhibidos durante la llamada década perdida. En la década de 2000, se produjo un aumento de la inversión y el ahorro, al que contribuyeron el incremento del ingreso nacional disponible, como consecuencia en algunos casos del alza de los precios de las exportaciones, junto con la mejora de las expectativas de crecimiento que estimulaban las expansiones del gasto en países desarrollados, y el crecimiento de China. En particular, el ahorro nacional se expandió a mayor velocidad que la inversión, lo que dio lugar a una reducción del ahorro externo, mitigando la vulnerabilidad externa de varios países de la región ante los choques que sobrevendrían con la eclosión de la crisis financiera internacional aunque, como se anotó previamente, la inversión no alcanzó los niveles de otros países emergentes, como los de Asia.

La evolución de la demanda agregada y el propio crecimiento económico, por la vía del denominado efecto acelerador, explican en buena parte la evolución de la inversión. La correlación negativa entre la brecha del PIB y el crecimiento de la inversión en la región y la correlación positiva entre la tasa de crecimiento del PIB y el coeficiente de inversión permiten concluir que existe un vínculo estrecho entre inversión, capacidad utilizada y expectativas de crecimiento. Los resultados obtenidos mediante un análisis de causalidad indican que una aceleración de la tasa de crecimiento del PIB precede a cambios en las tasas de inversión, lo que confirma que los aumentos de la tasa de inversión han estado vinculados a presiones de la demanda agregada.

En tercer lugar, la productividad laboral aumentó durante la última década, pero de manera desigual, sobre la base del aumento de la inversión junto con una creciente calificación de la mano de obra. El aumento más reciente de la productividad laboral contrasta con su disminución durante la década de 1980, cuando se redujo la inversión, y con su desempeño mediocre durante la década siguiente, cuando la inversión creció de manera muy limitada.

El comportamiento de la productividad estuvo condicionado por la evolución de la inversión

El aporte de la inversión a la productividad estuvo condicionado por dos hechos, vinculados entre sí. Por una parte, en varios países apreciaciones cambiarias y precios altos de las materias primas, entre otras variables, habrían favorecido el aumento de la inversión en los sectores no transables y en la explotación de recursos naturales, sin que se registrara un crecimiento equivalente —o superior— en el resto de los sectores transables. Ello también estuvo acompañado por un crecimiento de la productividad laboral en los sectores no transables menor que en el resto de los sectores transables. Lo anterior habría contribuido a que los aumentos de la productividad fueran menores que aquellos que se podrían haber alcanzado mediante un proceso más balanceado y

de inversión más elevada. Además, como parte de esta orientación de la inversión, el aumento de la productividad laboral que tuvo lugar durante la última década fue resultado principalmente de una mayor reasignación de recursos dentro de las ramas de actividad, en comparación con el aumento de la productividad que se origina de la reasignación de recursos desde ramas de actividad de menor productividad hacia aquellas de mayor productividad.

A su vez, la naturaleza predominantemente interindustrial del patrón de especialización de América Latina, que se fortaleció sobre la base del aumento del comercio con China durante la última década en particular, ha tendido a ser menos favorable para la difusión y aprendizaje tecnológico que procesos de especialización intraindustrial que han caracterizado la relación comercial y productiva de otras regiones (por ejemplo, en Asia), con lo que su aporte al aumento de la productividad ha sido menor. Por otra parte, la participación de los países de América Latina y el Caribe en cadenas de valor internacionales, especialmente en las etapas de mayor productividad y aprendizaje, aunque creciente, todavía es limitada.

El fortalecimiento de las políticas macroeconómicas aumenta su posibilidad de contribuir al crecimiento económico en el futuro

El reconocimiento del gradual fortalecimiento de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias observado en las últimas décadas permite suponer que el aporte de estas políticas macroeconómicas al mayor crecimiento con igualdad puede ser decisivo en el futuro. Por una parte, con posterioridad a la crisis de la deuda de los años ochenta se logró reducir el peso de la deuda y estabilizar las expectativas de los agentes productivos, aunque algunos países del Caribe todavía exhiben coeficientes de deuda muy elevados. También se avanzó con la implementación de políticas fiscales contracíclicas durante períodos de contracción del ciclo económico, especialmente en 2009, si bien en varios países todavía persisten dificultades para implementar estas políticas en momentos de auge. Además, la inversión pública se ha recuperado en

forma parcial y se ha fortalecido el apoyo del gasto social y de la política fiscal al crecimiento con igualdad.

Por otra parte, se ha consolidado de manera gradual la contribución de la política monetaria y cambiaria a la disminución de la volatilidad nominal y real, inicialmente mediante su aporte a la caída de la inflación a niveles muy bajos en la mayoría de los países, lo que también permitió reducir las tasas de interés, y luego mediante políticas contracíclicas que contribuyeron a reducir la volatilidad del crecimiento económico durante la crisis financiera internacional. El establecimiento de regímenes de cambios flexibles, con grados variables de regulación, amplió en varios países los márgenes de acción de la política monetaria, así como lo hizo la acumulación de reservas internacionales, que se transformó en un mecanismo de aseguramiento frente a la inestabilidad financiera internacional.

Se justifica un apoyo estratégico de las políticas macroeconómicas a la inversión en los sectores transables

Ante la importancia de la inversión y de la calificación de la mano de obra como fuentes de productividad y crecimiento, y frente al fortalecimiento —aún desigual— de las políticas macroeconómicas en la región, se justifica otorgar una atención estratégica al impulso de la inversión, además de la calificación de la mano de obra, contribuyendo además a crear las condiciones para la diversificación de la estructura productiva.

Existen cuatro razones para justificar esta atención estratégica de la política macroeconómica al impulso de la inversión en la región, particularmente en los sectores transables¹⁷:

- i) el probable fin del auge de precios de los productos básicos de exportación asociado a la expansión de China aconseja diversificar la estructura productiva e impulsar nuevos ejes de crecimiento sostenible en un contexto de incertidumbre en que la coordinación de inversiones, públicas y privadas, puede dar lugar a externalidades importantes;
- ii) la dependencia creciente del dinamismo del PIB respecto de la expansión del consumo observada en los últimos años, en contraste con el aporte decreciente de la inversión y el aporte negativo de las exportaciones netas, respalda la necesidad de otorgar prioridad al aumento de la inversión;
- iii) el papel clave de la inversión como uno de los canales fundamentales para incorporar progreso tecnológico, aumentar la productividad y favorecer el cambio estructural, la convierte en una condición necesaria para asegurar un crecimiento sostenible, y
- iv) el aumento de la inversión en los sectores no transables (de menor productividad) que se ha producido en los últimos años en varios países sin un aumento equivalente —o mayor— en los sectores transables (de mayor productividad) requiere ser revertido para dar lugar a un aumento equivalente o mayor de las inversiones en los sectores transables. Ello contribuiría a

¹⁷ Al favorecer mediante estímulos especiales los sectores transables, se privilegiaría a los sectores exportables e importables frente a los sectores no transables. Sin embargo, entre los primeros se incluyen los sectores productores de recursos naturales que, por contar con ventajas absolutas y generar rentas, no requieren estar sujetos a instrumentos de política, como los subsidios, para favorecer inversiones, en comparación con lo que ocurre en otros sectores, sino que estarían sujetos a otro tipo de políticas, incluidas las políticas tributarias orientadas a la captación de sus rentas. Es por ello que en esta propuesta se plantea favorecer mediante subsidios las inversiones en los sectores transables en un sentido más acotado, que tome en cuenta sus eslabonamientos (hacia adelante y hacia atrás), sin incluir a los sectores productores de recursos naturales.

impulsar un proceso de cambio estructural más balanceado y dotado de más eslabonamientos, en que la producción de bienes y servicios, al originar exportaciones netas, contribuya a alejar el peligro de eventuales restricciones de origen externo al crecimiento.

Se requiere una institucionalidad sólida para favorecer la inversión: hacia pactos sociales para la inversión

El papel de la política macroeconómica para impulsar el crecimiento y la productividad por la vía del estímulo a la inversión y mediante el aumento de la calificación de la mano de obra tiene una dimensión institucional y una de políticas de corto y de largo plazo. Por una parte, se requiere de un entorno institucional que favorezca sinergias entre políticas macroeconómicas, industriales, ambientales y laborales para otorgar una orientación común y sostenida a la acción pública, que incluya acuerdos o pactos tácitos o explícitos entre el Estado, los empresarios, los trabajadores y las organizaciones sociales en general a fin de avanzar en una misma dirección. Para incrementar la inversión privada generalmente se requiere que estén dadas las condiciones económicas, institucionales y sociales que posibiliten una perspectiva de rentabilidad atractiva en el largo plazo, lo que podría facilitarse mediante pactos sociales para la inversión.

Serían clave procesos de concertación que involucraran al sector público y privado de cada país para contribuir a la creación compartida de visiones y arreglos institucionales de largo plazo tendientes a reducir el grado de incertidumbre en que se realiza la toma de decisiones en el ámbito de las inversiones, con políticas macroeconómicas que aseguren la existencia de precios relativos, financiamiento, inversión pública y concesiones en infraestructura (de energía, transporte y telecomunicaciones) y gestión de la demanda adecuados, junto con políticas laborales, sociales, ambientales, regulatorias y sectoriales o industriales que den sostenibilidad al proceso. Además de estas acciones, un crecimiento incluyente posibilita la

sostenibilidad social del proceso de inversión. En general, esto se facilita con un marco político e institucional que cuente con amplia legitimidad y que ofrezca los espacios para que las opiniones e intereses se puedan expresar y los conflictos que surjan (laborales, sociales, ambientales o de otro tipo) se canalicen hacia una solución.

Se requieren políticas macroeconómicas estabilizadoras y contracíclicas

Para asegurar un crecimiento sostenido de la inversión, tomando en cuenta las relaciones positivas entre el grado de utilización de la capacidad instalada, la inversión y el crecimiento, sería necesario implementar en el corto plazo políticas contracíclicas y de estabilización macroeconómica que evitaran la existencia de capacidad ociosa, contribuyeran a impedir grandes fluctuaciones del crecimiento y previnieran crisis. En primer lugar, teniendo presente que la existencia de capacidad ociosa desincentiva la inversión, sería necesario alcanzar y mantener niveles de actividad correspondientes a un grado de utilización alto y sostenible de las capacidades productivas mediante una adecuada gestión de la demanda agregada. Una política macroeconómica conducente a un alto grado de utilización de esas capacidades se caracteriza por traducirse en una tasa de interés real que no desestime la inversión real, niveles inflacionarios en rangos socialmente tolerables, tipo de cambio real sin desviaciones sostenidas respecto de su tendencia de largo plazo, finanzas públicas y externas sostenibles, niveles de desempleo bajos y sistemas financieros sólidos y estables, que promuevan la intermediación y la diversificación del riesgo, según las características productivas y los mercados laborales de cada país.

En segundo lugar, debido a los efectos negativos sobre la inversión que se derivan de caídas del nivel de actividad económica, es necesario desarrollar capacidades contracíclicas con el fin de contrarrestar o reducir disminuciones del nivel de actividad originadas en choques externos e internos. Las economías latinoamericanas y caribeñas han tenido una larga experiencia marcada por choques tanto internos

como externos, de origen económico, social o político, o bien derivados de eventos extremos o desastres naturales, que han originado fluctuaciones pronunciadas y pérdidas de nivel de actividad, que mediante su efecto negativo sobre la inversión afectan el crecimiento. Por ello, para lograr un elevado grado de utilización de la capacidad productiva, se justifica la aplicación de políticas contracíclicas transitorias que permitan moderar las fluctuaciones derivadas de esos choques.

En tercer lugar, más allá de las fluctuaciones originadas en choques transitorios, la política macroeconómica, por medio de la promoción de balances internos y externos sostenibles en el tiempo, debe contribuir a prevenir crisis nacionales que conduzcan a períodos recesivos, bajo crecimiento y capacidad productiva ociosa. En América Latina y el Caribe se han producido en las décadas recientes diversas crisis cuyo origen estuvo en la insostenibilidad en el largo plazo de las finanzas (tanto públicas como privadas, internas y externas) junto con un profundo deterioro de la competitividad de sus sectores transables.

Para asegurar la consistencia en el largo plazo, impulsando la reducción de deuda en períodos de auge y aceptando un mayor déficit en períodos de menor crecimiento, para así contribuir a estabilizar el crecimiento del PIB y de la inversión, las reglas macrofiscales de segunda generación deben contar con un objetivo de saldo estructural de mediano plazo, cláusulas de excepción y de transitoriedad y algún margen de maniobra para afrontar eventos catastróficos o situaciones recesivas persistentes.

Las reglas macrofiscales de segunda generación requieren de un sustancial desarrollo de las instituciones, especialmente de aquellas capacidades que permitan transformar los análisis de sensibilidad y la construcción de escenarios prospectivos en procedimientos presupuestarios, lo que es necesario para asegurar una adecuada programación presupuestaria plurianual, cláusulas de excepción y algún tratamiento

explícito de los ingresos transitorios. Además, como parte de un marco institucional más amplio, las políticas contracíclicas, para ser efectivas, deben abarcar acciones en múltiples ámbitos, incluidos aquellos de las políticas monetaria, macroprudencial, laboral (incluidas políticas salariales) y productiva.

Se debe eliminar el sesgo favorable a la inversión en los sectores no transables e impulsar políticas fiscales y financieras que favorezcan el cambio estructural

Para estimular la inversión en el mediano y largo plazo se requiere eliminar posibles sesgos favorables a la inversión en los sectores no transables e impulsar políticas fiscales, financieras, cambiaria y de empleo que apoyen el cambio estructural, es decir, la reasignación de recursos y mano de obra desde sectores no transables de menor productividad hacia sectores transables (no primarios) de mayor productividad. En principio, se puede favorecer la inversión en los sectores transables mediante tipos de cambio reales elevados y estables, y se pueden establecer mecanismos financieros que permitan coberturas cambiarias y a la vez intervenir en el mercado para reducir la volatilidad cambiaria, o facilitar la inversión en el exterior de recursos de fondos de pensiones o de fondos soberanos.

Sin embargo, la capacidad de la política cambiaria para favorecer la inversión en sectores transables puede estar limitada por la maleabilidad de los flujos financieros, que dificulta su control completo y duradero, y por los costos cuasifiscales (costos de oportunidad de acumular reservas internacionales y costos de esterilización, en particular). En la medida en que exista un sesgo de precios relativos contrario a la inversión en sectores transables (no primarios), como consecuencia de tipos de cambio sobrevaluados que resulta difícil nivelar, se justifica la aplicación de otros instrumentos de política, que no tengan efectos contractivos, para corregir este problema.

La política fiscal, y en particular la política financiera, está llamada a favorecer este cambio estructural, impulsado mediante inversiones en los sectores transables, por medio de tres orientaciones. Primero, sería conveniente concentrar la inversión pública o público-privada en infraestructura (sector no transable complementario) con el fin de reducir los costos logísticos y de transporte asociados al suministro de bienes y servicios transables, buscando así compensar lo que puede ser una relación poco favorable de precios relativos como consecuencia de un tipo de cambio sobrevaluado (o bien fortalecer una relación más favorable de precios relativos como consecuencia de un tipo de cambio subvaluado). Ello puede reforzarse mediante la orientación de la política financiera del conjunto de la región para que los bancos públicos nacionales, regionales e internacionales concentren sus recursos en atender esta necesidad, partiendo del reconocimiento general de que existen brechas y rezagos considerables en esta área.

Segundo, se podrían canalizar subsidios (incluidos en el presupuesto, para facilitar su evaluación y transparencia) destinados a favorecer tanto complementariedades (externalidades) entre diversos proyectos de inversión privada, como procesos de cambio estructural asociados a inversiones en los sectores transables con mayores eslabonamientos, tomando en cuenta su sostenibilidad ambiental.

Tercero, resulta tan importante diseñar los incentivos adecuados como mejorar las capacidades públicas para implementar estas medidas y coordinar las inversiones públicas y privadas. La transparencia fiscal, que debiera extenderse con particular atención al conjunto de subsidios otorgados, debe cumplir un papel fundamental como elemento de disuasión frente a los posibles abusos en la aplicación de estos instrumentos.

Deben fortalecerse los sistemas nacionales de formación profesional y capacitación para favorecer el cambio estructural

Por otro lado, como parte de las políticas de empleo de largo plazo correspondería facilitar el proceso de inversión en sectores transables de mayor valor agregado, es decir, facilitar el cambio estructural. Particular atención requiere el desarrollo de sistemas nacionales de formación profesional y capacitación, en que se debe enfatizar tres aspectos: i) la formación técnica inicial de jóvenes, orientada a la demanda del aparato productivo, ii) la capacitación permanente que permita a los trabajadores actualizar sus conocimientos y habilidades a lo largo de su vida laboral, y iii) la capacitación de trabajadores ocupados en sectores de baja productividad, a fin de facilitar su movilidad hacia sectores de productividad más elevada, para lo cual muchos requieren adquirir calificaciones adicionales.

Los retos de la capacitación están frecuentemente relacionados con las tecnologías de la información y las comunicaciones, que representan un componente creciente en muchas inversiones. Además, los sistemas nacionales de formación profesional y capacitación deben tomar en cuenta las necesidades de las pequeñas y medianas empresas, que en muchos casos enfrentan grandes problemas para conseguir mano de obra calificada, lo que se transforma en un obstáculo para su expansión mediante nuevas inversiones.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASA DE VARIACIÓN DEL
PRODUCTO INTERNO BRUTO TOTAL**
-En porcentajes sobre la base de dólares a precios constantes de 2005-

País	2010	2011	2012	2013^{a/}
Argentina	9.2	8.9	1.9	3.5
Bolivia (Estado Plurinacional del)	4.1	5.2	5.2	5.5
Brasil	6.9	2.7	0.9	2.5
Chile	5.8	5.9	5.6	4.6
Colombia	4.0	6.6	4.0	4.0
Costa Rica	5.0	4.4	5.1	3.0
Cuba	2.4	2.8	3.0	3.0
Ecuador	2.8	7.4	5.0	3.8
El Salvador	1.4	2.0	1.6	2.0
Guatemala	2.9	4.2	3.0	3.0
Haití	-5.4	5.6	2.8	3.5
Honduras	3.7	3.7	3.3	3.0
México	5.3	3.9	3.9	2.8
Nicaragua	3.6	5.4	5.2	5.0
Panamá	7.5	10.8	10.7	7.5
Paraguay	13.1	4.3	-1.2	12.5
Perú	8.8	6.9	6.3	5.9
República Dominicana	7.8	4.5	3.9	3.0
Uruguay	8.9	6.5	3.9	3.8
Venezuela (República Bolivariana de)	-1.5	4.2	5.6	1.0
Subtotal América latina	5.7	4.4	3.0	3.0
Antigua y Barbuda	-7.1	-2.8	2.3	2.4
Bahamas	1.0	1.7	1.8	3.0
Barbados	0.2	0.6	0.2	0.7
Belize	3.9	2.3	5.3	2.7
Dominica	1.2	1.0	-1.5	1.4
Granada	-0.4	1.0	-0.8	1.2
Guyana	4.4	5.4	4.8	4.8
Jamaica	-1.5	1.3	-0.3	0.5
San Cristóbal y Nieves	0.2	1.7	-1.1	2.5
San Vicente y las Granadinas	-3.4	-0.7	1.5	1.1
Santa Lucía	0.2	1.4	-3.0	2.7
Suriname	4.1	4.7	4.4	4.5
Trinidad y Tobago	0.2	-2.6	1.2	2.0
Subtotal el Caribe	0.2	0.1	1.2	2.0
América Latina y el Caribe	5.6	4.3	3.0	3.0
Centroamérica incluye Cuba, Haití y República Dominicana	4.2	4.5	4.2	3.5
Centroamérica	4.1	5.2	5.0	4.0
América del Sur (10 países)	6.1	4.6	2.5	3.1

a/ Proyecciones.

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

Capítulo I Panorama regional

A. El contexto externo

1. En 2013 se prevé un crecimiento de la economía mundial similar al de 2012, con posibilidades de una recuperación gradual

Para 2013 se proyecta una tasa de crecimiento del PIB en el mundo similar a la de 2012, al mismo tiempo que las perspectivas para el próximo año son de un mayor ritmo de crecimiento económico (véase el cuadro siguiente). A pesar de la persistente recesión registrada en la zona del euro durante 2013, se espera que los países en desarrollo continúen siendo los impulsores del crecimiento económico mundial y se contempla asimismo que las políticas adoptadas en los Estados Unidos de Norteamérica y Japón contribuyan a que estas economías repunten y también favorezcan un mayor crecimiento económico en el mundo.

**REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: TASA DE
CRECIMIENTO DEL PIB, 2010-2014**
-En porcentajes-

	2010	2011	2012	2013 ^{a/}	2014 ^{a/}
Mundo	4.0	2.8	2.3	2.3	3.1
Países Desarrollados	2.6	1.4	1.2	1.0	2.0
Estados Unidos de Norteamérica	2.4	1.8	2.2	1.9	2.6
Japón	4.5	-0.6	2.0	1.3	1.6
Zona del euro	2.1	1.4	-0.6	-0.4	1.1
Países en desarrollo	7.7	5.8	4.6	5.0	5.4
América Latina y el Caribe	6.0	4.3	3.0	3.0	4.2
Brasil	7.5	2.8	0.9	3.0	4.2
Federación de Rusia	4.3	4.3	3.4	2.9	3.5
India	9.6	7.5	5.1	5.5	6.1
China	10.3	9.2	7.8	7.8	7.7

a/ Las cifras de 2013 y 2014 corresponden a proyecciones.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DESA).

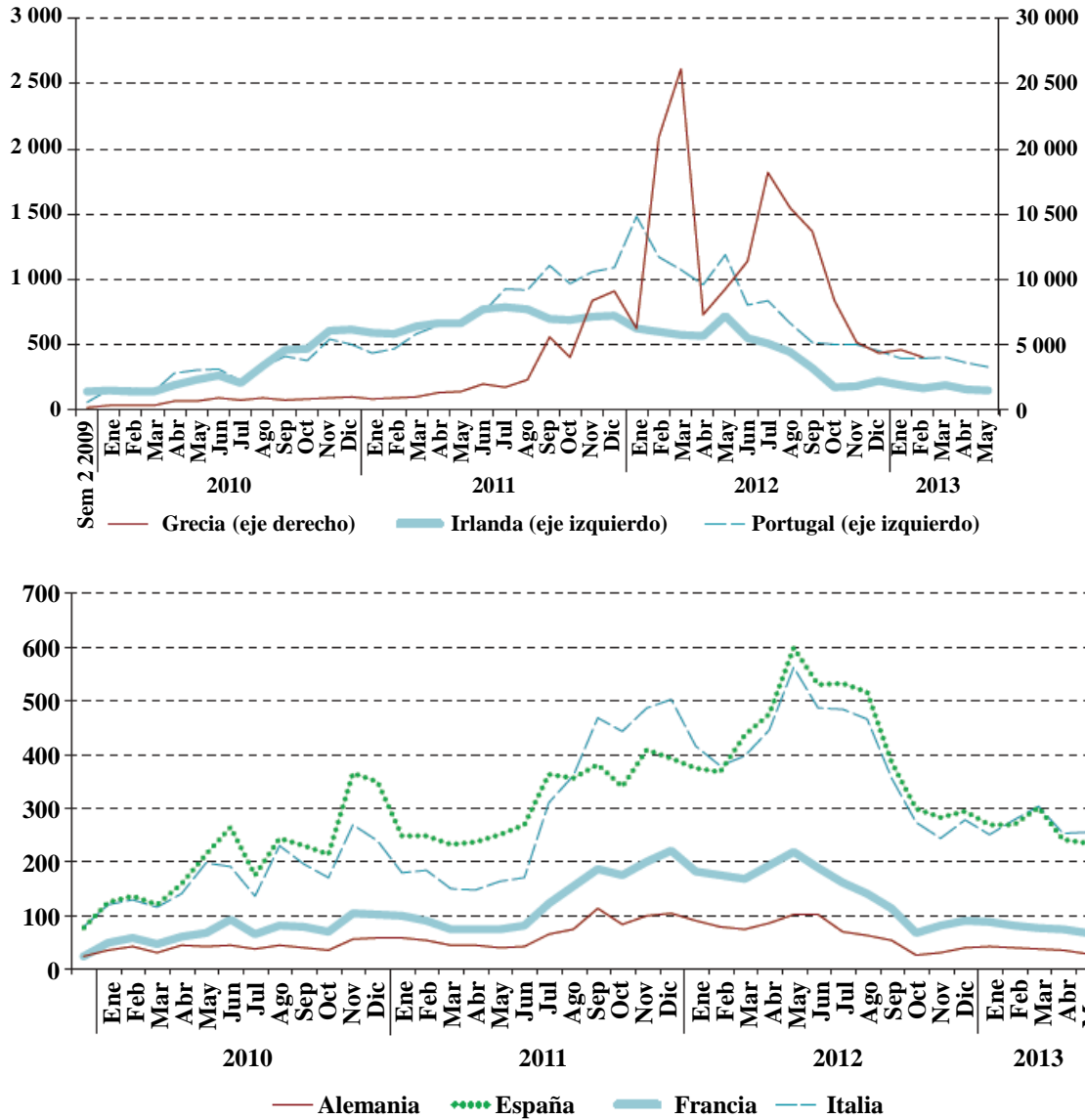
Durante el primer semestre de 2013, en la zona del euro el escaso dinamismo del crédito privado, una tasa de desempleo que se encuentra en niveles máximos históricos —principalmente en España, Portugal y Grecia—, una persistente

incertidumbre y una política fiscal contractiva fueron parte de una recesión ya prolongada. La fragilidad del sistema financiero ha contenido la expansión del crédito y restringido las posibilidades de una reactivación económica. De acuerdo con algunos pronósticos recientes, un aumento modesto del crédito, políticas fiscales menos restrictivas y un repunte de las exportaciones contribuirían a que la zona del euro alcanzara tasas de crecimiento positivas —aunque bajas— a partir del segundo trimestre de 2013¹⁸. Sin embargo, aunque se observe una reactivación económica en estas economías, es probable que este bajo crecimiento se mantenga por un período de tiempo prolongado, tomando en cuenta la dificultad de llevar a cabo reformas institucionales que incluyan la implementación de acuerdos en los ámbitos bancario y fiscal, además de lograr una consolidación fiscal sostenida en el conjunto de países de la zona. Una recuperación sólida de la economía de los Estados Unidos de Norteamérica y el retorno de China a un ritmo de crecimiento sostenible y ascendente también facilitarían la recuperación de la zona del euro en materia comercial.

El anuncio del programa de transacciones monetarias directas con el objetivo de comprar deuda pública a corto plazo a los países que se encuentren con problemas económicos, a pesar de que la opción no se ha utilizado hasta ahora, ha tenido efectos positivos. El solo hecho de contar con este programa ha logrado disminuir y estabilizar las primas por canje de riesgo en los países de la zona del euro (véase la gráfica siguiente). Este programa, junto con un cambio de política de algunos países, entre ellos España y Portugal, en el sentido de evitar políticas de austeridad tan extremas como las aplicadas en el caso de Grecia, ha dado cierta estabilidad temporal a la zona. Durante 2013 se mantuvo la política de otorgar prioridad a los ajustes fiscales, estabilizar las deudas públicas y aliviar al sistema financiero. Como consecuencia de lo anterior, en el segundo semestre de 2013 los pronósticos apuntan a una menor contracción en la zona del euro.

¹⁸ De acuerdo con un reciente informe del Deutsche Bank (junio de 2013).

EUROPA (PAÍSES SELECCIONADOS): PRIMAS POR CANJE DE RIESGO DE INCUMPLIMIENTO DE CRÉDITO A CINCO AÑOS, JULIO DE 2009 A MAYO DE 2013
-En puntos básicos-



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

Durante 2013 se espera que la economía china mantenga una tasa de crecimiento similar a la observada en 2012, con una posible tendencia a la baja. Lo anterior se explica principalmente por la disminución de las exportaciones, como consecuencia de la crisis en la zona del euro, y por una caída de la inversión extranjera directa. Además, el gobierno de China se encuentra en un período de transición para reorientar

su economía hacia el consumo, tendencia que hasta el momento no ha podido consolidarse. Los recientes resultados de la economía china han sido inferiores a las expectativas de los analistas. Una variable que ha llamado la atención en 2013 es el precio de la vivienda, cuyo aumento originó cuestionamientos sobre el posible recalentamiento del sector inmobiliario. Si esos precios continúan aumentando, se dificultaría la reducción de las tasas de interés que se esperaba fuera aplicada en el corto plazo para reactivar el crecimiento económico.

En los Estados Unidos de Norteamérica las autoridades monetarias han llevado a cabo una política de estímulos, estableciendo como meta alcanzar una tasa de desempleo del 6.5% para retirar el programa. Considerando la trayectoria reciente de la tasa de desempleo y las señales positivas que ha mostrado el crecimiento económico, el Presidente de la Reserva Federal de ese país anunció en junio el posible fin del programa a mediados de 2014. El anuncio generó la caída de las principales bolsas del mundo e importantes ventas en los mercados, especialmente de renta fija, así como la ampliación de la prima de riesgo de las deudas soberanas de una gran parte de los países del mundo. Ello sugiere que, ante el retiro de los estímulos monetarios, la volatilidad se hará presente en los mercados de dinero y accionarios, lo que plantea un serio desafío a las autoridades monetarias del mundo entero.

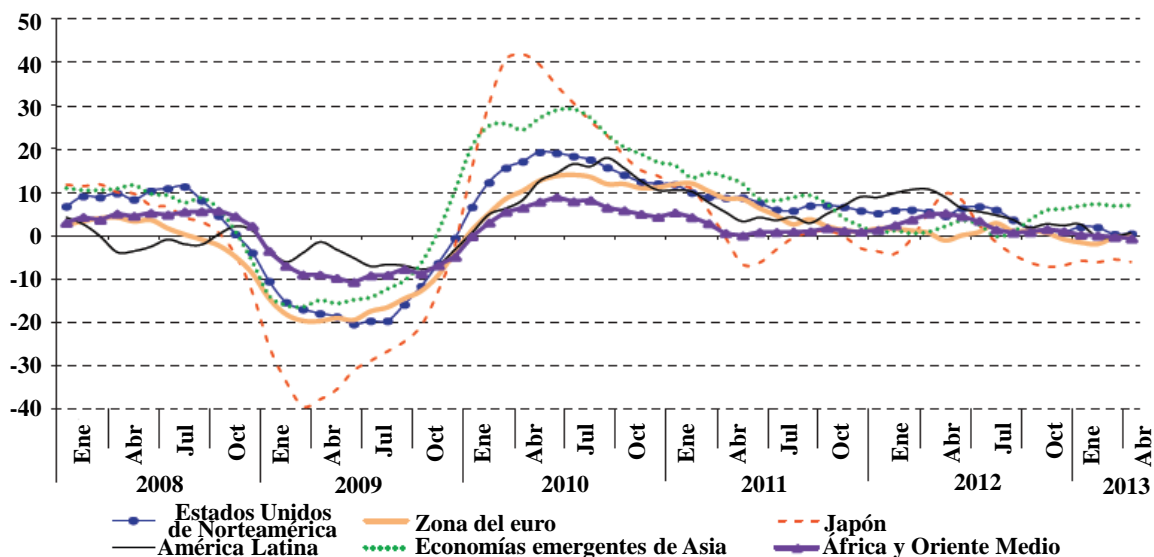
Durante 2013 se ha observado una tendencia decreciente de la tasa de desempleo y una mejora de los mercados de créditos e inmobiliario de los Estados Unidos de Norteamérica, factores que han ayudado a reactivar la demanda privada. Los últimos indicadores económicos muestran que la actividad económica estadounidense parece estar recuperándose en forma moderada, junto con exhibir una disminución de la tasa de desempleo. Sin embargo, las tasas de desempleo continúan altas en comparación con los niveles históricos y, además, una parte de su disminución se debe a una baja de la participación de la fuerza laboral y no a una mayor demanda de empleo.

A su vez, el banco central de Japón decidió en abril de 2013 reorientar su política a una de estímulos monetarios, con el objetivo de reactivar la economía japonesa teniendo como meta una inflación del 2%, que podría tener resultados positivos a corto plazo. La recuperación de las exportaciones japonesas, favorecida por la depreciación del yen, y cierto crecimiento de la producción manufacturera son signos de reactivación. Sin embargo, la sostenibilidad de la deuda pública a mediano y largo plazo ante déficit fiscales altos también plantea desafíos complejos en materia de política económica.

2. El crecimiento del comercio mundial se mantiene en un ritmo bajo

Con una tasa de variación interanual del 2.1% durante los primeros cuatro meses de 2013, ligeramente superior al 1.8% registrado en 2012, el volumen de exportaciones mundiales sigue sin mostrar signos de una reactivación sostenida (véase la gráfica siguiente). El bajo dinamismo de los flujos comerciales mundiales se explica principalmente por la recesión en la zona del euro, la desaceleración de la economía china y la falta de una recuperación marcada de la actividad económica en los Estados Unidos de Norteamérica. Si bien las exportaciones de las economías emergentes de Asia registraron un crecimiento superior al de 2012 en lo que va del año, el ritmo se mantuvo muy por debajo de los niveles de 2011. En cuanto a los países desarrollados, se aprecia que continúa el bajo dinamismo observado en 2012. Mientras las exportaciones de los Estados Unidos de Norteamérica registraron una expansión muy modesta hasta abril, los envíos de los países de la zona del euro y de Japón se contrajeron.

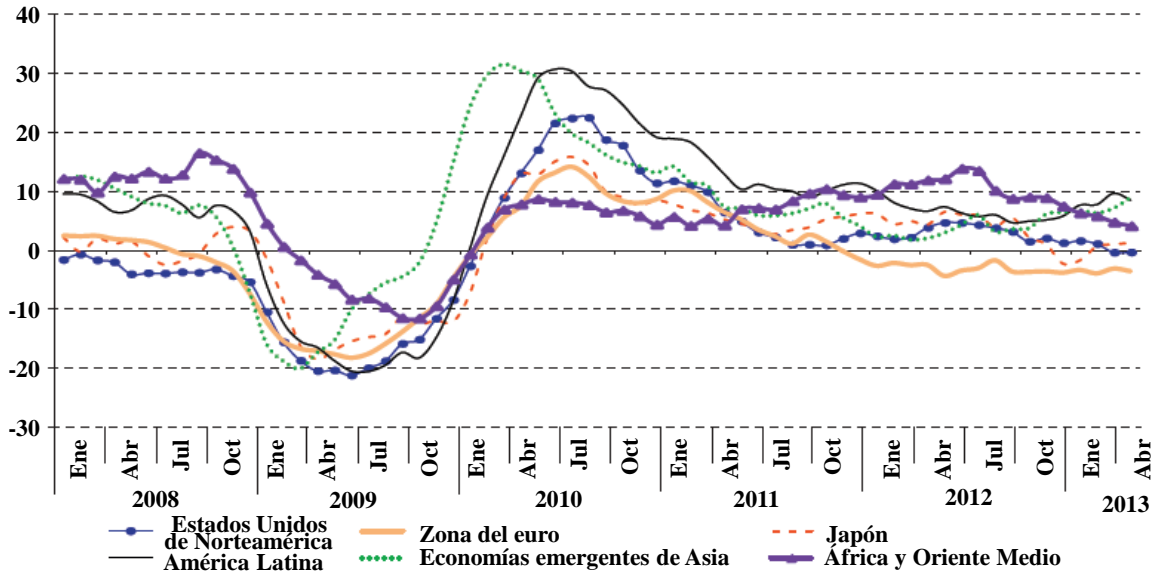
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL VOLUMEN DE EXPORTACIONES MUNDIALES, POR REGIONES, PROMEDIO MÓVIL DE TRES MESES, ENERO DE 2008 A ABRIL DE 2013
-En porcentajes-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB).

La evolución del volumen de importaciones de los países industrializados ha sido similar a la de sus exportaciones. Las importaciones de los Estados Unidos de Norteamérica y Japón no registraron aumentos durante los primeros meses de 2013, lo que representa un deterioro comparado con el crecimiento moderado que se observó en 2012. Por su parte, las importaciones de los países de la zona del euro continuaron reduciéndose. En cuanto a los países emergentes, tanto las importaciones de los países asiáticos como las de América Latina mostraron incrementos superiores a los de 2012. En el caso de los países latinoamericanos, se verificó un crecimiento interanual del 9.0% del volumen importado, frente a un 5.9% en 2012 (véase la gráfica siguiente).

TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL VOLUMEN DE IMPORTACIONES MUNDIALES, POR REGIONES, PROMEDIO MÓVIL DE TRES MESES, ENERO DE 2008 A ABRIL DE 2013
-En porcentajes-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB).

B. La evolución del sector externo en América Latina y el Caribe

1. Se debilitan los términos de intercambio de la región, con diferencias entre países

La evolución decreciente de los precios de varios productos básicos de exportación de la región durante 2012 y lo que va de 2013 puede concebirse como parte de un proceso a mediano y largo plazo de estancamiento e incluso disminución gradual de los precios de estos bienes. Se estima que en ese proceso están incidiendo, por una parte, la perspectiva de una moderación del crecimiento de China, principal destino de varios productos primarios de la región, y por otra, un aumento de la oferta de estos productos en el mundo.

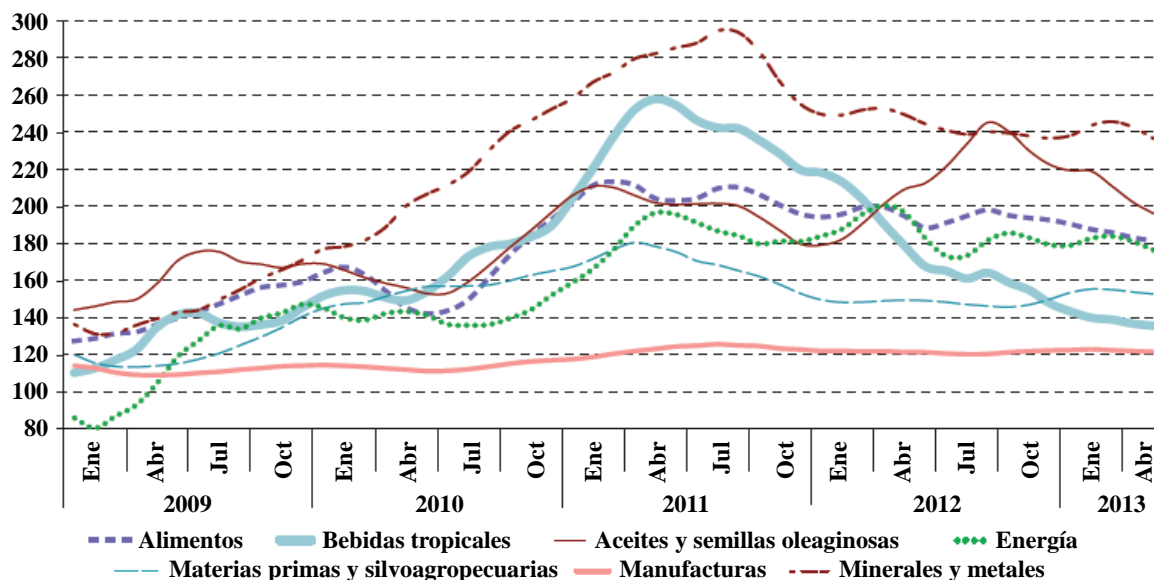
Si bien no se espera un descenso repentino de los precios de estos productos primarios y la volatilidad que los caracteriza no permite hacer estimaciones definitivas, se prevé

que se mantendrían en niveles relativamente altos, aunque menores que los verificados en la década pasada. Como se analiza en la segunda parte del documento original de la CEPAL, las mejoras de los términos de intercambio explican más de un tercio del crecimiento del ingreso nacional disponible que se produjo en la mayor parte de los países de América del Sur durante la última década, por lo que este debilitamiento puede tener consecuencias negativas en la medida en que no se logre diversificar la estructura productiva, especialmente de los sectores transables de la región.

En particular, se constataron descensos de los precios de varios productos de exportación de la región durante el primer semestre de 2013 (véase la gráfica siguiente)¹⁹. Después de la caída inicialmente fuerte de los precios de los minerales y metales en 2012, se produjo una recuperación parcial de estos precios durante el segundo semestre de ese año y con posterioridad, una baja moderada pero continua durante el primer semestre de 2013, hasta un nivel un 3.9% más bajo que el registrado en el mismo período del año anterior y un 5.0% más bajo si se toma enero de 2013 como referencia.

¹⁹ Los datos de precios que se analizan corresponden al período de enero a mayo de 2013.

AMÉRICA LATINA: ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN Y MANUFACTURAS, PROMEDIO MÓVIL DE TRES MESES, ENERO DE 2009 A ABRIL DE 2013^{a/}
-2000=100-



a/ La ponderación de los grupos de productos básicos de exportación se calcula según su participación en la canasta de exportaciones de América Latina.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y del Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB).

En términos interanuales se registraron bajas de los precios del cobre (6.9%), aluminio (8.4%), plata (12.7%), níquel (12.0%) y zinc (2.2%), en tanto que se observó una recuperación de los precios del estaño y del plomo, de un 3.4 y un 6.1%, respectivamente, al compararlos con el mismo período del año anterior. Sin embargo, si se toma enero de 2013 como referencia, se observa que los precios de estos dos productos muestran una baja de un 15.3 y un 12.7%, respectivamente. Por otra parte, el precio del hierro —principal producto básico de exportación de Brasil— anotó un incremento interanual de un 4.2% durante este período, si se toma como referencia el valor de las exportaciones brasileñas. Para el resto de 2013, se espera que el precio de los productos mineros y metálicos en su conjunto registre una moderada caída con relación al nivel observado en 2012. Por su parte, el precio del petróleo, ante las previsiones de un bajo crecimiento mundial y una consecuente desaceleración de la

demanda, sobre todo en la zona del euro, exhibió una disminución importante en el primer semestre del año, del 7.5% en términos interanuales. Sin embargo, el fuerte descenso se debe en parte al hecho de que este precio se había mantenido en niveles relativamente elevados durante los primeros meses de 2012 y había anotado luego una baja significativa en el segundo trimestre del año. Se proyecta que en términos de promedio el precio del petróleo tendrá un leve retroceso en 2013, debido a la previsión de un crecimiento de la actividad económica relativamente bajo en el mundo durante este año.

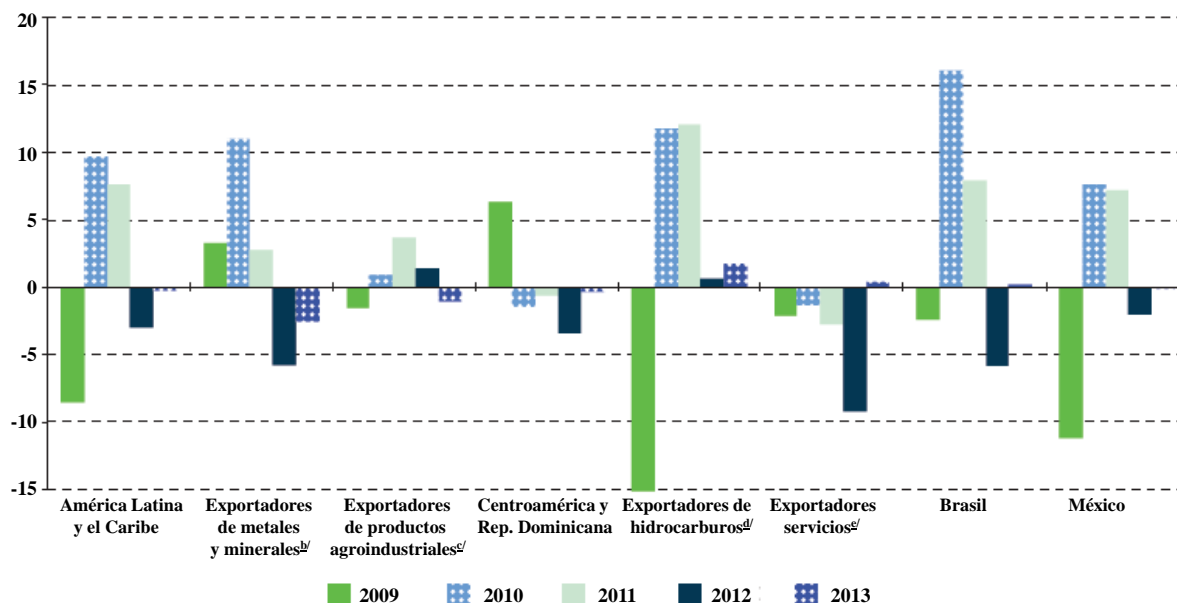
En el grupo de los alimentos, se observó una reducción de los precios del 6.4% durante el primer semestre del año, consecuencia en gran parte de una fuerte caída del precio del azúcar, de un 21.0%. Este resultado obedece a la previsión de un repunte notable de la cosecha de caña en Brasil (el mayor exportador mundial de este producto). Por otra parte, los precios del trigo y del maíz anotaron aumentos importantes, del 15.0 y el 7.5%, respectivamente, en lo que va de 2013, debido a las malas condiciones de crecimiento y a los retrasos en la plantación en los Estados Unidos de Norteamérica, lo que atenuó la caída del precio del rubro alimenticio en su conjunto.

Si bien el consumo de café continuó creciendo a nivel mundial, el incremento de la demanda se mantuvo por debajo de los aumentos de la producción mundial, lo que ocasionó que persistiera el descenso del precio, de un 28% en el primer semestre de 2013, comparado con el mismo período del año anterior. Aunque los precios de los aceites y semillas oleaginosas registraron un aumento de un 2.2% en el primer semestre del año, se espera que esta tendencia se revierta en el resto de 2013 debido a un aumento significativo de la producción de estos cultivos este año, principalmente en Argentina y Paraguay, debido a las favorables condiciones climáticas en América del Sur.

Se estima que estas variaciones tendrán diversos efectos en los términos de intercambio de los países de la región, que dependerán de la estructura de sus exportaciones. Para la región en su conjunto, se proyecta que los términos de intercambio se mantengan en un nivel muy cercano al observado en 2012. En ello inciden los casos de Brasil y México, los dos principales países exportadores de la región. Se prevé que los términos de intercambio de estos dos países se mantendrán sin variación en 2013. En el caso de Brasil, el principal factor que explica esta evolución es el precio favorable al que ha podido vender sus exportaciones de hierro, contrarrestado por el moderado aumento previsto de los precios de sus importaciones. En el caso de México, la evolución de los términos de intercambio obedece a su estructura exportadora, centrada principalmente en productos manufactureros.

La perspectiva de una marcada baja de los precios de los aceites y semillas oleaginosas, consecuencia de la recuperación de la producción de soja en 2013, debido a las favorables condiciones climáticas, se verá reflejada en un leve deterioro de los términos de intercambio del subgrupo de países exportadores de productos agroindustriales (Argentina y Paraguay). Por otra parte, se espera que los términos de intercambio de los países exportadores de minerales y metales (Chile y Perú) experimenten un retroceso en 2013, mientras los términos de intercambio de los países exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela (República Bolivariana de)) se deterioren también, aunque en menor medida y con diferencias entre ellos. En el caso de los países centroamericanos y caribeños, se espera una leve mejora de sus términos de intercambio debido al descenso previsto de los precios de los productos alimenticios y los combustibles, lo que tendrá un impacto positivo en estos países, que son importadores netos de la mayor parte de los alimentos y de productos energéticos (véase la gráfica siguiente).

AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2009-2013^{a/}
-En porcentajes-



a/ Las cifras de 2013 corresponden a proyecciones.

b/ Chile, Guyana, Perú y Suriname.

c/ Argentina, Paraguay y Uruguay.

d/ Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Venezuela (República Bolivariana de) y Trinidad y Tobago.

e/ El Caribe excluidos Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.

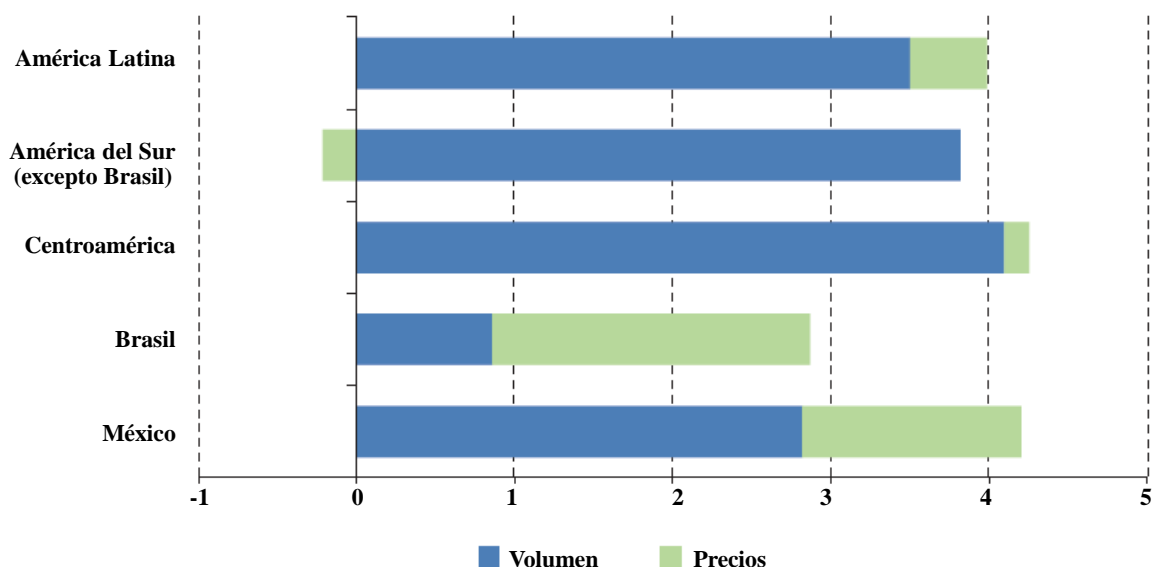
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

2. Las importaciones crecen a un ritmo mayor que las exportaciones

Para 2013 se espera una expansión del 4.0% del valor de las exportaciones de la región, lo que representa una mejora comparada con la tasa del 1.5% registrada en 2012. Sin embargo, este aumento se mantiene muy por debajo de la cifra alcanzada en 2011 (24%). Tal como ocurrió en 2012, y en contraste con los años anteriores, el factor principal que impulsa la expansión del valor de las exportaciones de la mayoría de los países de la región es el incremento del volumen exportado y no el aumento de los precios. Así, el aumento del 4.0% del valor de las exportaciones previsto para 2013 se basa en una proyección de un incremento del 3.5% del volumen exportado, combinado con un aumento medio de los precios del 0.5%, con variaciones entre

productos (véase la gráfica *América Latina: tasa de variación de las exportaciones según volumen y precios, 2013*). Por otra parte, se prevé un incremento del 6% del valor de las importaciones de la región en su conjunto, como resultado de un aumento de un 5.5% en términos de volumen y de un 0.5% en términos de precio (véase la gráfica *América Latina: tasa de variación de las importaciones según volumen y precios, 2013*).

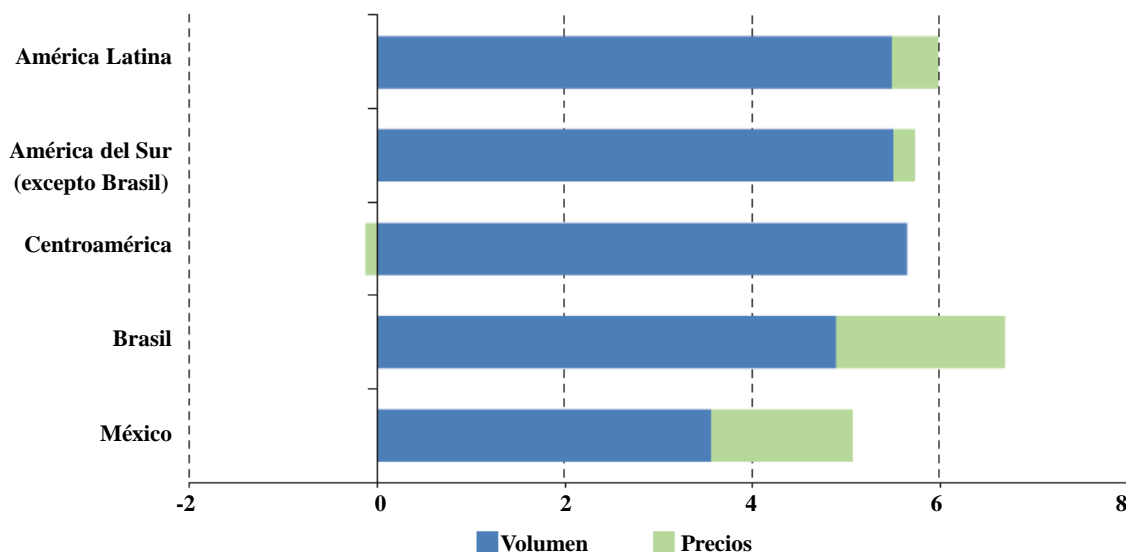
AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES SEGÚN VOLUMEN Y PRECIOS, 2013^{a/}
-En porcentajes-



^{a/} Proyecciones

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

AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN DE LAS IMPORTACIONES SEGÚN VOLUMEN Y PRECIOS, 2013^{a/}
-En porcentajes-



a/ Proyecciones.

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

Las estimaciones anteriores se basan en el bajo desempeño exhibido por las exportaciones de la región a partir del segundo trimestre de 2012, que continuó en los primeros meses de 2013²⁰. En el período de enero a abril, las exportaciones de la región en su conjunto anotan un descenso interanual del 1.2%, aunque con cierta recuperación durante este último mes (véase el cuadro *América Latina: tasa de variación interanual del valor de las exportaciones, enero de 2011 a abril de 2013*)²¹. La caída de los envíos de la región está fuertemente influida por una baja del 2.5% de las exportaciones de los países sudamericanos. El desfavorable contexto, caracterizado por una persistente incertidumbre, y el bajo dinamismo de la demanda externa, principalmente de los países industrializados, siguió teniendo un impacto

²⁰ Parte de este resultado negativo se debe al hecho de que la disminución de las exportaciones de la región empezó en el segundo trimestre de 2012, lo que hace que en términos interanuales la caída del primer trimestre de 2013 aparezca más profunda.

²¹ Esta cifra corresponde a los países que cuentan con datos del período comprendido entre enero y abril de 2013: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Paraguay, Perú y Uruguay.

negativo sobre los flujos comerciales desde la región latinoamericana durante los primeros meses de 2013. La merma de las exportaciones de los países sudamericanos (particularmente Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú) se explica en gran parte por la situación que enfrentan los miembros de la zona del euro, debido a que este mercado representa un destino importante para las exportaciones de estos países y a que los envíos hacia esa zona anotaron fuertes descensos en lo que va de 2013 (véase el cuadro *Unión Europea: tasa de variación interanual del valor de las importaciones según país de origen, enero de 2011 a marzo de 2013*).

**AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL VALOR DE LAS EXPORTACIONES,
ENERO DE 2011 A ABRIL DE 2013**

-En porcentajes-

	2011				2012				2013	
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 ^{a/}
Argentina	29.6	21.5	25.5	18.1	5.5	-8.8	-5.9	-3.1	-2.5	12.7
Bolivia (Estado Plurinacional de)	25.0	29.8	42.5	24.6	21.8	31.7	19.0	39.0	30.8	-3.8
Brasil	30.6	34.3	28.6	15.9	7.5	-7.4	-11.6	-6.1	-7.7	5.4
Chile	29.4	30.3	4.4	-0.2	-1.7	-7.5	-10.1	3.5	-4.1	4.9
Colombia	38.3	45.9	48.0	40.9	22.9	3.0	0.5	-0.2	-9.5	-
Costa Rica	4.0	12.4	11.5	13.0	17.4	9.7	6.5	7.0	-2.4	4.6
Ecuador	29.2	29.4	36.0	17.5	16.1	6.1	5.4	0.2	-0.5	-4.8
El Salvador	28.0	24.1	13.8	6.7	0.6	-8.0	4.2	6.4	-2.9	17.7
Guatemala	26.1	22.6	29.9	13.8	-3.0	-4.6	-3.8	-4.9	-1.3	6.7
Haití	12.1	99.6	27.3	33.9	11.6	-7.4	4.5	0.5	16.7	-
Honduras	54.2	55.2	26.3	27.4	10.4	-0.9	40.5	-0.9	-12.6	-
México	22.8	19.6	16.5	10.5	9.5	5.6	3.6	5.9	-1.4	6.3
Nicaragua	33.0	22.4	12.1	20.5	9.1	14.4	31.9	21.3	-9.1	-11.7
Panamá	28.7	33.4	57.5	15.4	28.1	5.0	-7.4	5.6	-13.2	-
Paraguay	6.9	20.6	41.6	7.5	-4.5	-7.3	-14.3	4.2	36.7	49.2
Perú	27.5	43.9	38.7	13.1	18.5	-9.9	-10.0	-0.4	-15.0	-3.2
República Dominicana	26.6	33.6	27.0	22.6	8.4	-2.0	5.3	11.2	-	-
Uruguay	28.6	9.2	23.5	13.0	13.6	7.2	15.9	4.8	-10.7	-6.0
Venezuela (República Bolivariana de)	26.5	56.4	54.3	29.5	23.3	-5.8	-2.6	7.6	-13.7	-
América Latina	26.9	29.4	25.7	14.8	10.5	-1.6	-3.3	1.7	-5.1	5.9
América del Sur	29.6	35.3	30.4	17.2	10.9	-5.5	-7.1	-0.7	-7.1	5.6
Centroamérica	22.9	20.4	18.1	11.0	9.9	5.2	3.4	5.7	-2.1	6.3

a/ Datos correspondientes a abril. Los montos totales de este período corresponden a los países que cuentan con datos de este mes: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Paraguay, Perú y Uruguay.

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

Por su parte, las importaciones de la región siguieron exhibiendo un crecimiento positivo durante los primeros meses de 2013, aunque a tasas bastante moderadas en comparación con las observadas en años recientes. En el período comprendido entre enero y abril se registró un aumento interanual de las importaciones de un 6.4%, impulsado por un crecimiento del 8.5% de las importaciones de los países de América del Sur (véase el cuadro *América Latina: tasa de variación interanual del valor de las*

importaciones, enero de 2011 a abril de 2013). En ello incidieron la resiliencia de la expansión del consumo y tipos de cambio que se apreciaron durante el primer trimestre del año²². Lo anterior significó que para la región en su conjunto, al mes de abril, se observó una contracción interanual de un 1.2% de las exportaciones y una expansión interanual de un 6.4% de las importaciones.

AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL VALOR DE LAS IMPORTACIONES, ENERO DE 2011 A ABRIL DE 2013

-En porcentajes-

	2011				2012				2013	
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 ^{a/}
Argentina	38.5	37.8	34.0	16.4	-0.1	-10.8	-13.2	-4.9	4.9	32.0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	28.5	31.3	47.4	38.4	23.4	9.8	-5.0	8.2	10.2	19.0
Brasil	25.4	33.3	20.9	19.8	9.5	0.4	-11.1	-1.7	6.3	15.7
Chile	37.1	31.1	27.6	18.2	7.1	3.6	0.8	11.1	6.0	12.5
Colombia	38.0	43.4	31.1	25.8	16.1	11.6	5.9	3.7	1.0	-
Costa Rica	21.7	15.8	20.9	19.7	13.5	9.3	2.2	9.0	-0.1	21.0
Ecuador	23.5	20.8	13.2	15.8	13.1	4.5	6.3	-6.9	6.2	-1.5
El Salvador	22.7	19.4	24.0	8.2	5.9	-3.3	2.4	7.8	0.2	14.3
Guatemala	26.1	26.7	19.3	9.8	7.1	-1.1	-2.4	6.3	0.5	21.6
Haití	23.4	30.1	-13.5	1.1	-1.8	-9.6	-19.9	-12.6	1.7	-
Honduras	21.7	30.0	32.6	21.8	16.5	-4.1	3.7	7.2	-6.7	-
México	20.6	17.8	18.1	10.0	10.0	5.6	0.5	7.2	1.6	11.8
Nicaragua	39.3	20.9	22.1	19.5	13.8	17.5	7.1	11.6	-7.6	4.7
Panamá	36.6	30.5	44.7	22.4	13.5	5.5	3.2	6.2	-0.7	-
Paraguay	27.9	31.9	28.4	7.6	-2.9	-11.2	-10.0	-2.8	12.9	21.5
Perú	29.4	44.8	24.0	18.0	16.7	4.5	13.7	10.7	6.6	9.6
República Dominicana	17.0	12.2	8.8	9.5	8.8	-0.7	5.8	-1.1	-	-
Uruguay	48.1	34.5	25.3	0.8	11.4	7.9	7.8	7.5	-8.9	12.9
Venezuela (República Bolivariana de)	18.9	23.5	18.8	26.0	52.2	5.4	23.6	33.5	1.9	-
América Latina	25.6	26.8	21.4	15.5	11.5	2.8	-1.5	5.5	3.4	14.3
América del Sur	29.7	33.6	24.5	19.5	12.7	1.3	-2.7	4.3	4.9	16.1
Centroamérica	20.5	17.9	17.1	10.0	9.9	5.0	0.3	7.2	1.3	12.5

a/ Datos correspondientes a abril. Los montos totales de este período corresponden a los países que cuentan con datos de este mes: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Paraguay, Perú y Uruguay.

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

²² Como se explica más adelante, al analizar las políticas monetaria, cambiaria y macroprudencial, la tendencia a la apreciación se detuvo y se revirtió después de mayo de 2013.

**UNIÓN EUROPEA: TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL VALOR DE LAS IMPORTACIONES
SEGÚN PAÍS DE ORIGEN,
ENERO DE 2011 A MARZO DE 2013
-En porcentajes-**

	Participación en 2011 ^{a/}	2011				2012				2013
		Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1
Argentina	16.9	34.9	24.5	8.3	0.2	-1.0	-8.3	2.0	-20.2	-29.5
Bolivia (Estado Plurinacion al de)	8.7	24.9	-17.6	-8.5	27.7	-17.2	0.1	20.1	45.2	37.0
Brasil	20.7	29.7	23.4	19.1	-0.1	3.1	-3.7	-11.4	-5.7	-13.8
Chile	17.7	33.9	28.1	11.0	-2.4	-11.4	-16.8	-9.4	-14.1	-10.3
Colombia	15.6	32.1	35.2	59.9	54.9	72.0	41.5	3.1	0.2	-33.3
Costa Rica	17.9	5.3	-1.5	-0.1	27.1	38.5	19.3	15.7	1.9	-19.8
Ecuador	12.0	22.0	14.0	5.8	25.2	0.0	0.8	24.5	-6.8	-2.9
El Salvador	6.0	47.5	66.2	30.4	88.5	-27.2	-38.3	-26.8	-24.5	-22.9
Guatemala	6.8	29.1	49.5	17.8	9.1	5.7	-0.5	19.8	23.9	-6.4
Honduras	27.6	67.4	47.7	47.5	7.6	18.2	6.2	9.0	55.5	-23.8
México	5.5	39.2	12.8	23.6	17.5	11.0	27.3	16.4	7.2	3.4
Nicaragua	12.1	40.7	27.6	56.5	8.5	1.7	-4.9	-4.3	16.6	-14.6
Panamá	3.4	-70.5	-20.1	-15.6	-40.6	56.5	79.3	-9.0	-37.6	12.7
Paraguay	9.1	0.2	22.0	9.5	42.6	88.4	-38.1	-19.7	-31.9	19.2
Perú	18.2	49.2	21.7	16.2	14.0	-0.9	3.4	0.5	-8.4	-12.8
República Dominicana	12.8	7.0	-0.1	2.9	-18.1	21.7	2.3	-0.1	-4.4	-3.9
Uruguay	14.9	17.0	-1.9	-11.1	11.6	-6.6	-18.1	-3.4	-3.5	10.0
Venezuela (República Bolivariana de)	6.1	21.4	-7.1	1.8	22.3	0.8	21.6	22.2	-7.7	-3.7
Total	13.0	30.0	19.4	16.7	9.5	8.0	3.1	-0.3	-4.9	-12.9

a/ Las cifras corresponden al porcentaje que las exportaciones hacia la Unión Europea representan en las exportaciones totales del país.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de la Oficina de Estadística de las Comisiones Europeas (EUROSTAT).

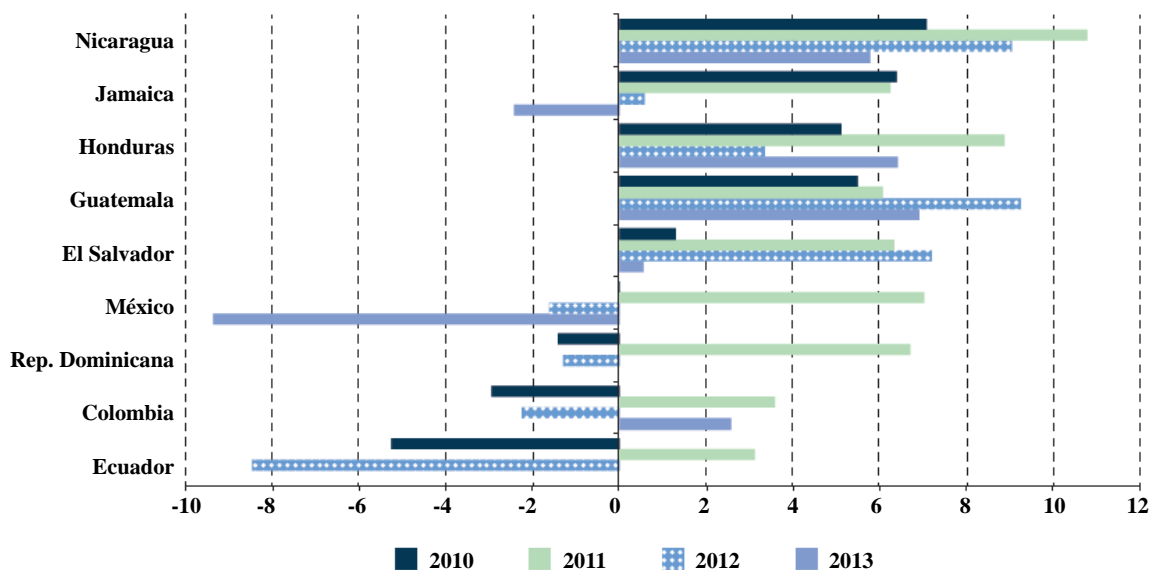
3. Persiste la contracción de las remesas provenientes de Europa

Durante los primeros meses de 2013, se observó una gran heterogeneidad entre los países en cuanto a la evolución de los ingresos por concepto de remesas de trabajadores emigrados (véase la gráfica *América Latina y el Caribe (países seleccionados)*): *tasa de variación de los ingresos por remesas de emigrados,*

2010-2013). Se constatan aumentos significativos de los flujos de remesas a Guatemala (6.9%), Honduras (6.4%) y Nicaragua (5.8%). Estos incrementos se explican por una relativa mejora de las perspectivas de la actividad económica y del mercado laboral de los Estados Unidos de Norteamérica, principal receptor de los migrantes de Guatemala y Honduras; en el caso de Nicaragua, el crecimiento económico de Costa Rica se suma al de los Estados Unidos de Norteamérica como causa del aumento de las remesas recibidas, puesto que ambos son un destino importante de los migrantes de ese país. El bajo crecimiento registrado en el flujo de remesas a Colombia refleja la coyuntura laboral todavía difícil en España, principal destino de los migrantes colombianos, donde la tasa de desempleo siguió aumentando en los primeros meses de 2013 hasta superar el 27%. Se destaca la fuerte caída del flujo de remesas hacia México, el mayor receptor de remesas en América Latina, de un 9.3% en los primeros cuatro meses del año. En la evolución de las remesas enviadas a México pareciera estar incidiendo la reversión de los flujos emigratorios del país hacia los Estados Unidos de Norteamérica. De acuerdo con estimaciones del Centro de Investigación Pew, en el último año el número de emigrantes mexicanos a los Estados Unidos de Norteamérica ha sido contrarrestado por el número de trabajadores emigrados que regresan a México²³.

²³ Véase: *Net Migration from Mexico Falls to Zero—and Perhaps Less* [en línea] <http://www.pewhispanic.org/2012/04/23/net-migrationfrom-mexico-falls-to-zero-and-perhaps-less/>.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): TASA DE VARIACIÓN DE LOS INGRESOS POR REMESAS DE EMIGRADOS, 2010-2013^{a/}
-En porcentajes-



a/ Las cifras de 2013 corresponden a distintos períodos según los países. Jamaica y Nicaragua, primer trimestre; Colombia, Honduras y México, de enero a abril; El Salvador y Guatemala, de enero a mayo. No se cuenta con datos de 2013 de Ecuador y República Dominicana.

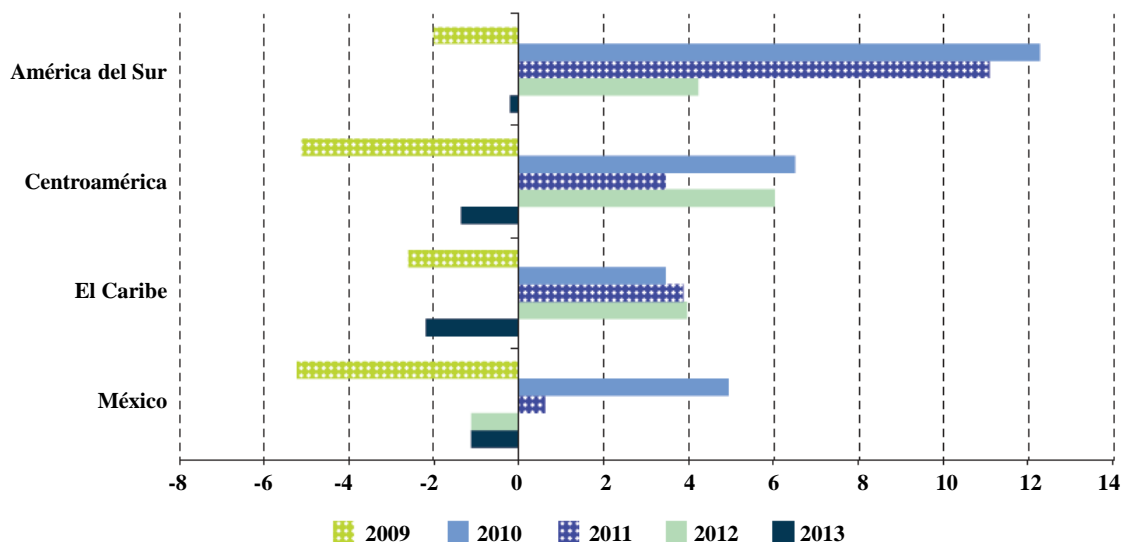
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

4. Se contrae ligeramente el turismo

En cuanto al flujo internacional de turistas hacia la región, durante los primeros meses de 2013 se registraron caídas de las tasas interanuales tanto de la región en su conjunto como de todas las subregiones, América del Sur, Centroamérica, el Caribe y México (véase la gráfica *América Latina y el Caribe: tasa de variación interanual de las llegadas de turistas internacionales, 2009-2013*). La reducción del número de turistas que llegan a la región refleja un contexto externo de incertidumbre y bajo crecimiento económico. En los casos de México, Centroamérica y el Caribe, subregiones donde el turismo es una fuente de ingresos esencial para las economías, se anotaron caídas del 1.1, el 1.3 y el 2.2%, respectivamente, mientras en América del Sur se registró un leve retroceso, del 0.2%. Esta última cifra contrasta con los aumentos importantes observados en los flujos turísticos a los países sudamericanos a partir de 2010. En este caso, el estancamiento reciente de las llegadas turísticas sería

reflejo de la desaceleración de la actividad económica en la propia región, que incide en el flujo de turismo intrarregional y de negocios.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES, 2009-2013^{a/}
-En porcentajes-



a/ Las cifras de 2013 corresponden al primer trimestre.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de la Organización Mundial del Turismo (OMT).

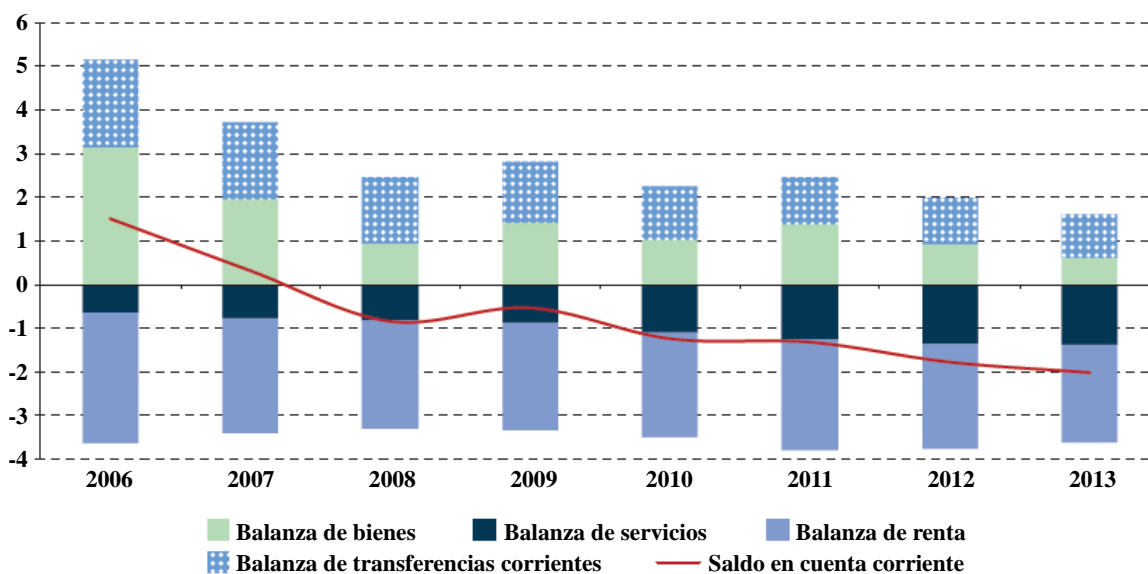
5. Se deteriora levemente la cuenta corriente

El mayor crecimiento previsto de las importaciones respecto de las exportaciones para 2013 producirá un deterioro de la balanza de bienes. Como resultado, se estima que el superávit se reducirá del 0.9% del PIB en 2012 al 0.6% del PIB en 2013. A la vez, la falta de dinamismo en la evolución de los flujos turísticos a la región significaría que el déficit de la balanza de servicios se mantendrá en el 1.4% del PIB en 2013. Por consiguiente, se estima que la balanza comercial (de bienes y servicios) podría alcanzar un déficit del 0.8% del PIB en 2013, frente a un déficit del 0.4% del PIB registrado en 2012. Se espera una evolución ligeramente negativa de la balanza de transferencias, que anotaría un superávit del 1% del PIB en 2013, frente a un superávit del 1.1% del PIB en 2012. Este resultado se debe en gran medida a la tendencia a la

baja de las remesas de trabajadores emigrados enviadas a México. A su vez, se estima que se producirá una leve mejora de la balanza de renta (cuyo déficit se reducirá del 2.4% del PIB en 2012 al 2.3% del PIB en 2013), a raíz del estancamiento o reducción de los precios de varios productos básicos de exportación, lo que incidiría negativamente en los resultados de las empresas extranjeras que operan en la región o que invierten en ella, con la consiguiente reducción de las remesas de utilidades.

El deterioro de la balanza comercial, producto de un crecimiento de las importaciones superior al de las exportaciones, sería el factor determinante de los cambios de la cuenta corriente en 2013. Como consecuencia, el déficit de la cuenta corriente del conjunto de América Latina, en comparación con un nivel del 1.8% del PIB en 2012, aumentaría en 2013 al 2.0% del PIB, el mayor en términos relativos desde 2001 (véase la gráfica siguiente).

AMÉRICA LATINA: ESTRUCTURA DE LA CUENTA CORRIENTE, 2006-2013^{a/}
-En porcentajes del PIB-



a/ Las cifras de 2013 corresponden a proyecciones.

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

6. Se mantiene el acceso al financiamiento externo, no obstante la volatilidad financiera

En lo transcurrido de 2013, se han mantenido las tendencias del financiamiento externo de América Latina. Se observa una continuidad del flujo neto de inversión extranjera directa y de la inversión de cartera, así como cierta (menor) acumulación de reservas internacionales, como en 2012 (véase la gráfica *América Latina (14 países): saldo de la cuenta corriente y componentes de la cuenta financiera, enero de 2010 a marzo de 2013*). En términos de flujos brutos, la inversión extranjera directa hacia la región se aceleró desde el cuarto trimestre de 2010 y ha mantenido hasta 2013 un ritmo trimestral de entre 30 billones de dólares y 35 billones de dólares. Parte de estos flujos de inversión directa corresponden a inversión intrarregional, que se expresa en flujos de salidas de inversión al extranjero que se incrementaron desde fines de 2011, exhibiendo un ritmo trimestral de entre 9 billones de dólares y 14 billones de dólares²⁴.

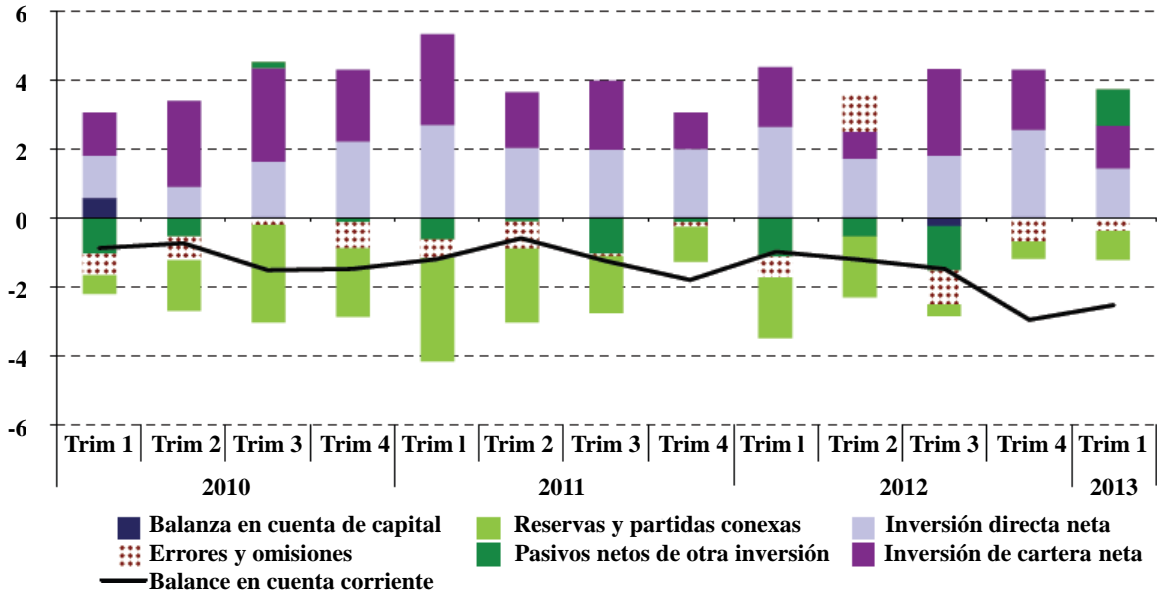
Durante 2012, América Latina continuó enfrentando sin dificultades la variabilidad de los mercados financieros mundiales y accediendo en forma expedita a sus recursos. De este modo, el déficit en cuenta corriente, que en promedio alcanzó el 1.8% del PIB regional, fue ampliamente compensado por los flujos netos de inversión extranjera directa (2.2% del PIB) e inversión de cartera (1.7% del PIB), aunque hubo salidas netas de otros flujos financieros más volátiles, por un monto equivalente al 1% del PIB, levemente superior al exhibido en años anteriores. Este conjunto de factores posibilitaron un nuevo aumento de las reservas internacionales, equivalente al 1% del PIB en 2012, que representa el menor incremento de reservas desde 2009, año en que se expresaron con fuerza los efectos de la crisis financiera mundial. Durante el primer trimestre de 2013, los flujos netos de inversión extranjera directa y de inversión de

²⁴ Para hacer posible la comparación en el tiempo, en estas cifras se incluye solo a los seis países de los que existe información trimestral de 2013 al momento de realizar este análisis (Brasil, Chile, México, Panamá, Perú y Venezuela (República Bolivariana de)). Las cifras están enunciadas en notación numérica de los Estados Unidos de Norteamérica.

cartera continuaron a un ritmo del 1.4% del PIB regional y el 1.2% del PIB regional, respectivamente, y los otros pasivos netos de inversión, que corresponden a flujos de corto plazo de depósitos transfronterizos y créditos bancarios, fueron positivos por primera vez en varios trimestres, alcanzando el equivalente al 1% del PIB regional, como resultado en forma casi exclusiva de las entradas a Brasil. De este modo, en conjunto con un déficit en cuenta corriente superior al 2% del PIB regional, las reservas internacionales nuevamente se incrementaron un 0.8% del PIB.

La continuidad del acceso a los flujos de financiamiento externo en 2013 se relaciona con mejoras de largo plazo en materia del nivel de endeudamiento externo, reservas internacionales y otros factores, que se han reflejado en el alza sostenida de las calificaciones de la deuda de muchos países de América Latina. No obstante, el riesgo medido a través de los diferenciales (*spreads*) de los bonos soberanos ha seguido las fluctuaciones asociadas a la incertidumbre que se origina principalmente en la situación de algunas economías europeas. Así, durante la primera parte de 2012 se apreció cierta volatilidad y una tendencia al alza de los riesgos soberanos, que fue finalmente contrarrestada una vez que el Banco Central Europeo (BCE) reformuló drásticamente su política en apoyo a la sostenibilidad de la deuda de los gobiernos de la zona del euro.

AMÉRICA LATINA (14 PAÍSES): SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE Y COMPONENTES DE LA CUENTA FINANCIERA, ENERO DE 2010 A MARZO DE 2013^{a/}
-En porcentajes del PIB regional-



a/ Las cifras del primer trimestre de 2013 corresponden a un conjunto de seis países que representan cerca del 76.5% del PIB de América Latina en 2012: Brasil, Chile, México, Panamá, Perú y Venezuela (República Bolivariana de). No se dispone de datos trimestrales de la balanza de pagos de los países del Caribe.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras Latin Finance Bonds Database, JP Morgan y Merrill Lynch.

Desde entonces y durante el primer semestre de 2013 varios diferenciales (*spreads*) de la región iniciaron una leve tendencia a la disminución. Esta dinámica de la percepción de riesgos ha estado continuamente afectada por la reacción de corto plazo de inversionistas financieros ante los diversos anuncios sobre posibles cambios en la política monetaria de los Estados Unidos de Norteamérica y la evolución del crecimiento mundial. Sin embargo, algunos países de la región continúan exhibiendo elevados diferenciales, que se relacionan con factores específicos de cada uno (véase el cuadro siguiente).

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (15 PAÍSES): RIESGO PAÍS MEDIDO A TRAVÉS DE LOS DIFERENCIALES
(SPREADS) DE LOS BONOS EXTERNOS (EMBI GLOBAL) (EMBIG),
enero 2010 – junio 2013
-En puntos básicos-**

Sector	Promedios anuales			2012				2013					
	2010	2011	2012	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
Argentina	696	701	1 007	854	1 095	1 012	1 066	1 102	1 287	1 307	1 210	1 167	1 199
Belice	818	1 011	1 968	1 656	1 706	2 195	2 317	1 558	1 350	789	777	734	872
Brasil	209	195	184	200	213	175	149	154	178	190	173	208	243
Chile	131	140	150	157	171	148	124	124	140	153	141	153	180
Colombia	194	166	150	171	172	136	119	132	141	147	131	167	193
Ecuador	954	819	827	810	877	795	826	704	704	700	647	626	665
El Salvador	322	383	450	470	486	442	400	332	341	350	366	382	436
Jamaica	492	485	656	624	634	662	702	668	691	680	686	653	623
México	191	188	190	208	213	178	163	165	180	182	169	196	223
Panamá	181	172	165	182	188	155	133	140	163	169	149	160	218
Perú	179	194	158	191	185	138	118	129	138	147	132	159	201
República Dominicana	373	453	459	535	511	439	349	344	394	385	379	359	401
Trinidad y Tobago													
Uruguay	219	200	176	200	213	156	134	132	164	173	153	173	235
Venezuela (República Bolivariana de)	1 107	1 213	996	1 003	1 088	1 019	875	746	737	797	821	878	976
América Latina y el Caribe (15 países)	433	451	538	519	554	547	534	519	536	540	424	430	476

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global).

7. Ha cambiado la composición del financiamiento externo y se ha ampliado el número de países que tuvieron acceso a él

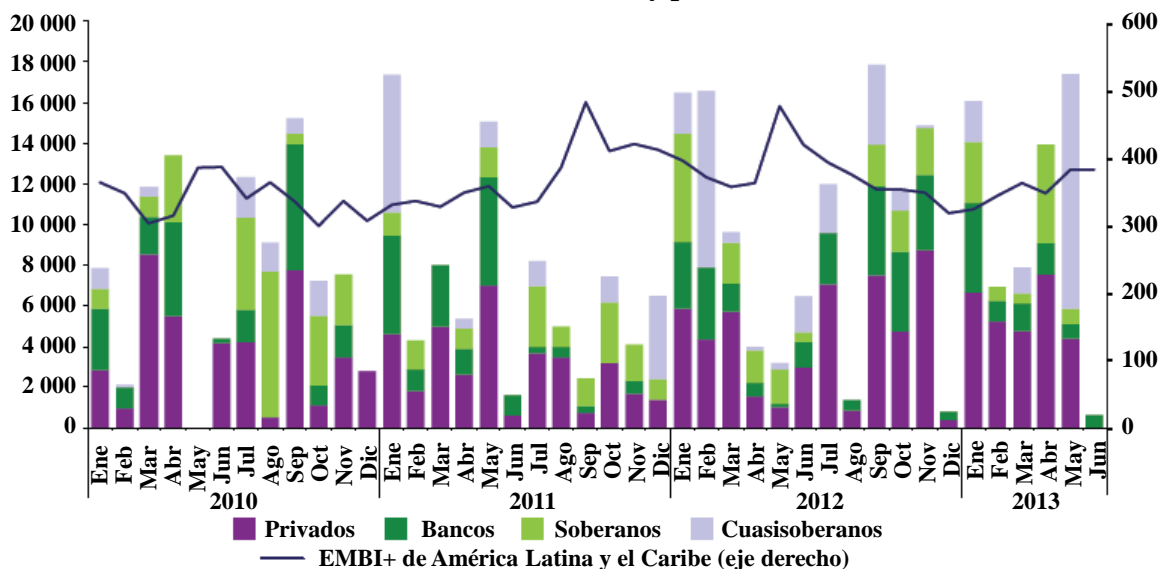
Las emisiones de bonos externos continuaron siendo muy dinámicas en 2012 y durante los primeros seis meses de 2013, pero su composición presentó cambios significativos. En el primer semestre de 2012 las emisiones de bonos soberanos y cuasisoberanos se mantuvieron muy dinámicas. Desde entonces y hasta el presente, han sido los bancos y las empresas privadas los que han aprovechado los bajos costos de endeudamiento y la calidad de riesgo de la región para obtener fondos en el exterior incrementando significativamente su emisión de bonos. En términos del total de bonos emitidos, en el primer semestre de 2013 la región emitió 62 mil 207 millones de dólares, que representan más de la mitad del monto emitido el año anterior, por lo que se proyecta que el total de 2013 superará al de 2012 (véanse el cuadro y la gráfica siguientes).

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES):
EMISIONES DE BONOS EXTERNOS,
Enero de 2010 a junio de 2013
-En millones de dólares-

País	2010	2011	2012	Enero a junio de 2013
Argentina	3 146	2 193	663	0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0	0	500	0
Brasil	38 230	38 147	50 092	25 675
Chile	6 750	6 049	9 443	5 931
Colombia	1 912	6 411	7 459	4 200
Costa Rica	0	250	1 250	1 500
Ecuador	0	0	0	0
El Salvador	450	654	800	310
Guatemala	0	150	1 400	800
Honduras	20	0	0	500
México	26 882	18 921	28 147	11 399
Panamá	0	897	1 100	750
Paraguay	0	100	500	500
Perú	4 693	2 455	7 240	4 875
República Dominicana	1 034	750	750	1 000
Uruguay	0	1 493	500	0
Venezuela (República Bolivariana de)	7 200	3 000	0	0
Jamaica	1 075	694	1 750	1 300
Trinidad y Tobago	0	175	0	0
América Latina y el Caribe	91 392	82 339	111 594	59 040

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de Latin Finance Bonds Database, JP Morgan y Merrill Lynch.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES): EMISIONES DE BONOS EXTERNOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES Y RIESGO SEGÚN EMBI+, ENERO DE 2010 A JUNIO DE 2013
-En millones de dólares y puntos base-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de Latin Finance Bonds Database, JP Morgan y Merrill Lynch.

Cabe destacar que en 2012 y 2013, nuevos países se han incorporado a la utilización de estos recursos: Bolivia (Estado Plurinacional de) y Honduras, ambos con emisiones soberanas por 500 millones de dólares, y Guatemala, con emisiones soberanas, corporativas y de bancos por un total de 2 mil 200 millones de dólares. De enero a mayo de 2013, los principales países que han emitido bonos externos han sido Brasil (debido en especial a las emisiones de Petrobras), México y Perú.

En el caso del Caribe, este panorama presenta diferencias importantes, que se agudizan cuando se excluyen las cifras de Trinidad y Tobago, que afectan los resultados agregados, debido al tamaño y estructura exportadora del país, distinta del resto de la subregión. Así, excluido ese país, el déficit en cuenta corriente alcanzó a un 11% del PIB subregional y fue compensado en parte por flujos netos de inversión extranjera directa equivalentes al 4% del PIB subregional y de inversión de cartera y otros pasivos equivalentes al 6% del PIB subregional. Como resultado, las reservas

internacionales se contrajeron en un monto equivalente al 1% del PIB de la subregión en 2012.

C. Las políticas macroeconómicas

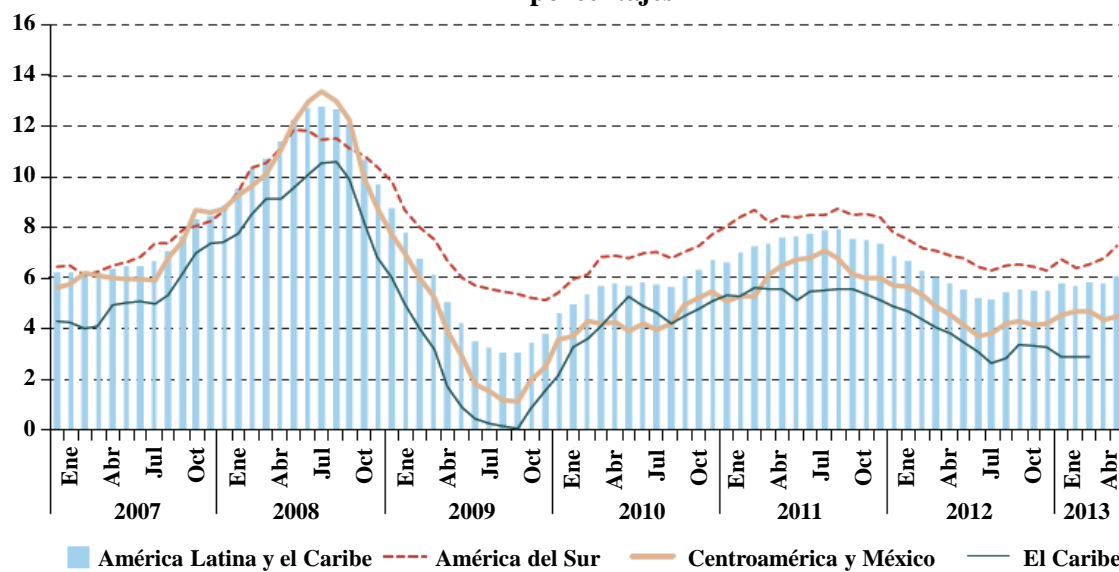
1. Las presiones inflacionarias han aumentado ligeramente

En algunos países de la región se ha otorgado a la política monetaria una orientación contractiva, en ciertos casos ante el aumento de presiones inflacionarias. En los primeros cinco meses de 2013, la inflación regional aumentó ligeramente con relación a diciembre de 2012. En mayo de 2013, la inflación regional acumulada en 12 meses era de un 6%, superior al 5.5% anotado en diciembre de 2012 y también levemente superior al 5.8% registrado en mayo de ese año.

Al margen del cuadro regional, existen diferencias entre los países. En mayo de 2013, Venezuela (República Bolivariana de) y Argentina son los dos países de la región que anotan una inflación de dos dígitos. En la República Bolivariana de Venezuela, el significativo incremento de los precios al consumidor obedece en buena medida al impacto en los precios internos de la devaluación de la moneda nacional ocurrida en febrero de 2013 y al aumento de la escasez de productos. En Argentina, las estimaciones de institutos estadísticos provinciales son indicativas de una inflación elevada. La tasa de inflación media informada por las provincias donde se realiza una medición mensual del índice de precios al consumidor (Neuquén, San Luis, Santa Fe y Tierra del Fuego) fue del 20.5% en 12 meses a abril de 2013. En Uruguay y Haití se registran tasas de inflación en 12 meses del 8.1 y el 7.3%, respectivamente, a la vez que las tasas de inflación más bajas se registran en El Salvador (0.1%), Chile (0.9%), Paraguay (0.9%), Colombia (2%) y algunas economías de la Unión Monetaria del Caribe Oriental. Por subregiones, en América del Sur se registra una tasa de inflación media más elevada, impulsada por el aumento de los precios al consumidor en la República Bolivariana de Venezuela, a la vez que en Centroamérica y México,

aunque con alguna volatilidad, la tasa de inflación ha mantenido una tendencia al alza (véase la gráfica siguiente).

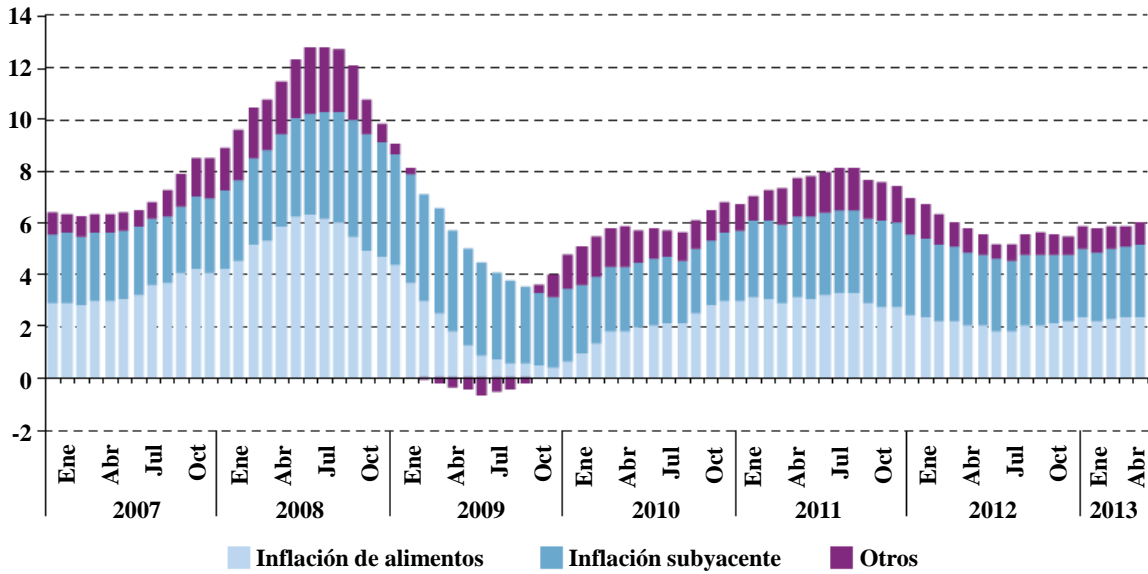
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASAS DE VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR EN 12 MESES, PROMEDIO SIMPLE, ENERO DE 2007 A MAYO DE 2013
-En porcentajes-



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

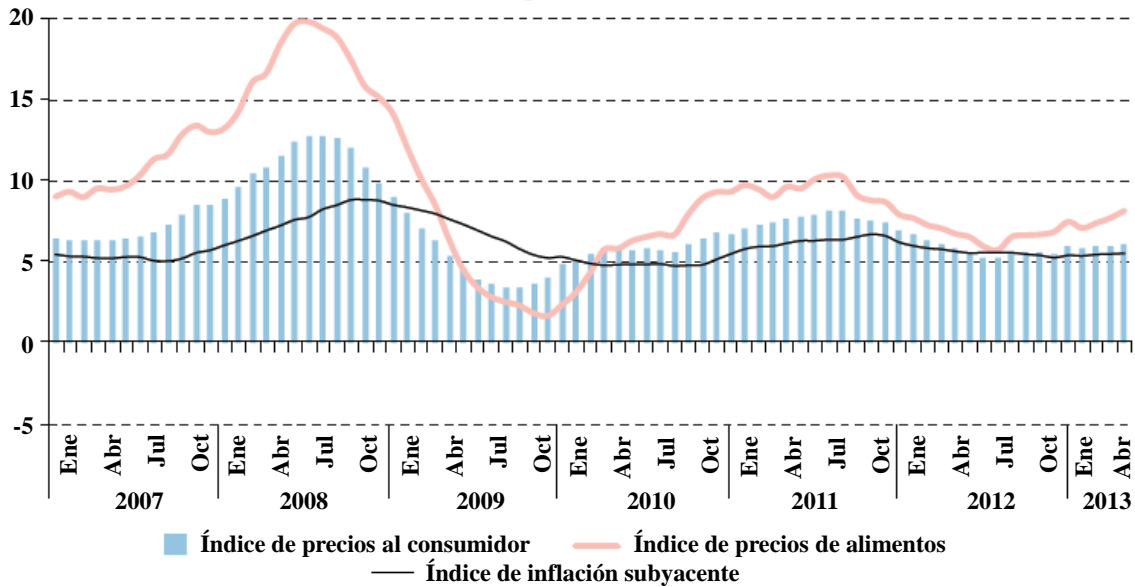
El paulatino incremento de la inflación regional en los últimos meses responde tanto al alza de los precios de los alimentos como a la inflación subyacente (véase la gráfica *América Latina: tasas de variación del índice de precios al consumidor en 12 meses y contribuciones a la inflación, promedio simple, enero de 2007 a mayo de 2013*). Los precios medios del rubro de alimentos y bebidas aumentaron un 8.2% en 12 meses a mayo de 2013 (frente a alzas del 6.9% en 12 meses a diciembre de 2012 y del 7.1% en 12 meses a abril de 2012). Al mismo tiempo, la inflación subyacente aumentó a un 5.5% en 12 meses a mayo de 2013, lo que representa un alza frente al 5.2% (en 12 meses) a diciembre de 2012, pero una disminución frente al 5.7% (en 12 meses) a abril de 2012 (véase la gráfica *América Latina: tasas de variación del índice de precios al consumidor, índice de precios de alimentos e índice de inflación subyacente en 12 meses, promedio simple, enero de 2007 a mayo de 2013*).

AMÉRICA LATINA: TASAS DE VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR EN 12 MESES Y CONTRIBUCIONES A LA INFLACIÓN, PROMEDIO SIMPLE, ENERO DE 2007 A MAYO DE 2013
-En porcentajes-



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

AMÉRICA LATINA: TASAS DE VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS E ÍNDICE DE INFLACIÓN SUBYACENTE EN 12 MESES, PROMEDIO SIMPLE, ENERO DE 2007 A MAYO DE 2013
-En porcentajes-



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

En los 12 meses anteriores a mayo de 2013, las mayores tasas de inflación de alimentos se registran en Venezuela (República Bolivariana de) (49.6%) y Jamaica (15.4%) y, en segundo término, en Brasil (13.5%) y Uruguay (9.5%). Destacan asimismo algunos países en que se verifica una diferencia importante entre el comportamiento del índice de precios al consumidor y la inflación de alimentos, lo que plantea serios desafíos en materia distributiva, debido al impacto recesivo del aumento del precio de los alimentos, como consecuencia de su mayor peso en el presupuesto de los hogares de menores ingresos (véase el recuadro *Inflación diferencial y distribución del ingreso: la otra cara de la mejora de los términos de intercambio*). Es así como en Santa Lucía la inflación de alimentos es 7.2 puntos porcentuales superior a la inflación general al consumidor. Otros países en que esta diferencia es considerable son Guyana (seis puntos porcentuales), Chile (4.7 puntos porcentuales), Guatemala (4.3 puntos porcentuales) y México (3.4 puntos porcentuales) (véase la gráfica *América Latina: tasas de variación del índice de precios al consumidor y del índice de precios de alimentos en 12 meses a mayo de 2013*).

Inflación diferencial y distribución del ingreso: la otra cara de la mejora de los términos de intercambio

El aumento de la demanda internacional de materias primas impulsó una sostenida mejora de los precios medios de las exportaciones de América Latina y el Caribe, que se tradujo en una mejora de los términos de intercambio de la región y que representó un incremento del ingreso nacional de estas economías medido a precios constantes¹. Este efecto se observa, en particular, en los países de América del Sur que son exportadores netos de petróleo, metales o alimentos, en los que explica cerca de la tercera parte del incremento observado del ingreso disponible en los últimos diez años². En cambio, el impacto ha sido nulo o incluso negativo en la mayor parte de los países de Centroamérica y el Caribe, importadores netos de estos

productos.

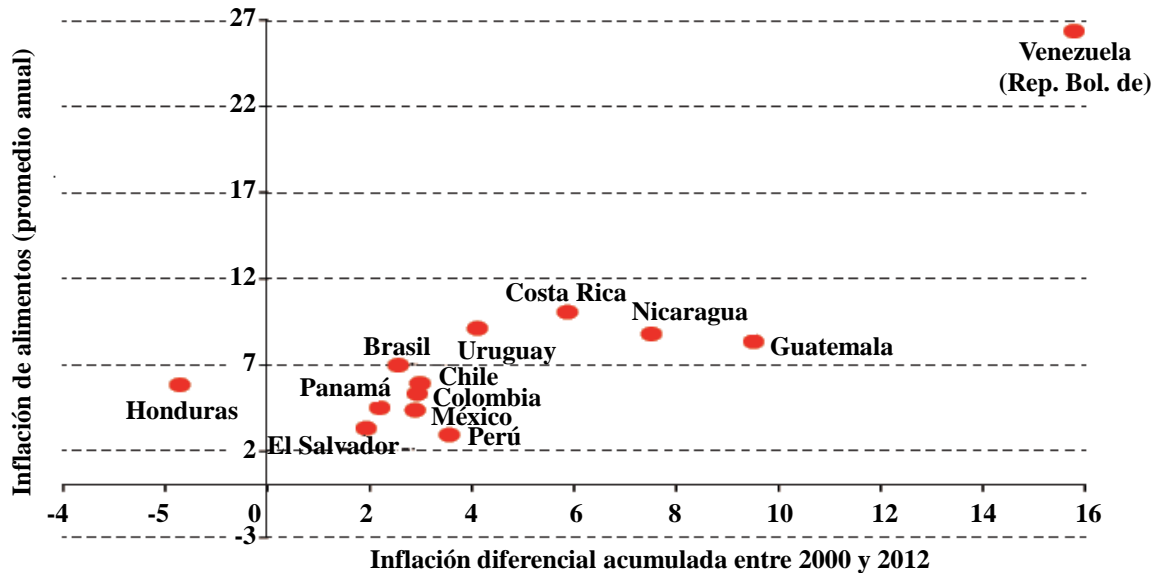
Al margen de su condición de exportadores o importadores netos de materias primas, el aumento de precios internacionales de estos productos tiene un impacto sobre los precios internos de los países de la región, que afecta de manera diferente a los distintos sectores de la población. Puesto que los alimentos tienen una mayor participación en la canasta de consumo típica de los estratos de menor ingreso de la población y los precios de estos bienes han evolucionado por encima del promedio de los precios de los bienes y servicios que integran esa canasta, cabe esperar que se produzca un impacto distributivo regresivo, derivado del mayor encarecimiento relativo de la canasta de bienes que consumen los sectores más pobres de la población.

A fin de evaluar este efecto, se estimó la evolución de la tasa de inflación para los diferentes deciles de la distribución del ingreso de 13 países de la región: Brasil, Chile, Colombia, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de), en América del Sur; Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá, en Centroamérica, y México. Para ello, se contó con la información de la estructura del consumo por deciles, procesada sobre la base de los datos de las últimas encuestas disponibles de gastos de los hogares y de la información desagregada sobre los precios de los bienes y servicios que integran el índice de precios al consumidor de ese conjunto de países.

Como indicador sintético del efecto diferencial de la inflación en función de las diferencias en la composición de la canasta de consumo por deciles, se calculó la proporción entre el incremento medio de los precios correspondiente a las canastas de los primeros cuatro deciles (de ingreso medio más bajo) y el correspondiente a las canastas de los dos últimos deciles (de ingreso medio más alto) de la distribución. En términos acumulados, los mayores diferenciales se observan en la República

Bolivariana de Venezuela y, en menor medida, en Guatemala, Nicaragua y Costa Rica, países en que se registró la mayor inflación de alimentos en el período analizado, como se muestra en la gráfica siguiente.

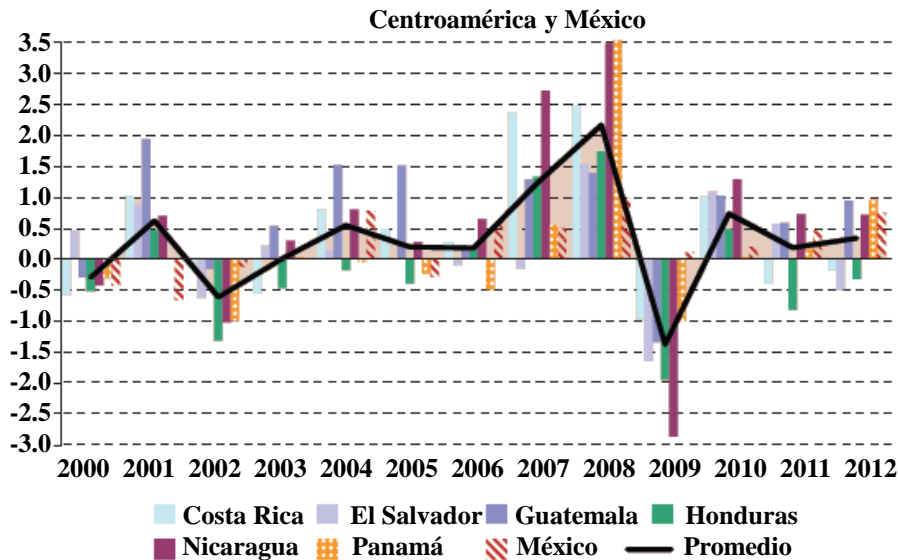
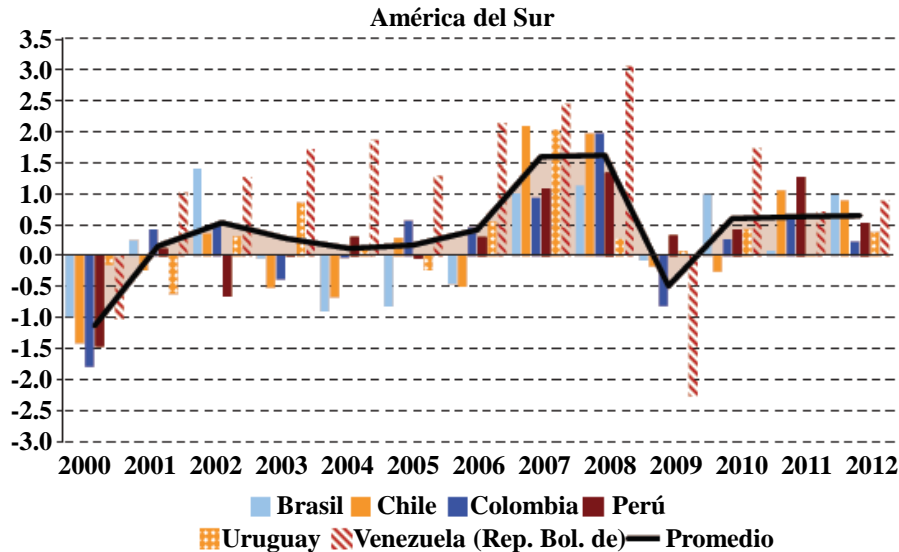
AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): INFLACIÓN DIFERENCIAL ACUMULADA E INFLACIÓN DE ALIMENTOS (PROMEDIO ANUAL) ENTRE 2000 Y 2012
-En porcentajes-



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

En la gráfica siguiente, en que se muestra la evolución por año y por país del diferencial de inflación por deciles, se observa desde 2002 un mayor incremento de precios para los estratos más bajos de la distribución del ingreso respecto de los más altos. Este diferencial se acentúa a partir de 2006 y alcanza un máximo en 2007 y 2008, años en que, como se recordará, se registraron fuertes aumentos de los precios de los alimentos, y se manifiesta tanto en los países de América del Sur como en el conjunto integrado también por México y los países de Centroamérica.

AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): DIFERENCIAS ENTRE LAS TASAS DE VARIACIÓN MEDIA DE LOS PRECIOS DE LA CANASTA DE CONSUMO DE LOS DECILES 1 A 4 Y DE LOS DECILES 9 Y 10, 2000-2012
-En puntos porcentuales-



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

En promedio, los incrementos de precios que enfrentaron los estratos más pobres superaron a aquellos que enfrentaron los estratos más ricos en casi un punto y medio, pero en varios países superaron los dos puntos porcentuales (Chile, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)). En Centroamérica, el promedio de la

inflación diferencial superó los dos puntos porcentuales, destacándose los casos de Costa Rica, Nicaragua y Panamá, países en que llegó a alrededor de 3.5 puntos porcentuales, en los dos últimos casos en 2008.

Luego de una reversión de esta tendencia en 2009, derivada del impacto negativo de la crisis internacional sobre los precios de las materias primas, a partir de 2010 volvió a observarse el mismo sesgo regresivo en la evolución de los índices de precios al consumidor, aunque con menor intensidad y mayor heterogeneidad. En América del Sur, el promedio de las diferencias osciló alrededor de los 0.6 puntos porcentuales entre 2010 y 2012 y la República Bolivariana de Venezuela volvió a ser el caso en que las diferencias observadas fueron mayores, seguida de Brasil (en 2010 y 2012), Perú (en 2011) y Chile (en 2011 y 2012). En Centroamérica y México, el promedio fue decreciente (entre 0.7 puntos porcentuales y 0.3 puntos porcentuales) y se destacaron las diferencias observadas en Nicaragua y Guatemala.

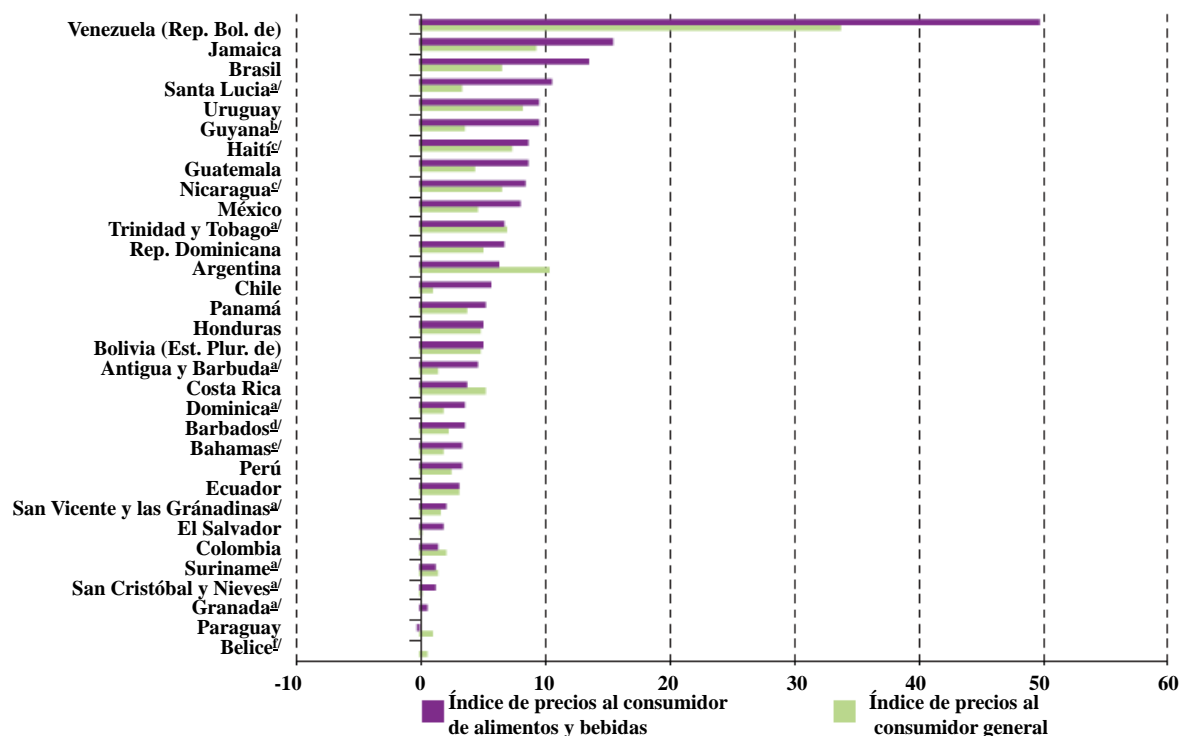
En el momento en que se producían los mayores incrementos de precios, especialmente en 2008, los gobiernos de la región implementaron una serie de medidas tendientes a aliviar el costo de algunos alimentos básicos y otros bienes y servicios que tienen un peso relevante en la canasta de consumo de la población de menor ingreso relativo, como el transporte público de pasajeros. Entre ellas, se aplicaron subsidios al consumo y disminución de la carga impositiva, incluidos en algunos casos la reducción de aranceles a la importación de ciertos productos alimenticios, el manejo de stocks mediante canales de distribución estatales y estímulos a la producción de alimentos, sobre todo en países en que su provisión depende más de las importaciones, medidas que gradualmente se ha tendido a integrar en el marco de las estrategias que los países diseñan en relación con sus políticas sociales³. Esto permitió que, al contrario de lo ocurrido en el pasado, la región pudiera absorber los impactos de la crisis internacional con consecuencias relativamente menores en términos de sus indicadores sociales.

No obstante lo anterior, y pese a que la incidencia de la pobreza ha venido reduciéndose continuamente desde 2002, debe destacarse que la presión que significa el sostenido aumento de los precios de los alimentos ha puesto un umbral relativamente alto, y que está resultando muy difícil de disminuir, para los niveles de indigencia, que superan el 11% de la población. La posibilidad de que la demanda internacional de alimentos continúe creciendo en los próximos años obliga a seguir este tema con suma atención.

- 1/ Un análisis del impacto de la variación de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional a precios constantes puede verse en Kacef y Manuelito (2008).
- 2/ En la sección 2 del capítulo II de la segunda parte de este documento se presenta una estimación actualizada de estos efectos.
- 3/ Una revisión de las medidas adoptadas en los países de la región para enfrentar el incremento de los precios de los alimentos y otros bienes esenciales, y más tarde para contrarrestar los impactos de la crisis externa, puede verse en CEPAL (2010) y (2012). Un análisis de los casos específicos de Brasil, México y Perú puede encontrarse en BCRA/CEPAL (2013).

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, sobre la base de cifras oficiales.

AMÉRICA LATINA: TASAS DE VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS EN 12 MESES A MAYO DE 2013
-En porcentajes-



a/ Doce meses a marzo de 2013.

b/ Doce meses a diciembre de 2012.

c/ Doce meses a abril de 2013.

d/ Doce meses a febrero de 2013.

e/ Doce meses a octubre de 2012.

f/ Doce meses a noviembre de 2012. Dato para inflación de alimentos no disponible.

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

2. La política monetaria en la región ha seguido orientaciones diferentes

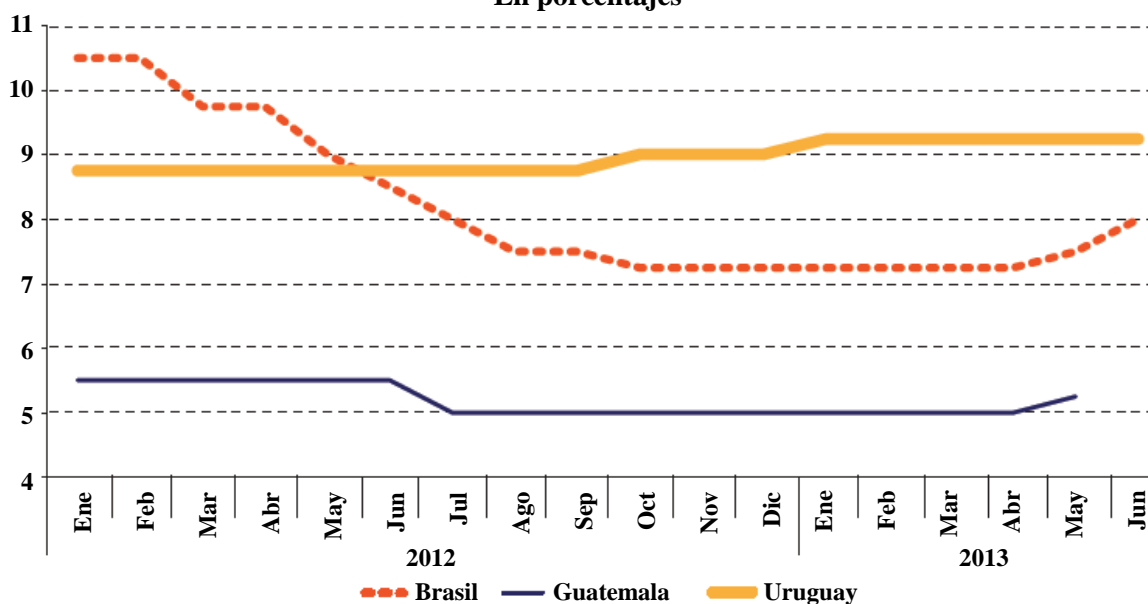
Si bien en los últimos dos años el comportamiento de las tasas de referencia de la política monetaria en América Latina y el Caribe se podría caracterizar como estable, recientemente se han registrado variaciones que reflejan los dilemas que enfrentan las autoridades de los países de la región. La creciente incertidumbre generada por los efectos que han tenido sobre los flujos financieros internacionales los anuncios en materia monetaria realizados en las economías desarrolladas, en especial en los Estados Unidos de Norteamérica y los temores ante una eventual caída de la actividad

económica como resultado del lento crecimiento de la demanda externa, junto con las crecientes presiones inflacionarias que han experimentado algunas economías de la región, constituyen el centro de atención de las autoridades. La prioridad de cada uno de estos temas para los gestores de política ha sido cambiante y ha dependido de aspectos específicos de cada economía y, por tanto, condiciona el manejo de las tasas de política y de otros instrumentos de política monetaria y cambiaria en la región. Como consecuencia, en algunos países se ha seguido una política más restrictiva (Brasil, Guatemala y Uruguay), en contraste con una política monetaria de mayor estímulo en otros (Colombia, Costa Rica, Guyana, México y República Dominicana), aunque existe un número mayor de países en que no ha cambiado significativamente la orientación de la política monetaria.

En Uruguay, donde el principal reto que han enfrentado recientemente las autoridades monetarias ha sido evitar la exacerbación de los brotes inflacionarios, la tasa de política monetaria aumentó en forma sostenida desde 2012, y a comienzos del presente año registró un nuevo incremento. Por otra parte, en Brasil y Guatemala durante el primer semestre de 2013 las autoridades decidieron cambiar la orientación de la política. Luego de mantener en 2012 una política de reducción de tasas, tendiente a estimular la demanda agregada, los bancos centrales de ambos países aumentaron las tasas de referencia. Este cambio de orientación podría ser reflejo de crecientes preocupaciones por las presiones inflacionarias y en el caso brasileño podría expresar al mismo tiempo una mayor disposición de las autoridades a atraer capitales foráneos en un contexto en que los niveles de liquidez internacional pueden tender a disminuir en el futuro cercano (véase la gráfica siguiente)²⁵.

²⁵ Este movimiento de tasas al alza en Brasil se produce al mismo tiempo que se han flexibilizado algunas medidas que tendían a desestimar la entrada de capitales.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LOS BANCOS CENTRALES QUE INCREMENTARON SUS TASAS EN 2013, ENERO DE 2012 A JUNIO DE 2013
-En porcentajes-

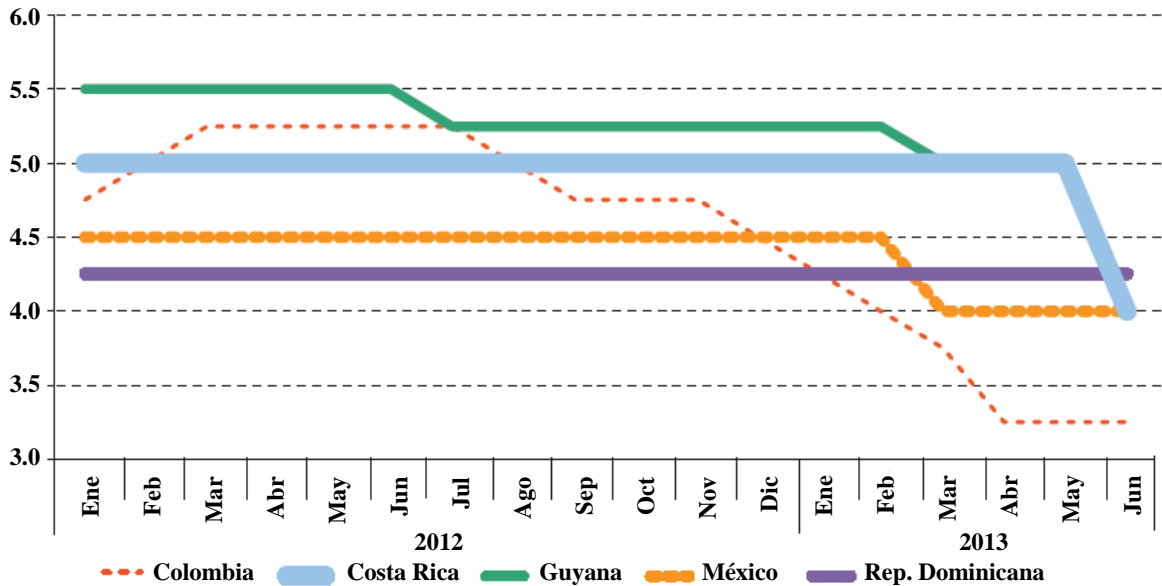


FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En otras economías de la región, como Colombia, Costa Rica, Guyana, México y República Dominicana, las tasas de política monetaria se redujeron durante el primer semestre de 2013, reflejando una mayor preocupación de las autoridades por la desaceleración de la actividad económica. De igual forma, esta reducción de las tasas evidencia el espacio con que cuentan las autoridades monetarias de estos países, dada la alineación de las tasas de inflación observadas con las metas establecidas (véase la gráfica siguiente)²⁶.

²⁶ México sería una excepción, puesto que la disminución de las tasas se produce en un contexto en que la inflación observada supera la meta establecida para el año.

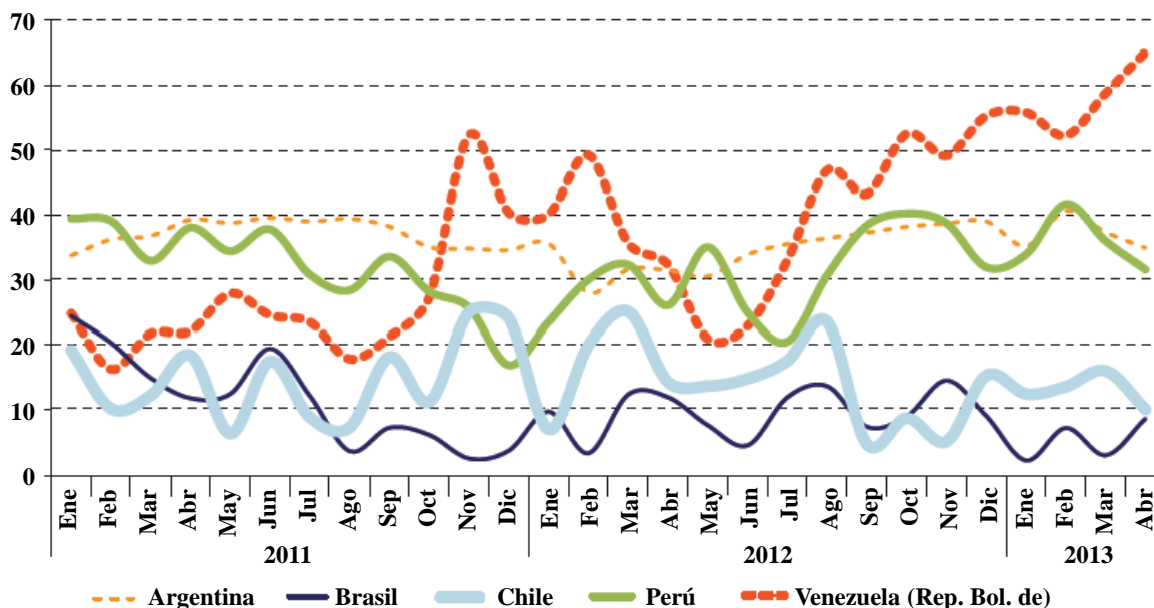
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LOS
BANCOS CENTRALES QUE REDUJERON SUS TASAS EN 2013,
ENERO DE 2012 A JUNIO DE 2013**
-En porcentajes-



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

En lo que se refiere a la dinámica de la base monetaria, el ritmo de crecimiento muestra un comportamiento diferenciado. Mientras en economías como Argentina, Perú y Venezuela (República Bolivariana de) se ha acelerado el crecimiento de la base, en Brasil y Chile se observa una desaceleración. En las Bahamas se registra también una desaceleración, y durante el primer trimestre del año solo se desacelera el ritmo de crecimiento del agregado monetario M1 en las economías centroamericanas. Como ocurre en el caso de la base monetaria, Argentina y Venezuela (República Bolivariana de) son las economías en que se registra el mayor crecimiento anualizado del M1, con tasas medias superiores al 30% en el primer caso y superiores al 60% en el segundo (véase la gráfica siguiente).

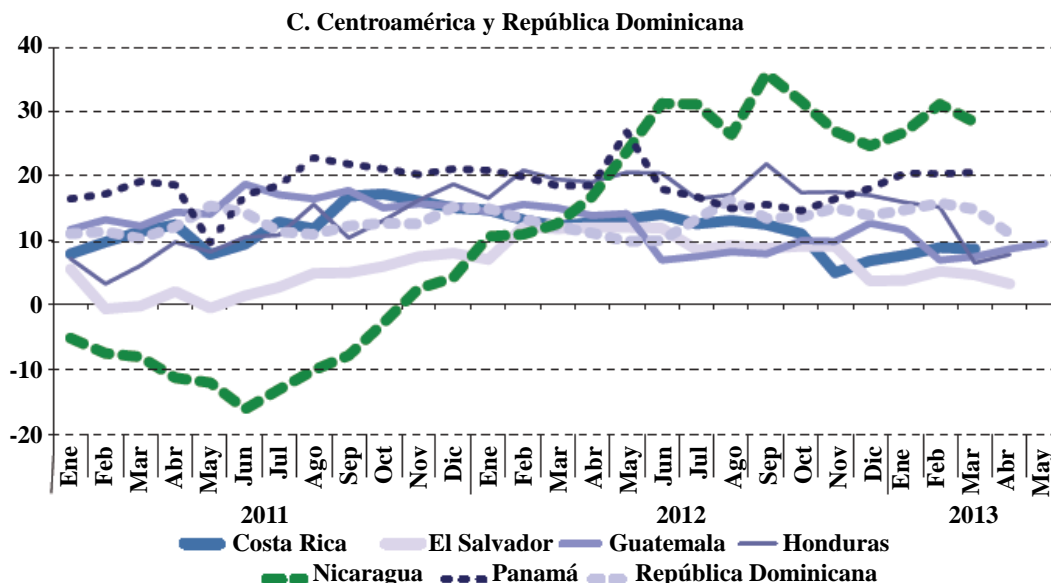
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): VARIACIÓN ANUALIZADA DE LA BASE MONETARIA, ENERO DE 2011 A ABRIL DE 2013
-En porcentajes-



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

3. Ha predominado la desaceleración del crédito, con la excepción del crédito para el consumo

Durante el primer semestre de 2013, el crédito interno de algunas economías de la región como Brasil y Chile, y en menor medida Colombia y Perú, ha exhibido una notoria desaceleración respecto de 2012 (véase la gráfica *América Latina y el Caribe (países seleccionados): crecimiento anualizado del crédito interno neto, enero de 2011 a mayo de 2013*). Una situación similar se ha producido en el resto de América del Sur, donde el crédito interno mostró una desaceleración, salvo en los casos de Bolivia (Estado Plurinacional de) y Venezuela (República Bolivariana de). En contraste, en Nicaragua y Panamá se registró una aceleración del crecimiento del crédito interno en los primeros meses de 2013. En el Caribe, los últimos datos disponibles indican que el crédito interno se ha recuperado, con la excepción de las economías de Antigua y Barbuda y San Cristóbal y Nieves, donde se ha contraído

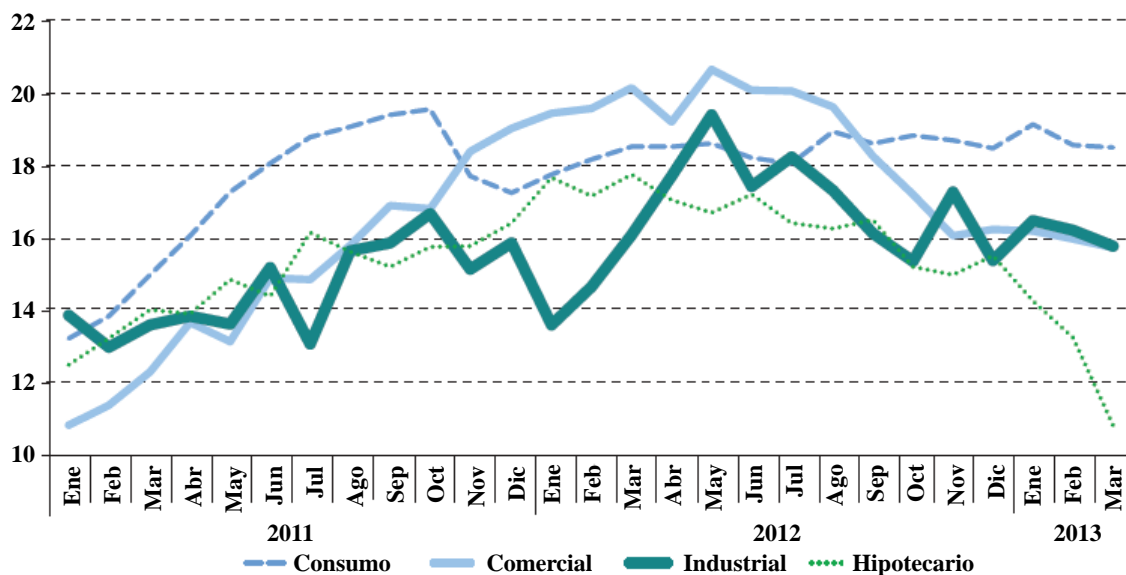


FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

El comportamiento descrito del crédito interno se tradujo también en una desaceleración de los préstamos destinados al financiamiento de actividades comerciales, industriales e hipotecarias (véase la gráfica *América Latina y el Caribe: crecimiento anualizado de la cartera de crédito destinada al financiamiento del consumo y de actividades industriales, comerciales e hipotecarias (promedio regional), enero de 2011 a marzo de 2013*). Ello sería reflejo de una desaceleración de la demanda agregada interna de la región, en especial la que podría estar asociada a la acumulación de capital. Una excepción a este patrón regional lo constituyen algunas economías del Caribe de habla inglesa, en que el crédito se ha recuperado y ha alcanzado tasas de crecimiento de dos dígitos.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CRECIMIENTO ANUALIZADO DE LA CARTERA DE CRÉDITO DESTINADA AL FINANCIAMIENTO DEL CONSUMO Y DE ACTIVIDADES INDUSTRIALES, COMERCIALES E HIPOTECARIAS (PROMEDIO REGIONAL), ENERO DE 2011 A MARZO DE 2013

-En porcentajes-



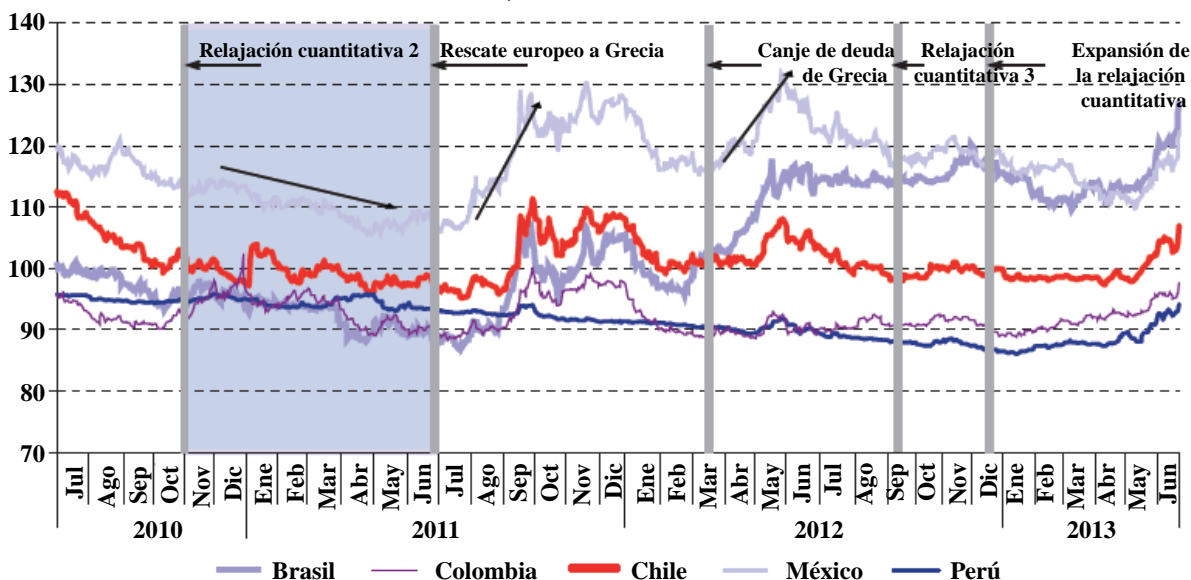
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En lo que se refiere al crédito destinado al consumo, en el primer trimestre de 2013 el promedio regional no muestra una desaceleración del crecimiento sino que mantiene niveles similares a los del segundo semestre de 2012 (véase la gráfica anterior). A este comportamiento regional contribuye significativamente la dinámica observada en los países centroamericanos, donde el crecimiento del crédito al consumo se ha acelerado, llegando a tasas superiores al 20% en algunos países (Costa Rica, Guatemala, Honduras y Nicaragua). De igual forma, en algunas economías del Caribe de habla inglesa como Jamaica y Guyana se registran crecimientos del financiamiento al consumo superiores al 20%. Entre los países de América del Sur, República Bolivariana de Venezuela es el único caso en que el crédito al consumo muestra una aceleración, con tasas de crecimiento anualizadas cercanas al 50% a fines del primer trimestre del año. En este contexto, conviene destacar la estabilidad del indicador cartera vencida sobre cartera total en la región, que solo ha mostrado pequeños incrementos en Colombia, México y Perú.

4. Los tipos de cambio han estado sujetos a fuertes presiones de origen externo

Las circunstancias económicas y sociales prevaletentes en muchas economías desarrolladas y los consecuentes esfuerzos de las autoridades económicas para mejorar la situación condicionaron en forma importante el desempeño de las monedas de la región en 2012 y el primer semestre de 2013. En la gráfica *Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: evolución del tipo de cambio nominal y condiciones financieras externas, julio de 2010 a junio de 2013* se muestra la evolución de las monedas de aquellas economías de la región que exhiben un mayor grado de integración a los mercados financieros (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), durante distintos eventos que han tenido lugar en los mercados financieros internacionales. Se puede apreciar cómo la elevada incertidumbre internacional que se produjo en torno a la resolución de la crisis europea, en particular en Grecia, y las expectativas entre los inversores de contagio a otros países, en el primer trimestre de 2012, contribuyó a la depreciación, en mayor o menor medida, de las monedas de la región.

BRASIL, CHILE, COLOMBIA, MÉXICO Y PERÚ: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS, JULIO DE 2010 A JUNIO DE 2013
-Índice, enero de 2008=100-



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

Una vez anunciado el canje de la deuda griega, las perspectivas favorables de crecimiento de las economías de América Latina y el Caribe y la preocupante situación europea se tradujeron en una mejora del riesgo relativo de las economías de la región, que en un ambiente de abundante liquidez internacional estimuló la entrada de capitales y permitió una apreciación de las monedas de Chile, México y Perú durante el tercer trimestre de 2012. No obstante, el peso colombiano y, en mayor medida, el real brasileño mostraron una dinámica diferente y, en lugar de apreciarse, registraron cierta depreciación. Este comportamiento fue motivado, entre otros factores, por los anuncios en ambos países de medidas para evitar la apreciación cambiaria, que al menos temporalmente fueron exitosas.

Luego del anuncio de medidas de relajación cuantitativa (Quantitative Easing, QE3), en septiembre de 2012, y hasta mediados del primer trimestre de 2013 los factores que indujeron a la apreciación del peso chileno, el peso mexicano y el sol peruano se

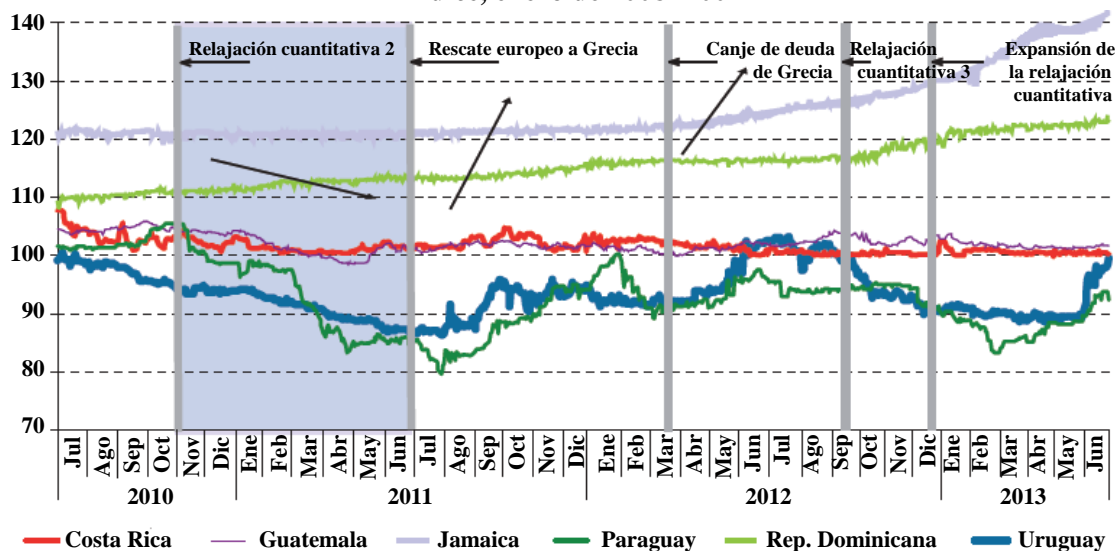
acentuaron y provocaron que el peso colombiano y el real brasileño siguieran también una tendencia de apreciación. Anuncios recientes de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica, sobre una reducción de sus compras de activos, apuntan a una reducción paulatina de la liquidez a futuro, al tiempo que se registraron mayores indicios de desaceleración en la economía china, lo que deterioró las perspectivas de ulteriores aumentos de precios de los productos básicos. Estos elementos redundaron en la depreciación de los tipos de cambio nominales de Brasil, Chile, Colombia, Perú, Uruguay y México durante los meses de mayo y junio de 2013.

En otros países, el movimiento cambiario obedeció principalmente a factores internos. En Argentina, el tipo de cambio nominal se depreció durante todo el período de 2012 a 2013, en un marco de elevada inflación y rápido crecimiento de los agregados monetarios, lo que se tradujo en una amplia brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo durante todo el período. En la República Bolivariana de Venezuela, tras mantenerse constante durante 2012, el tipo de cambio para las divisas obtenidas a través de la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) se devaluó un 46.5% en febrero de 2013, en tanto que se eliminó el Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (SITME). En Jamaica, el dólar jamaicano se depreció en promedio un 11.2% durante los primeros seis meses del año, en un contexto de problemas fiscales y de balanza de pagos.

En Paraguay y Uruguay, las monedas registraron un comportamiento similar al descrito en el caso de las economías más integradas financieramente, que se podría calificar como volátil. Sin embargo, aspectos específicos, como la evolución de las exportaciones agrícolas en Paraguay y de las entradas de capitales argentinos en Uruguay, también condicionaron la dinámica cambiaria en el período que se analiza (véase la gráfica siguiente).

COSTA RICA, GUATEMALA, JAMAICA, PARAGUAY, REPÚBLICA DOMINICANA Y URUGUAY: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS, JULIO DE 2010 A JUNIO DE 2013

-Índice, enero de 2008=100-



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

El tipo de cambio real efectivo extrarregional de América Latina y el Caribe se apreció en promedio un 2.7% en 2012 con respecto a 2011. La apreciación fue mayor en América del Sur (3.5%) que en el resto de la región, sobre todo por influencia de la apreciación real efectiva que se produjo en la República Bolivariana de Venezuela, debido a su elevada inflación y al tipo de cambio fijo. Sin embargo, entre diciembre de 2012 y junio de 2013, como consecuencia de las depreciaciones nominales de las monedas de América del Sur y México, asociadas a los anuncios de política monetaria en los Estados Unidos de Norteamérica, en un contexto de baja inflación en la región, el tipo de cambio efectivo extrarregional de América Latina y el Caribe se depreció un 0.8%. En el mismo período, la depreciación efectiva en América del Sur fue del 2.5 por ciento.

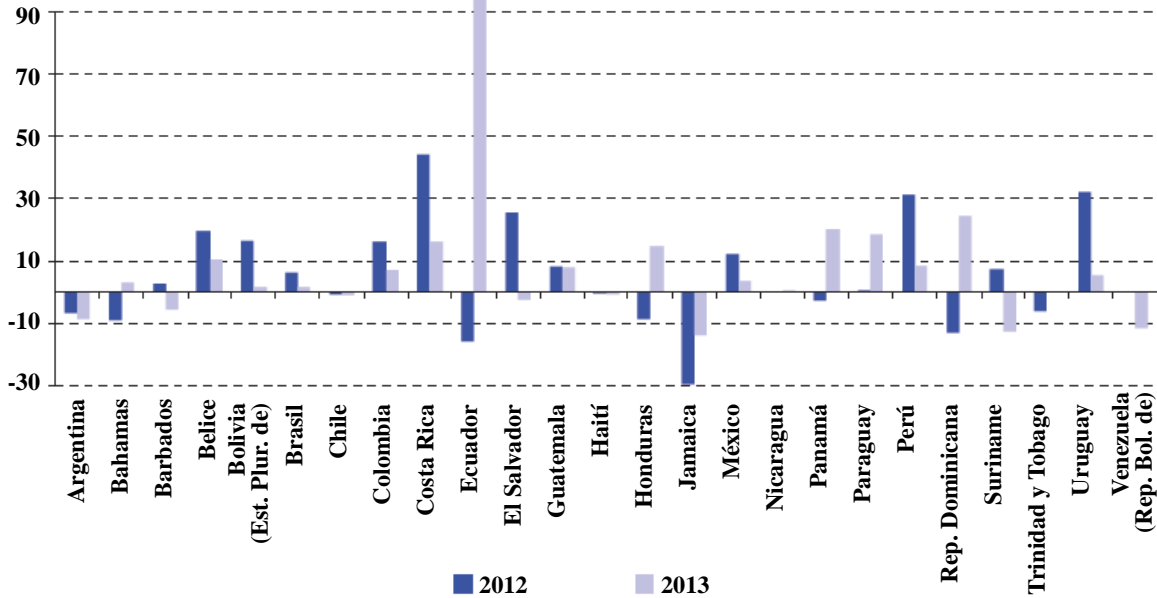
Como resultado de las depreciaciones nominales de las monedas, en diez países se registraron depreciaciones efectivas entre diciembre de 2012 y junio de 2013, particularmente destacadas en Venezuela (República Bolivariana de) (16.9%),

Colombia (4.4%), Perú (4.2%) y Jamaica (3.6%). Sin embargo, a pesar de las depreciaciones que tuvieron lugar en la región, en algunos países los tipos de cambio efectivos se ubican un 25% o más por debajo del promedio histórico, como ocurre en Venezuela (República Bolivariana de), Trinidad y Tobago y Guatemala.

5. Han predominado variaciones menores de las reservas internacionales

Durante los primeros cuatro meses de 2013, un importante número de países de la región presentaron acumulaciones de reservas internacionales menores a las prevalecientes a fines de 2012 (véase la gráfica siguiente). Así, en economías como las Bahamas, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, México, Nicaragua y Trinidad y Tobago se registraron incrementos de las reservas menores al 3%, mientras que en Belice, Colombia, Perú y Uruguay los incrementos fluctuaron entre un 5 y un 10%. En Costa Rica, Honduras, Panamá, Paraguay y República Dominicana, el crecimiento de las reservas fue superior al 16%, y en Ecuador superó el 90%. Sin embargo, en algunos países se produjeron contracciones de las reservas, que en los casos de Chile y El Salvador fueron inferiores al 3%, mientras que en Argentina, Jamaica, Suriname y Venezuela (República Bolivariana de) las pérdidas de reservas superaron el 9 por ciento.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VARIACIÓN DE LAS RESERVAS
INTERNACIONALES, 2012 y 2013^{a/}**
-En porcentajes-



^{a/} Variación con respecto a diciembre del año anterior. Las cifras de 2013 corresponden al período de enero a abril.

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

El movimiento de las reservas en algunos países reflejó la decisión de las autoridades monetarias o cambiarias de intervenir en el mercado para atenuar la volatilidad del tipo de cambio, y los bancos centrales de Colombia, Costa Rica y Uruguay incrementaron los montos medios de intervención (compras) para reducir la volatilidad. Por su parte, si bien Brasil y Perú continuaron efectuando intervenciones (compras) en el mercado cambiario, su magnitud disminuyó en comparación con las realizadas el año anterior.

6. Se flexibilizaron algunas políticas macroprudenciales

Debido a la creciente incertidumbre en los mercados financieros internacionales, especialmente en el contexto de los recientes anuncios de las autoridades de la

Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica, las autoridades pertinentes de algunos países de la región han introducido modificaciones a los esquemas regulatorios que norman las inversiones de extranjeros en bonos nacionales. Por un lado, en Brasil se anunció una flexibilización orientada a estimular la entrada de recursos a dicha economía y se eliminó el impuesto a las transacciones financieras de inversionistas extranjeros. Por el otro, en Perú se tomaron una serie de medidas tendientes a facilitar el financiamiento de largo plazo, al incrementar el monto de los depósitos en moneda nacional de largo plazo que estarán sujetos a encaje, dependiendo del grado de exposición en moneda extranjera de cada institución. Esta medida se tomó en un contexto en que se había incrementado (a mediados de febrero de 2013) el encaje a los depósitos en moneda extranjera.

7. Se anticipa un menor dinamismo de la recaudación fiscal

La desaceleración moderada, o la ausencia prolongada de dinamismo, según los casos, en los países de América Latina y el Caribe en el cuarto trimestre de 2012 y en los primeros meses de 2013 se vio reflejada en un limitado crecimiento de los componentes de la demanda interna, incluido el consumo privado. Si a ello se agrega la disminución del precio de los productos básicos, el resultado ha sido una contracción o una expansión moderada de las bases tributarias, que ha tenido consecuencias similares sobre la recaudación fiscal en varios países de la región.

Así, en algunos países los ingresos fiscales aumentaron muy poco (Colombia, México y Perú) o se redujeron (Brasil, Chile y Ecuador) durante los primeros cuatro meses de 2013, como un efecto posiblemente asociado a la caída de precios de algunos de sus productos básicos de exportación o al menor crecimiento económico (véase el cuadro siguiente). Por el contrario, en algunos países estos ingresos aumentaron, como resultado de mayores recursos captados por empresas públicas (Bolivia (Estado Plurinacional de), Trinidad y Tobago y Uruguay), de reformas tributarias (República

Dominicana y Guatemala) o de aumentos de ciertas bases tributarias (Argentina y Costa Rica).

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (15 PAÍSES): VARIACIÓN REAL DE LOS INGRESOS
Y GASTOS PÚBLICOS ACUMULADOS DE ENERO A ABRIL RESPECTO DEL
MISMO PERÍODO DEL AÑO ANTERIOR, 2011-2013
-En porcentajes-**

	Cobertura ^{a/}	2011 (acumulado de enero a abril)		2012 (acumulado de enero a abril)		2013 (acumulado de enero a abril)	
		Ingreso total	Gasto total	Ingreso total	Gasto total	Ingreso total	Gasto total
Argentina ^{b/}	SPNNF	21.0	19.4	21.4	24.8	13.0	12.6 ^{d/}
Bolivia (Estado Plurinacional de)	SPNF	7.5	-6.5	11.9	2.3	20.1	17.0
Brasil ^{d/}	GC	11.0	9.6	6.3	6.6	-2.3	1.4 ^{d/}
Chile	GCT	17.1	-4.9	12.8	10.7	-2.2	6.9
Colombia	GNC	14.3	-9.8	20.8	8.2	3.8	26.9
Costa Rica	GC	-2.3	3.6	7.4	3.7	5.8	7.7
Ecuador	SPNF	19.3	23.0	15.6	8.6	-4.7	3.6 ^{d/}
Guatemala	AC	10.8	9.4	0.0	-11.6	6.5	15.6
México	GF	2.5	8.1	5.3	10.3	2.1	-8.2
Paraguay	GC	12.7	8.4	7.3	26.3	-	-
Perú	GC	13.5	-2.3	4.3	-1.7	1.3	13.2
República Dominicana	GC	0.6	-8.4	7.5	40.2	13.8	-20.5 ^{d/}
Trinidad y Tobago	GC	-0.7	-5.5	-6.0	2.0	14.4	26.4 ^{d/}
Uruguay	SPNF	-3.9	1.9	2.8	11.9	18.0	11.2
Venezuela (República Bolivariana de) ^{d/}	GC	2.1	5.5	4.6	24.2	-	-

a/ Las coberturas corresponden a: AC: Administración central; GC: gobierno central; GCT: gobierno central total; GF: gobierno federal; GNC: gobierno nacional central; SPNF: sector público no financiero; SPNNF: sector público nacional no financiero.

b/ Los ingresos incluyen contribuciones figurativas. Los gastos incluyen gastos figurativos.

c/ Los datos de ingresos y gastos de 2013 incluyen hasta marzo.

d/ Incluye gobierno federal y banco central. Los gastos incluyen transferencias a estados y municipios.

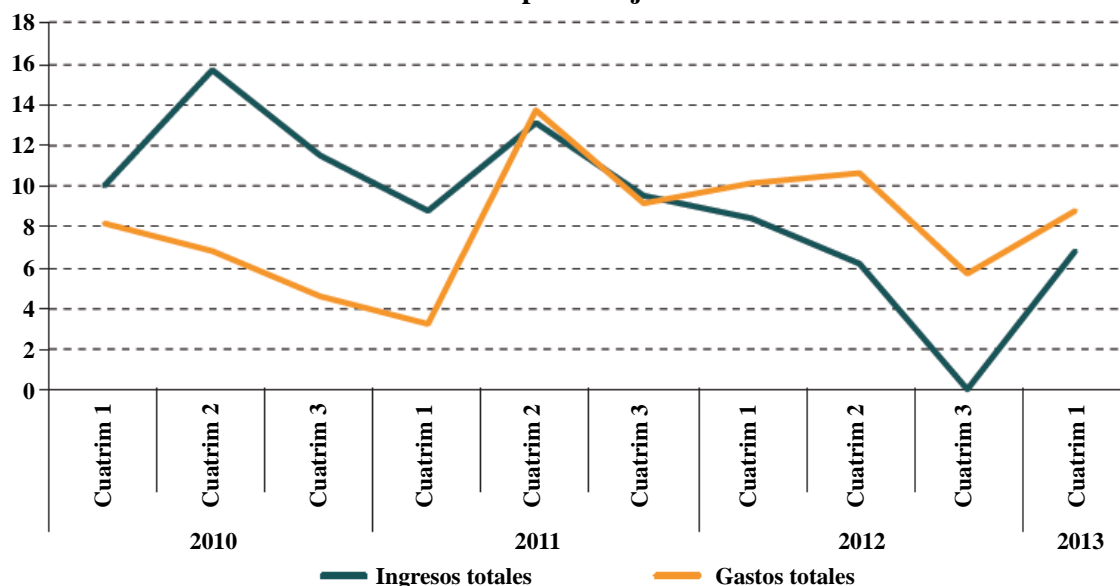
e/ Los gastos de ingresos y gastos de 2013 incluyen hasta febrero.

f/ Se refiere a datos trimestrales y no se incluyen los ingresos y gastos extraordinarios.

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

Como consecuencia, el promedio simple de las tasas reales de crecimiento de los ingresos públicos de trece países, respecto del mismo cuatrimestre del año anterior, mostró una desaceleración en el último cuatrimestre de 2012, seguida de una recuperación en el primer cuatrimestre de 2013 (véase la gráfica siguiente).

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PROMEDIO SIMPLE DE 14 PAÍSES): VARIACIÓN REAL DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS RESPECTO DEL MISMO PERÍODO DEL AÑO ANTERIOR, ENERO DE 2010 A ABRIL DE 2013
-En porcentajes-



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

Entre los países en que se produjo una reducción de los ingresos fiscales está Ecuador, donde los ingresos totales se redujeron debido a la caída de los ingresos petroleros, que bajaron un 8.5% en los primeros meses del año. De acuerdo con los últimos datos de la balanza comercial, se profundiza la caída de las exportaciones petroleras, lo que sugiere que el nivel de los ingresos totales podría mantenerse bajo. Los ingresos tributarios aumentaron en los primeros meses (6.5%), gracias a una fuerte alza de la recaudación del impuesto al valor agregado (IVA) y del impuesto a los consumos especiales (ICE).

En el mismo período, los ingresos del gobierno central de Chile también registraron una disminución real en 12 meses, del 2.2%. Esta evolución se explica por la disminución del precio del cobre y el incremento de los costos de producción de este metal, que redundaron en una reducción del impuesto a las utilidades provenientes de

las grandes empresas mineras privadas y un menor aporte de la Corporación Nacional del Cobre de Chile (CODELCO).

En Brasil, se anunciaron varias acciones fiscales para promover el crecimiento económico, como la reducción del impuesto federal sobre automóviles, electrodomésticos y materiales de construcción y otras exenciones, que pueden llegar al 5% de la recaudación en 2014. Como resultado de estas medidas y del menor nivel de actividad registrado en los últimos trimestres, los ingresos se han reducido, especialmente los tributos relacionados a los sectores productivos.

Entre los países que presentan un modesto aumento de sus ingresos públicos está el Perú. En los últimos años, sus ingresos mostraban un crecimiento real interanual superior al 10%, pero recientemente esa tendencia se ha moderado y se registra un aumento de solo un 1.3% en el primer cuatrimestre de 2013. En particular, la recaudación del impuesto sobre la renta cayó debido a la reducción de los precios de los minerales. En Colombia, los ingresos totales también mantuvieron una tasa de crecimiento estable en los primeros meses del año en comparación con el mismo período del año pasado. Sin embargo, en los últimos trimestres de 2012 los ingresos tributarios disminuyeron en términos reales en comparación con el año anterior (siendo esta la primera caída en nueve trimestres). La reforma tributaria de 2012 entró en vigor el 1 de enero, lo que habría tenido un impacto favorable sobre la recaudación y los ingresos totales.

En México el modesto aumento de los ingresos totales, de un 2.1% en el valor acumulado de enero a abril de 2013, refleja dos tendencias contrapuestas, pues los derechos a hidrocarburos del Gobierno Federal cayeron en más de un 16%, al mismo tiempo que los ingresos no petroleros subieron un 4.5%. Entre éstos, se destaca el aumento de los ingresos por concepto de impuesto sobre la renta, especialmente en el caso del impuesto empresarial a tasa única (IETU).

Por otra parte, entre los países en que se registran mayores aumentos de ingresos se destacan Bolivia (Estado Plurinacional de), Trinidad y Tobago y Uruguay, como consecuencia de excedentes generados por empresas públicas. En el Estado Plurinacional de Bolivia los ingresos totales del sector público no financiero, en términos reales, crecieron un 20.1% debido al fuerte impulso de los ingresos por hidrocarburos, que aumentaron un 21.5%. Por su parte, los tributos registraron un aumento del 5.0%, lo que representa una desaceleración en comparación con los últimos años, cuando la tasa de crecimiento interanual fluctuó entre el 12 y el 16 por ciento.

En Trinidad y Tobago, el sector energético representa cerca del 60% de los ingresos totales del fisco. El fuerte incremento de las inversiones y de la producción de gas natural y sus derivados a partir de 2012 ha permitido una significativa recuperación de la recaudación, luego de un período de estancamiento marcado por obras de mantenimiento.

En Uruguay, el crecimiento de los ingresos se debió básicamente al aumento del resultado primario corriente de las empresas públicas, gracias a la reducción del costo de generación de energía eléctrica. Sin embargo, los ingresos tributarios sufrieron una caída en términos reales, como resultado de una contracción de los impuestos al consumo que no pudo ser compensada por el crecimiento de la recaudación de los impuestos que gravan la renta (en especial, por el favorable desempeño del impuesto a las rentas de las personas físicas).

Finalmente, en varios países los ingresos aumentaron como resultado de reformas fiscales o de aumentos de sus bases tributarias. En República Dominicana, las reformas tributarias de fines de 2012 dieron lugar a una mayor recaudación, derivada especialmente del aumento del IVA (cuya tasa pasó del 16 al 18%) y del fin de numerosas exenciones, a pesar de una notoria contracción del consumo privado. Los

efectos de la reforma tributaria implementada en Guatemala fueron positivos pero menos significativos, debido a problemas de administración tributaria en las aduanas y a la reversión de algunas de las medidas inicialmente aprobadas.

En Argentina, el crecimiento de los ingresos se debió principalmente al aumento interanual de las contribuciones a la seguridad social y de los ingresos tributarios, en particular como resultado del incremento de la recaudación del impuesto a las ganancias y del IVA, que superó la significativa contracción de los derechos de exportación (originada en la reducción de la alícuota efectiva aplicable al petróleo crudo y la disminución de las exportaciones). En Costa Rica, los ingresos muestran un incremento del 5.8% a abril de 2013, en comparación con la recaudación del mismo período del año anterior, debido al aumento del impuesto de las personas físicas y al buen desempeño de los impuestos a los combustibles, a la propiedad y a los productos del tabaco.

8. Los resultados fiscales dependerán de políticas diferenciadas de gasto público

En algunos países, como México y Ecuador, se vislumbra una moderación del crecimiento del gasto ante un crecimiento moderado, o una contracción, de los ingresos. En el caso de México, la meta es volver a un equilibrio presupuestario este año (según la definición de déficit que exime de incluir como parte del gasto la inversión de la empresa estatal de petróleo), aumentando la eficiencia del gasto y fomentando mayores ingresos mediante la postergación de la reducción prevista de la tasa máxima del impuesto sobre la renta. En Ecuador, el gasto se incrementó en tasas menores a los años anteriores, manteniendo el programa de inversión pública pero reajustando los montos, ante la disminución de los ingresos provenientes del sector petrolero.

En otros países se prevé cierto incremento del gasto público, que podría conducir en algunos casos a aumentos de los déficit fiscales. En Brasil, la reciente Ley de

Directrices Presupuestarias (LDO) autoriza superávit primarios menores para este año, excluyendo de las metas algunos proyectos de inversión prioritarios y exenciones tributarias transitorias. Ante la incertidumbre sobre la trayectoria del nivel de actividad, el propósito principal de la política fiscal parece ser ejercer un papel contracíclico, adecuando los objetivos de saldo a los resultados económicos.

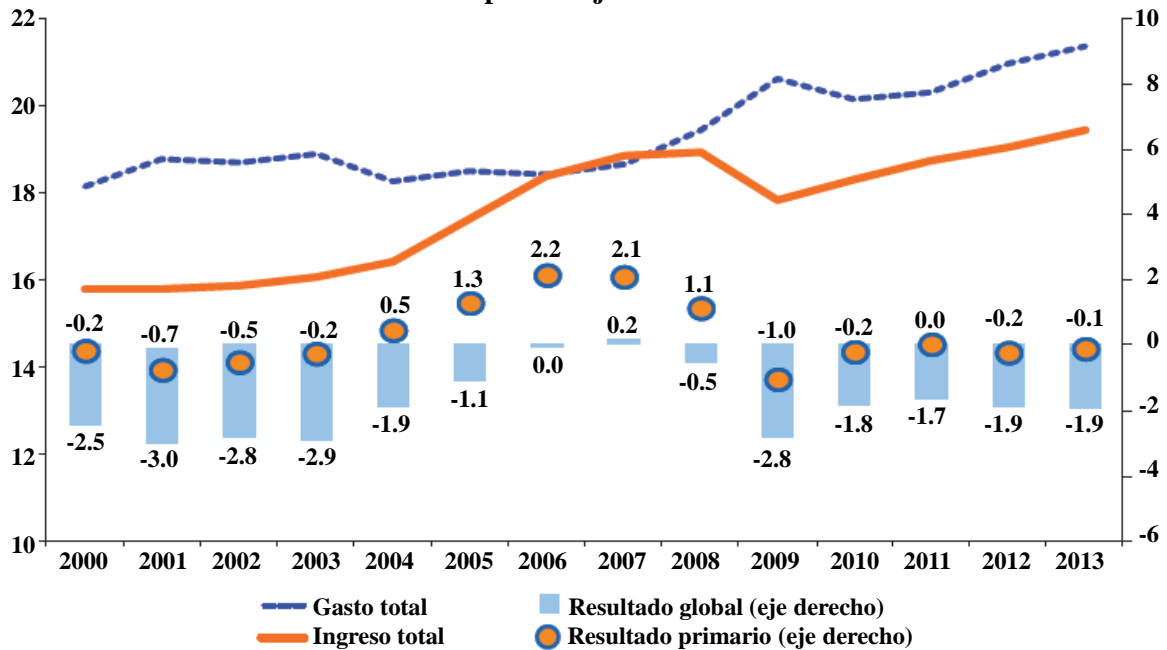
En Colombia también se ha incrementado el gasto, principalmente por efecto de las transferencias a sectores vulnerables y del notorio aumento del gasto de capital en el sector energético y de infraestructura en general. En Argentina, el crecimiento de los gastos se explica en lo esencial por el incremento de las prestaciones de la seguridad social (debido a moratorias previsionales y a ajustes automáticos previstos por ley) y por el aumento de las remuneraciones y de las transferencias corrientes.

El repunte del gasto público que se observa en Guatemala obedece a un mayor grado de ejecución de la inversión, considerando que el presupuesto contempla un crecimiento interanual del 16.4% para 2013, principalmente en infraestructura vial y social. Se prevé asimismo en 2013 un repunte de la inversión pública en otros países, como Brasil, Bolivia (Estado Plurinacional de), Costa Rica y Perú.

La orientación reciente del gasto público en la región sugiere cierto consenso por parte de las autoridades en el sentido de proteger o estimular las inversiones públicas (véase el capítulo IV *El fortalecimiento y los desafíos de las políticas macroeconómicas para impulsar el crecimiento con igualdad*, de la segunda parte del documento original de la CEPAL, donde se analiza el crecimiento) para fomentar la demanda en situaciones contractivas transitorias y ampliar a mediano plazo la oferta y la capacidad productiva de las economías. Queda aún por discutir el tipo de reglas fiscales que podrán permitir estos espacios, incluso en situaciones de recaudación menor a la prevista.

Parece posible distinguir entre grupos de países que tienen reglas estructurales o que están aplicando impulsos contracíclicos o neutros (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú) y aquellos cuyas normas se orientan más bien a cumplir metas fiscales anuales, independientes del ciclo macroeconómico. Con todo, según datos recogidos de los presupuestos de los países (en algunos casos actualizados en los primeros meses del año), se prevé para 2013 que el conjunto de la región presente un déficit similar al del año anterior (véase la gráfica siguiente), proyección que puede tener algún sesgo de optimismo, tomando en cuenta la desaceleración económica de los últimos meses.

AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): INDICADORES FISCALES DEL GOBIERNO CENTRAL, 2000-2013^{a/}
-En porcentajes del PIB-



^{a/} Las cifras correspondientes a 2013 son provisionales.

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

9. El Caribe continúa en un escenario de vulnerabilidad fiscal, principalmente en el caso de los países exportadores de servicios

Como se detalla más adelante, algunos países del Caribe, especialmente aquellos exportadores de materias primas, como Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago, han mantenido niveles sostenibles de déficit fiscal y de deuda pública. En cambio, varias economías prestadoras de servicios, como Antigua y Barbuda, Barbados y Jamaica, cuyas tasas de crecimiento han sido fuertemente afectadas desde el inicio de la crisis financiera internacional, han sufrido en algunos casos una merma importante de sus ingresos públicos y presentan déficit fiscales agudos desde 2009 (véase el cuadro siguiente).

**EL CARIBE (13 PAÍSES): BALANCE PÚBLICO GLOBAL,
2007-2012^{a/}
-En porcentajes del PIB-**

Año fiscal^{b/}	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Antigua y Barbuda	-5.8	-6.1	-11.0	-1.2	-5.3	-1.4
Bahamas ^{c/}	-1.6	-4.4	-5.1	-2.1	-5.7	-6.2
Barbados	-1.4	-4.7	-8.3	-7.8	-5.2	-5.3
Belice	0.2	1.5	-2.9	-1.7	-1.1	-0.5
Dominica	-0.9	-2.7	-2.1	-4.9	-8.8	-12.0
Granada	-5.3	-5.0	-4.9	-2.4	-3.2	-3.8
Guyana	-4.5	-3.8	-3.7	-2.9	-3.1	-4.7
Jamaica	-4.3	-7.6	-11.4	-6.4	-6.5	-5.1
San Cristóbal y Nieves	-1.8	-0.2	-1.0	-4.1	2.4	7.2
San Vicente y las Granadinas	-2.5	-0.6	-1.7	-2.9	-2.6	-1.8
Santa Lucía	-1.9	0.0	-2.1	-0.6	-4.9	-7.2
Suriname	5.0	1.5	2.1	-2.9	-0.1	-2.6
Trinidad y Tobago	1.4	6.6	-6.1	1.1	-1.3	-1.3
Promedio simple (13 países)	-1.8	-2.0	-4.5	-3.0	-3.5	-3.4

a/ La cobertura corresponde al gobierno central, excepto en Barbados, en que corresponde al sector público no financiero.

b/ El año fiscal corresponde a distintos períodos, según los países. Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Guyana, San Vicente y las Granadinas, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía y Suriname: desde el 1° de enero hasta el 31 de diciembre; Bahamas; desde el 1° de julio hasta el 30 de junio; Barbados, Belice y Jamaica desde el 1° de abril hasta el 31 de marzo; Trinidad y Tobago desde el 1° de octubre hasta el 30 de septiembre.

c/ Cifras preliminares.

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

El Caribe de habla inglesa, en el promedio de 13 países, presentó un déficit del 3.4% del PIB en el año fiscal 2012. Si bien algunos países han reducido sus saldos negativos, los niveles de endeudamiento siguen sobrepasando el 100% del PIB en Jamaica y San Cristóbal y Nieves, países que enfrentan pagos de intereses que llegan al 9 y el 6% del PIB, respectivamente. Los presupuestos presentados para el año fiscal 2013 permiten prever pocos cambios en este escenario, al no vislumbrarse un mayor dinamismo de la demanda interna. Con una tendencia a la baja de los precios de los productos minerales y energéticos, los niveles de recaudación no deberían mejorar.

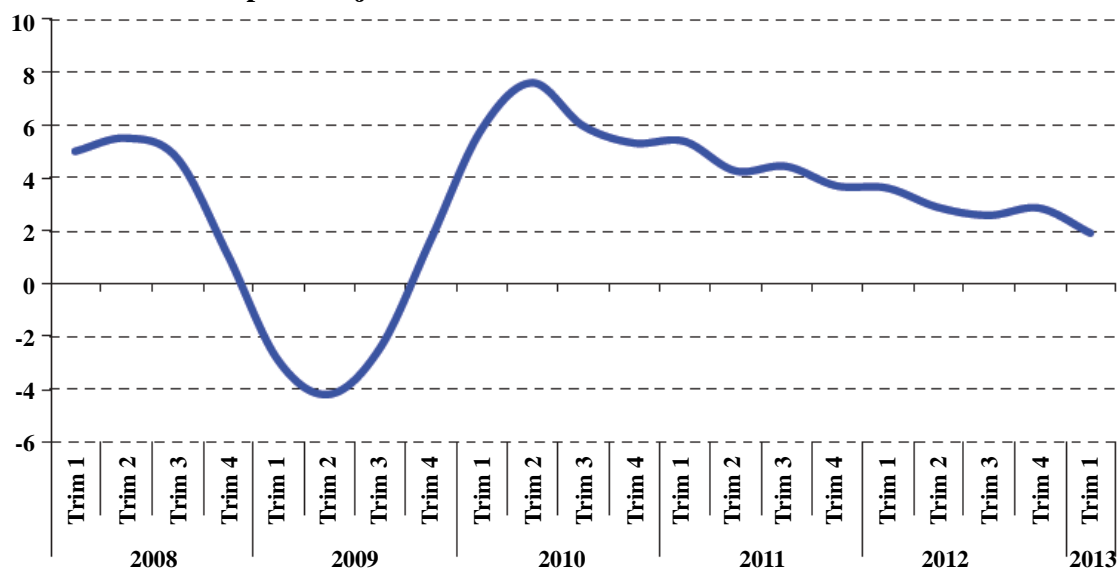
D. El desempeño del crecimiento económico, el empleo y los salarios

1. Se está desacelerando el crecimiento económico en la mayoría de los países

Los indicadores disponibles para los primeros meses de 2013 sugieren que la mayoría de las economías de la región sufrirán una desaceleración en la tasa de crecimiento del PIB y algunas registrarán tasas de crecimiento cercanas o inferiores al 3%. Al igual que en 2012, el crecimiento del consumo sería la principal fuente de crecimiento de la demanda agregada y del PIB durante 2013, pero con un dinamismo menor que el del año anterior, mientras que el aporte de la inversión se reduciría aún más y aumentaría el aporte negativo de las exportaciones netas. Esto estaría poniendo de manifiesto problemas de sostenibilidad del crecimiento en la mayoría de las economías de la región.

Durante el primer trimestre de 2013, la tasa de crecimiento regional mostró una desaceleración en comparación con los resultados trimestrales de 2012 y se redujo a un 1.9% del PIB, frente a una tasa promedio de crecimiento trimestral interanual del 2.8% del PIB en los tres últimos trimestres de 2012 (véase la gráfica siguiente).

AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN DEL PIB TRIMESTRAL CON RELACIÓN A IGUAL PERÍODO DEL AÑO ANTERIOR, PROMEDIO PONDERADO, ENERO DE 2008 A MARZO DE 2013
-En porcentajes sobre la base de dólares constantes de 2005-



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

Así, en Chile (4.1%), Colombia (2.8%), México (0.8%), Panamá (6.3%), Perú (4.8%), República Dominicana (0.3%) y Venezuela (República Bolivariana de) (0.7%) las tasas de crecimiento del PIB trimestral muestran una desaceleración del ritmo de expansión de la actividad económica con relación al dinamismo del segundo trimestre de 2012 (véase el cuadro siguiente). En el caso de México, República Dominicana y Venezuela (República Bolivariana de) esta desaceleración ha sido particularmente acentuada ya que en los dos trimestres anteriores estas economías venían creciendo a tasas trimestrales interanuales del 3.2, el 4 y el 5.5%, respectivamente. Por su parte, las economías de Belice (-0.5%), Guatemala (-1.9%) y Jamaica (-0.7%) se contrajeron en este período. El crecimiento de las economías de Brasil (1.9%), Argentina (3%) y Paraguay (14.8%) registró una aceleración, aunque en el caso de Brasil la reactivación del crecimiento fue más lenta que las estimaciones efectuadas a inicios de año. Paraguay fue el país de la región que más creció en el primer trimestre, como

resultado de la importante recuperación de la actividad agrícola y la expansión de la construcción.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): TASAS DE
VARIACIÓN TRIMESTRAL DE LOS ÍNDICES DE ACTIVIDAD
ECONÓMICA CON RELACIÓN A IGUAL PERÍODO DEL
AÑO ANTERIOR, ENERO DE 2011 A MARZO DE 2013
-En porcentajes-**

	2011				2012				2013
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1
Argentina	9.9	9.1	9.3	7.3	5.2	0.0	0.7	2.1	3.0
Belice ^{a/}	7.8	0.4	2.4	-1.1	6.1	6.7	4.4	3.7	-0.5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	5.6	4.2	5.4	5.5	5.1	4.5	4.6	6.6	6.1
Brasil ^{a/}	4.2	3.3	2.1	1.4	0.8	0.5	0.9	1.4	1.9
Chile	9.8	5.8	3.2	5.0	5.1	5.7	5.8	5.7	4.1
Colombia ^{a/}	5.7	6.4	7.9	6.6	5.4	4.7	2.8	3.1	2.8
Costa Rica	1.9	3.6	4.7	5.6	8.0	5.3	2.9	3.7	3.0
Ecuador ^{a/}	6.8	7.8	8.4	6.8	6.8	5.0	4.1	4.2	-
El Salvador	4.4	1.9	3.6	0.7	1.8	1.2	1.6	2.0	-1.9
Guatemala	4.7	4.6	3.8	4.5	3.3	2.4	3.8	3.9	3.4
Honduras	5.8	5.0	4.5	6.6	4.2	4.1	4.4	4.1	2.0
Jamaica ^{a/}	1.5	1.9	0.3	1.5	-0.1	-0.1	-0.2	-0.9	-1.3
México	4.5	2.8	4.2	3.8	5.0	4.6	3.3	3.2	0.7
Nicaragua	8.5	7.8	6.5	4.9	6.3	3.1	6.1	5.0	-
Panamá ^{a/}	9.9	12.2	11.4	10.0	11.4	10.8	10.5	10.0	6.3
Paraguay	7.6	4.8	3.1	2.0	-3.5	-2.5	3.2	-0.8	14.8
Perú	8.6	6.9	6.6	5.6	6.0	6.4	6.8	5.9	4.8
República Dominicana ^{a/}	4.3	3.6	4.6	5.1	3.8	3.8	4.1	3.9	0.3
Trinidad y Tobago	-2.6	1.8	-1.7	0.4	0.1	-1.6	3.0	-0.4	-
Uruguay ^{a/}	6.7	5.1	7.7	3.5	4.4	3.7	2.9	4.8	3.7
Venezuela (República Bolivariana de) ^{a/}	4.8	2.6	4.4	4.9	5.9	5.6	5.5	5.5	0.7
América Latina^{b/}	5.3	4.1	4.3	3.7	3.7	3.0	2.7	2.9	1.9

^{a/} Corresponde a la variación trimestral del PIB.

^{b/} Promedio regional ponderado.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

2. Persiste el consumo, con un menor dinamismo, como principal fuente de crecimiento

La actividad del sector del comercio, que en parte refleja la evolución del consumo, y que mantuvo un elevado dinamismo a lo largo de 2012, experimentó en el primer trimestre de 2013 una desaceleración y, en algunos casos, una contracción, como ocurrió en El Salvador (-5.2%), México (-1.1%), Panamá (-0.9%) y República Dominicana (-1.8%) (véase el cuadro siguiente). La evolución de la actividad del

sector del comercio en la región refleja el hecho de que el dinamismo del consumo privado —que en 2012 explicó la mayor parte del crecimiento del PIB regional— se estaría debilitando en varios países. No obstante, en Chile y Argentina este sector mantuvo tasas de crecimiento similares a las de 2012.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): TASAS DE VARIACIÓN TRIMESTRAL DE LOS ÍNDICES DE ACTIVIDAD DEL SECTOR DEL COMERCIO CON RELACIÓN A IGUAL PERÍODO DEL AÑO ANTERIOR, ENERO DE 2011 A MARZO DE 2013

-En porcentajes-

	2011				2012				2013
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1
Argentina	22.0	17.4	19.0	18.2	12.6	12.2	14.3	10.5	12.6
Belice ^{a/}	8.9	5.4	6.7	-1.6	2.5	5.3	9.0	11.2	13.3
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4.0	3.1	3.5	4.3	3.7	3.7	4.2	4.1	2.6
Brasil	6.8	7.8	6.2	5.9	10.3	7.9	8.6	7.3	3.5
Chile	17.7	11.1	10.6	8.8	9.4	7.2	8.6	9.7	9.1
Colombia	5.8	6.8	6.3	5.3	5.3	4.9	3.3	2.9	2.8
Costa Rica	4.9	5.0	2.8	4.3	5.1	4.3	4.7	4.2	3.6
Ecuador ^{a/}	6.8	7.1	8.2	8.9	5.4	4.7	4.7	2.8	-
El Salvador	11.0	5.4	5.6	0.5	4.6	2.5	3.5	4.2	-5.2
Guatemala ^{a/}	3.7	5.4	5.0	1.4	3.0	1.3	1.5	4.6	-
Honduras	6.2	9.2	10.1	10.1	5.0	5.7	6.2	5.2	0.9
Jamaica ^{a/}	0.8	1.0	0.6	1.1	0.9	1.4	0.9	-0.4	-
México	2.2	3.5	3.5	4.5	5.4	4.5	3.8	1.5	-1.1
Nicaragua	9.9	9.1	3.0	3.6	10.8	7.2	9.6	6.6	-
Panamá ^{a/}	6.0	14.2	19.2	14.7	12.6	9.9	6.9	6.3	-0.9
Paraguay ^{a/}	7.2	6.5	4.8	5.0	6.7	4.9	7.5	6.3	-
Perú	10.3	8.8	8.6	7.6	7.9	6.4	6.2	6.4	5.0
República Dominicana ^{a/}	4.3	4.2	2.5	6.9	5.7	4.4	3.7	0.8	-1.8
Trinidad y Tobago ^{a/}	0.6	-1.8	-1.9	5.0	0.9	-1.9	0.1	1.0	-
Uruguay ^{a/}	14.1	6.9	10.3	9.0	4.0	13.8	5.3	0.9	0.4
Venezuela (República Bolivariana de) ^{a/}	5.6	2.5	2.7	2.9	6.1	6.9	7.0	7.3	1.8

^{a/} Corresponde a la variación trimestral del PIB del sector.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

En el primer trimestre de 2013, la actividad del sector de la construcción, que refleja el dinamismo de la inversión, tuvo un desempeño mixto. Este sector registró contracciones en Argentina (-1.3%), Brasil (-1.3%), El Salvador (-6.5%), Honduras (-7.3%), México (-2.3%), República Dominicana (-2.9%) y Venezuela (República Bolivariana de) (-1.2%), mientras que en Belice (17.9%), Colombia (16.9%), Panamá

(26.6%), Paraguay (18.1%) y Perú (11.9%) se observaron tasas de expansión de dos dígitos (véase el cuadro siguiente).

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): TASAS DE
VARIACIÓN TRIMESTRAL DE LOS ÍNDICES DE ACTIVIDAD DEL
SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN CON RELACIÓN A IGUAL
PERÍODO DEL AÑO ANTERIOR,
ENERO DE 2011 A MARZO DE 2013
-En porcentajes-**

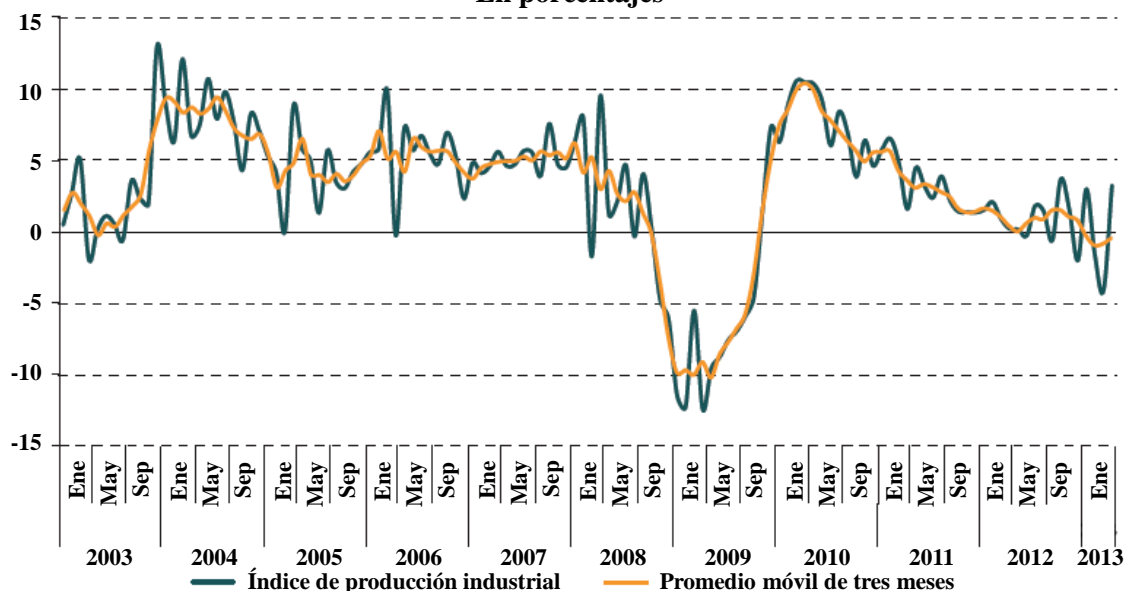
	2011				2012				2013
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1
Argentina	9.8	11.2	10.4	4.1	3.5	-4.9	-6.3	-4.5	-1.3
Belice ^{a/}	-16.3	-12.5	7.6	9.7	7.9	17.9	11.8	2.4	17.9
Bolivia (Estado Plurinacional de)	8.1	6.3	7.4	9.4	11.5	9.6	8.6	5.9	6.6
Brasil ^{a/}	5.5	2.3	3.8	3.1	3.3	1.5	1.2	-0.2	-1.3
Chile ^{a/}	9.6	5.4	6.0	9.3	8.0	8.2	8.2	7.9	4.5
Colombia ^{a/}	3.0	8.2	16.8	12.1	-1.5	10.7	-1.1	4.9	16.9
Costa Rica	-6.3	-5.8	-3.2	0.1	4.7	6.3	6.3	5.3	5.5
Ecuador ^{a/}	12.9	21.0	26.5	25.1	27.4	17.2	9.2	5.1	-
El Salvador	12.5	21.5	25.2	-1.5	1.9	-0.9	-2.8	-6.7	-6.5
Guatemala ^{a/}	1.0	1.9	2.0	2.4	-3.7	-1.8	2.9	3.7	-
Honduras	-0.6	-5.0	5.3	14.9	1.2	6.2	8.1	-6.8	-7.3
Jamaica ^{a/}	0.2	1.7	1.4	0.2	-5.6	-3.4	-3.2	-2.6	-
México ^{a/}	4.7	3.1	4.5	3.7	5.4	4.9	4.0	-1.0	-2.3
Nicaragua	13.7	-3.9	6.7	9.0	3.3	7.9	-0.6	22.9	-
Panamá ^{a/}	17.4	19.7	24.5	14.8	26.7	29.1	30.3	30.3	26.6
Paraguay ^{a/}	-8.7	-7.9	2.6	21.0	-1.1	-4.2	3.6	3.0	-
Perú	6.0	0.0	2.2	5.4	12.5	16.7	19.3	12.5	11.9
República Dominicana ^{a/}	6.6	-7.5	4.6	1.1	-0.3	-0.6	-0.3	2.7	-2.9
Trinidad y Tobago ^{a/}	-0.5	-6.3	10.6	-1.8	-5.8	-5.7	16.0	-0.8	-
Uruguay ^{a/}	7.2	1.5	10.4	6.9	16.9	31.2	14.6	13.2	1.3
Venezuela (República Bolivariana de) ^{a/}	-6.8	-1.8	10.9	12.8	31.4	20.8	11.2	10.0	-1.2

^{a/} Se refiere a las cifras de cuentas nacionales trimestrales.

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

Por otra parte, la actividad del sector industrial, pese a haber repuntado en el cuarto trimestre de 2012, muestra una evolución negativa en el primer cuatrimestre de 2013, con caídas mensuales sostenidas en los primeros meses del año. No obstante, en algunos países —Argentina, Brasil y Chile— se registraron recuperaciones parciales en el mes de abril (véase la gráfica siguiente).

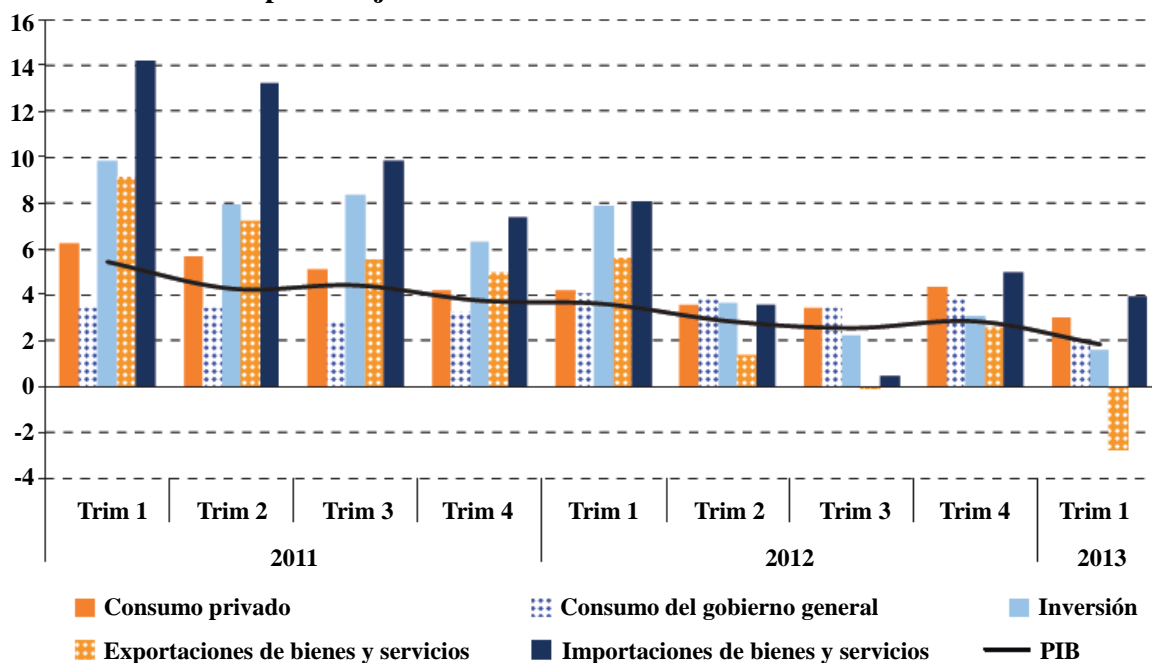
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ÍNDICE DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL,
ENERO DE 2008 A ABRIL DE 2013**
-En porcentajes-



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

El desempeño de los sectores de actividad económica se reflejó en el dinamismo de los componentes de la demanda agregada (véase la gráfica siguiente). En el primer trimestre de 2013, el crecimiento del consumo privado (3%) se desaceleró con relación a igual período del año anterior, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento del empleo y de los sueldos reales, y del menor crecimiento del crédito a las familias. Igual comportamiento tuvo el consumo del gobierno general, que registró un crecimiento del 2% trimestral interanual.

**AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN AL
CRECIMIENTO DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA, CON
RELACIÓN A IGUAL TRIMESTRE DEL AÑO ANTERIOR,
ENERO DE 2011 A MARZO DE 2013**
-En porcentajes sobre la base de dólares constantes de 2005-



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

A su vez, la formación bruta de capital fijo se expandió un 3.3% durante el trimestre —tasa algo inferior a la registrada en 2012 (3.7%)— debido al menor dinamismo del sector de la construcción. El comportamiento de la demanda interna se reflejó en el aumento del volumen importado de bienes y servicios, el cual, en términos regionales, creció un 4% con relación al primer trimestre de 2012. Por su parte, el volumen exportado de bienes y servicios en la región registró una caída (-2.8%). Esta tendencia fue generalizada en todos los países de América Latina y el Caribe: en siete de las nueve economías para las cuales se dispone de información sobre los agregados de cuentas nacionales trimestrales, el volumen exportado de bienes y servicios disminuyó entre un 0.3% (México) y un 11.1% (Perú).

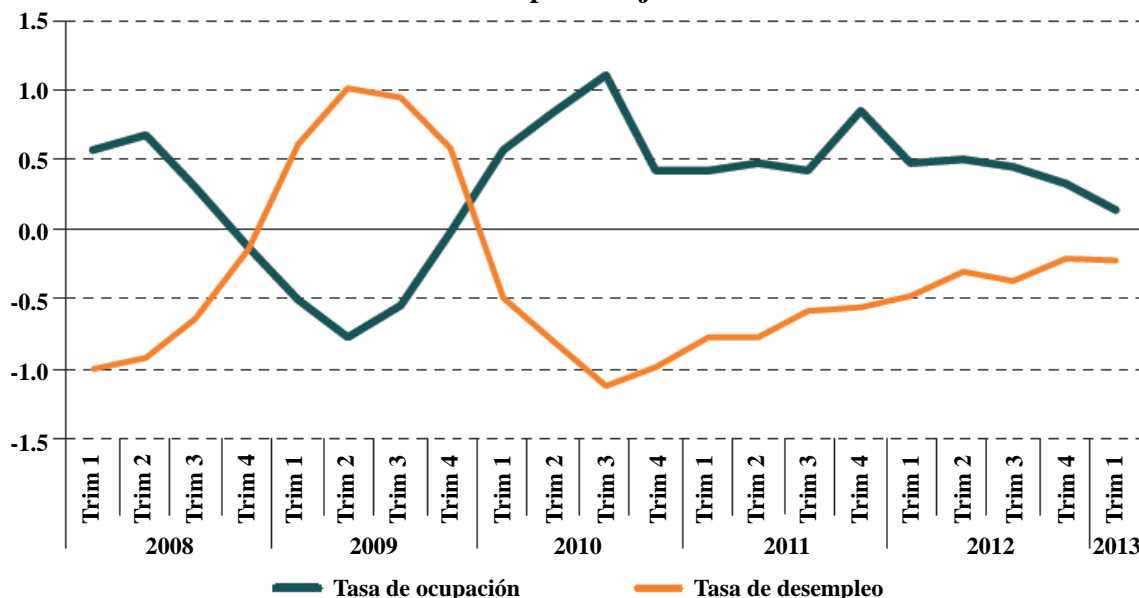
Se estima que la tasa de crecimiento de América Latina y el Caribe para 2013 será similar a la registrada en 2012 —en torno al 3%—, si bien las estimaciones anteriores

la situaban en el 3.5%. La menor demanda externa, así como elementos particulares a los países relacionados con la oferta han repercutido en las exportaciones de bienes y servicios de varias de las economías de la región. Además, se estima que el dinamismo de la demanda interna se ralentizará en comparación con los resultados de los años previos, de la mano de un menor crecimiento del empleo y de los sueldos reales, así como de menores disminuciones del desempleo, y de una desaceleración del dinamismo del crédito al sector privado. El resultado regional se explica en parte por el menor dinamismo de la recuperación económica de Brasil y el bajo crecimiento de México. Asimismo, la actividad económica de varios países que venían creciendo a tasas elevadas (Chile, Panamá y Perú) muestra una desaceleración. Excepción a esta tendencia es Paraguay, donde se espera una fuerte recuperación de la economía en comparación con las cifras de 2012, como consecuencia del aumento significativo de la producción agrícola.

3. La tasa de ocupación no cambia significativamente

A partir de los resultados laborales de los primeros meses del año y de las perspectivas de crecimiento económico para 2013 en su conjunto, se espera que la tasa de ocupación no experimente cambios significativos respecto del pasado año, pese a que el crecimiento económico será similar al de 2012, año en que la tasa de ocupación se incrementó 0.4 puntos porcentuales. Esta divergencia entre ambos períodos se explicaría porque durante 2012 la generación de empleo se ubicó algo por encima de su tendencia, de manera que la desaceleración de la generación de empleo en 2013 podría interpretarse como una corrección de ese desvío. Esto sería, en particular, el resultado de un menor incremento del empleo en Brasil en 2013, que contrasta con la situación del año anterior, en que la tasa de ocupación se elevó 0.5 puntos porcentuales a pesar del magro crecimiento económico del 0.9% (véase la gráfica siguiente).

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (10 PAÍSES): VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS TASAS DE OCUPACIÓN Y DESEMPLEO
-En porcentajes-



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

Durante el primer trimestre de 2013, en América Latina y el Caribe se observa una marcada desaceleración de la generación de empleo, con lo cual se mantiene —y hasta cierto punto se profundiza— la tendencia observada a lo largo del año anterior. En efecto, el aumento interanual de la tasa de ocupación para el conjunto de diez países bajó de 0.5 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2012 a 0.3 en el último trimestre del año y a 0.1 en el primer trimestre de 2013. Varios países (Argentina, Ecuador, México y Uruguay) registraron incluso una caída interanual de la tasa de ocupación. Los datos parciales del segundo trimestre indican que esta evolución se habría profundizado y que la tasa de ocupación registraría una leve caída interanual.

Al igual que la tasa de ocupación, la tasa global de participación (TGP), que refleja la oferta de mano de obra, se desaceleró en el primer trimestre. Mientras en el conjunto de esos diez países la TGP aumentó en promedio alrededor de 0.2 puntos porcentuales

en 2012, en el primer trimestre de 2013 se estancó. Debido a esta desaceleración de la oferta laboral, la tasa de desempleo volvió a caer en el primer trimestre al 6.7%, frente al 6.9% del mismo período de 2012. Si la dinámica de la oferta laboral hubiera sido similar a la del año anterior, la tasa de desempleo no habría disminuido.

En el primer trimestre, el leve descenso interanual del desempleo se concentró nuevamente entre las mujeres. Sin embargo, en contraste con 2012, esto se debe principalmente a una reducción de la participación laboral y no tanto a un aumento de la demanda y de los niveles de empleo.

Si bien el dinamismo de la generación de empleo ha disminuido, esta continúa centrándose en el empleo asalariado. En cinco de siete países con información disponible para el primer trimestre o el período comprendido entre enero y abril de 2013 —Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela (República Bolivariana de)— el empleo asalariado creció más que el empleo en su conjunto y aumentó su participación en el empleo total. Las excepciones fueron Brasil, donde ambas tasas fueron muy similares en los primeros cuatrimestres de 2012 y 2013, y Argentina, donde se produjo una caída de medio punto porcentual en la proporción de asalariados respecto del total de ocupados. El hecho de que, aún con un menor dinamismo en la generación del empleo asalariado, en general, las otras categorías de ocupación no hayan crecido mucho, sugiere que la presión de la oferta en los países (para los cuales existe información actualizada sobre el empleo) está relativamente acotada como consecuencia de la dinámica generación de empleo de los años previos.

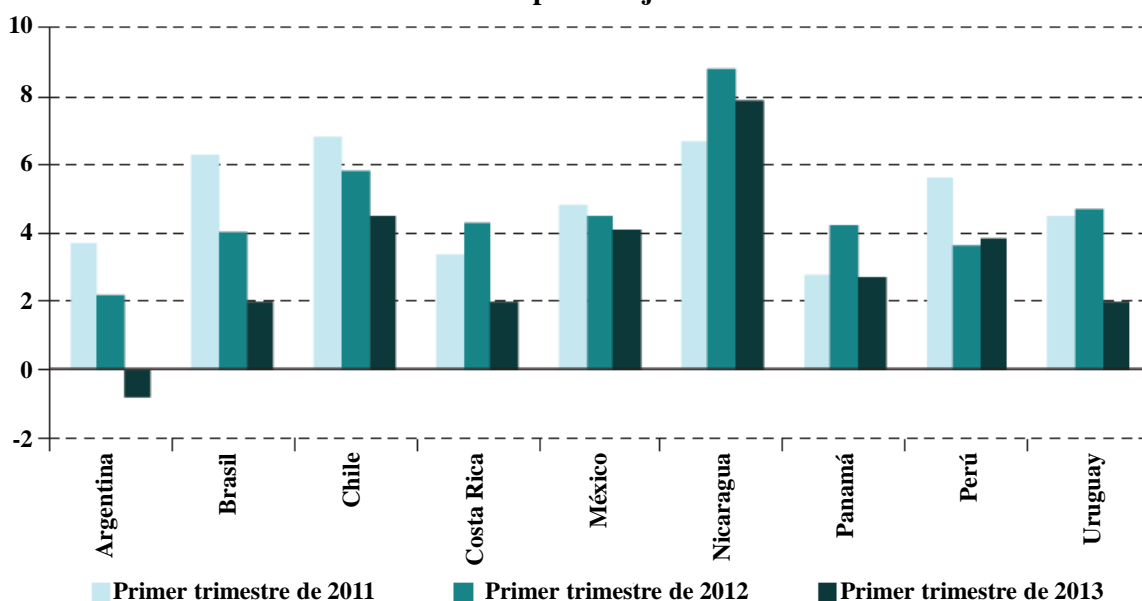
4. Continúa creciendo el empleo formal, pero con menor dinamismo, y aumentan modestamente los salarios reales

La desaceleración de la generación de empleo también se observa en el empleo asalariado formal. Con pocas excepciones, todos los países con datos disponibles muestran tasas de crecimiento interanual bastante inferiores a las de los primeros

trimestres de 2011 y 2012. Sin embargo, en todos los países estas tasas siguen siendo positivas, con la excepción de Argentina (véase la gráfica siguiente). En este caso se observa una reducción del empleo privado formal a lo largo de 2012 y un leve incremento en el primer trimestre de 2013 respecto del último trimestre de 2012; sin embargo, este aumento no compensa la caída previa, por lo que la tasa interanual se mantiene negativa.

AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): VARIACIÓN INTERANUAL DEL EMPLEO FORMAL, PRIMEROS TRIMESTRES DE 2011, 2012 Y 2013

-En porcentajes-



Nota: La información se refiere a registros de empleo formal, con la excepción de Argentina, Panamá y Perú, donde proviene de encuestas de establecimientos del sector privado.

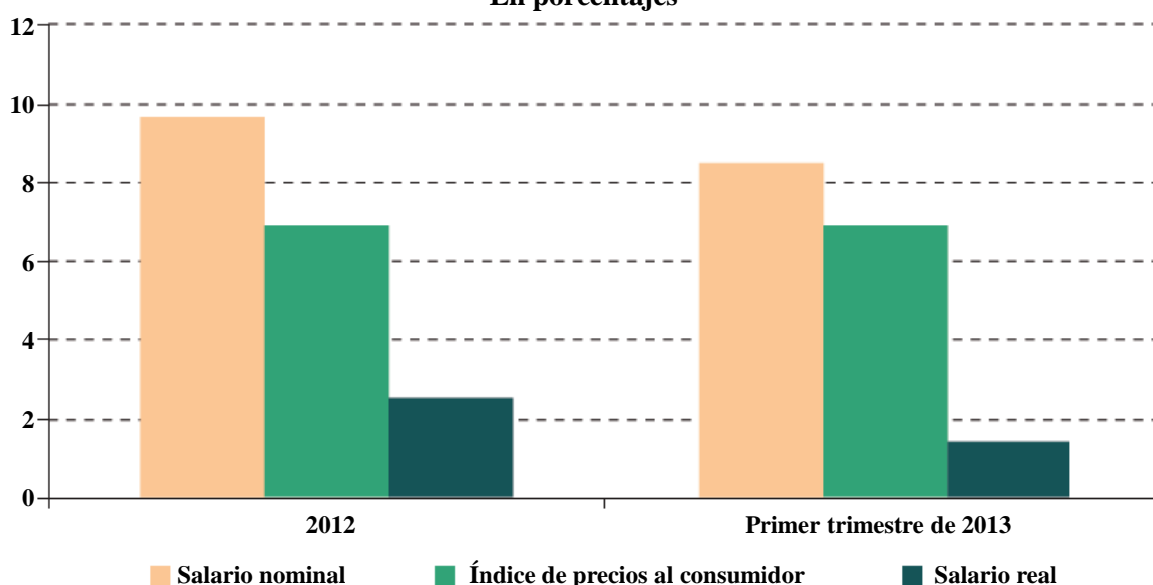
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

La desaceleración también afectó a los salarios reales, que crecieron menos que el año pasado. En los primeros meses de 2013, la mediana del incremento interanual de nueve países fue del 1.3% y el promedio simple del 1.5% (en 2012, la mediana fue del 2.6% para 11 países y el promedio simple del 2.5%), como resultado del menor aumento de los salarios nominales o de los incrementos de la inflación en algunos casos (véase la gráfica siguiente). Las principales excepciones fueron Chile y

Colombia, donde, en el contexto de una inflación decreciente, los salarios reales crecieron más que en 2012.

AMÉRICA LATINA (9 PAÍSES): VARIACIÓN INTERANUAL DE SALARIOS NOMINALES, ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y SALARIOS REALES, 2012 Y PRIMER TRIMESTRE DE 2013

-En porcentajes-



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

Como consecuencia del debilitamiento de la generación de empleo y del menor aumento de los salarios reales, en 2013 se estaría reduciendo el crecimiento de la masa de ingresos laborales y, por lo tanto, la contribución de la demanda de los hogares a la demanda agregada y al crecimiento económico.

E. Riesgos y retos

1. América Latina y el Caribe continúa enfrentando serios riesgos ante las adversidades de la economía mundial

La economía mundial podría comenzar a reactivarse lentamente, aunque sigue siendo vulnerable a diversos factores. Se proyecta que en 2013 el crecimiento será similar al de 2012 y para 2014 se espera un crecimiento global del 3.1%, impulsado por una

recuperación del ritmo de crecimiento económico mundial, con excepción de China. Pese a lo anterior, persisten riesgos que pueden afectar el crecimiento de América Latina y el Caribe.

Uno de los factores que podrían desestabilizar las economías, especialmente las de la zona del euro, es la demanda presentada en junio de 2013 ante el Tribunal Constitucional de Alemania en relación con la autoridad del Banco Central Europeo en materia financiera. De ganarse este recurso, la corte alemana podría imponer condiciones a la participación alemana en el programa de transacciones monetarias directas, lo cual podría generar incertidumbre no solo en los mercados alemanes sino también en los demás mercados de la zona del euro y el resto del mundo. Asimismo, la zona del euro sigue mostrando su vulnerabilidad ante la incertidumbre política en Italia y el reciente rescate de Chipre. Una de las principales consecuencias de esta desaceleración del crecimiento ha sido la alta tasa de desempleo observada en esa zona, particularmente en España y Portugal. Mientras los bancos no aumenten sus niveles de capital y continúe la debilidad de sus balances, la oferta de créditos seguirá siendo muy escasa, lo que de alguna manera seguirá limitando el consumo y la inversión. Al mismo tiempo, el consumo seguirá estando restringido por los ajustes fiscales y los altos niveles de desempleo.

De cara al futuro, diferentes pronósticos apuntan a una caída de los precios de los productos básicos aunque aún tienen margen para mantenerse a niveles históricamente altos. En ello incide la perspectiva de una prolongada moderación de la tasa de crecimiento de la economía China, además de una mayor reorientación del gasto en este país hacia el consumo y no tanto hacia la inversión. Esto podría provocar en los próximos años una desaceleración de la demanda de materias primas por parte de China y una mayor demanda de productos parcial o totalmente elaborados.

El riesgo a corto y mediano plazo que la economía estadounidense puede representar para la economía mundial se centra principalmente en sus políticas fiscal y monetaria. Por un lado, el problema de los ajustes fiscales sigue presente y ha constituido un freno a la expansión del consumo en ese país. Por otro, la política monetaria ha ayudado a moderar la contracción de la demanda y ha favorecido la expansión de liquidez en el mundo, si bien ha sido fuente de inestabilidad en los mercados financieros internacionales y ha contribuido a la volatilidad cambiaria en la región.

La desaceleración de las economías de la zona del euro y de China afectó al comercio de varios países de la región con la consiguiente ampliación de sus déficit de cuenta corriente. No obstante, como consecuencia de las políticas expansionistas de los países desarrollados, que mantuvieron las tasas de interés muy bajas, algunos países de América Latina experimentaron importantes entradas de capitales externos, que permitieron financiar sus déficit de manera holgada. Los países ricos en recursos naturales también se beneficiaron del auge de los precios de las materias primas a partir de 2003. Ambos factores propiciaron una importante acumulación de reservas internacionales. De este modo, en caso de que los Estados Unidos de Norteamérica pusieran término anticipado a los estímulos monetarios o se observase un acelerado crecimiento de los déficit en cuenta corriente junto con una súbita y sustancial disminución de la liquidez mundial, los países de la región estarían mejor preparados para enfrentar esta situación que en ocasiones anteriores, dado el monto de reservas internacionales que muchos de ellos poseen actualmente. No obstante, esto también dependerá de la magnitud del déficit de la cuenta corriente a financiar y de la salida de capitales.

De continuar la recesión en la zona del euro, las exportaciones de varios países de América Latina y el Caribe registrarían un menor crecimiento. Como se observa en el cuadro *América Latina y el Caribe: exportaciones de bienes por principales destinos, 2011*, los países menos expuestos a la desaceleración económica de la zona del euro

serían Bolivia (Estado Plurinacional de), El Salvador, Guatemala, México, Paraguay, República Dominicana y Venezuela (República Bolivariana de) ya que la participación de sus exportaciones en ese mercado es inferior al promedio regional del 12.6 por ciento.

Por otro lado, los países más favorecidos por la recuperación económica de los Estados Unidos de Norteamérica serían los países de Centroamérica junto con Colombia, República Dominicana, México y Venezuela (República Bolivariana de). Como se observa en el cuadro *América Latina y el Caribe: exportaciones de bienes por principales destinos, 2011*, un mayor crecimiento económico de Japón beneficiaría comercialmente en mayor medida a Chile y Perú. De continuar la desaceleración en China, los países más expuestos serían Brasil, Chile, Cuba, Perú y Venezuela (República Bolivariana de).

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EXPORTACIONES DE BIENES POR PRINCIPALES DESTINOS, 2011
-En porcentajes-

	América Latina y el Caribe	Estados Unidos de Norteamérica	Unión Europea	Japón	China	Resto de Asia	Otros
Argentina	40.6	5.1	16.9	1.0	7.4	7.7	21.3
Bolivia (Estado Plurinacional de)	59.9	9.6	8.7	5.9	3.7	4.9	7.3
Brasil	21.7	10.1	20.7	3.7	17.3	8.9	17.6
Chile	18.1	11.1	17.7	11.1	22.8	12.6	6.7
Colombia	17.3	38.1	15.6	0.9	3.5	2.2	22.5
Costa Rica	29.0	36.6	17.9	0.8	1.9	9.0	4.7
Cuba ^{a/}	19.8	0.0	21.5	0.4	24.9	0.8	32.6
Ecuador	35.7	43.7	12.0	1.6	0.9	1.5	4.6
El Salvador	43.3	46.0	6.0	0.9	0.0	1.7	1.9
Guatemala	40.8	41.4	6.8	2.0	0.3	1.6	7.1
Honduras ^{b/}	28.2	32.8	27.6	0.2	1.7	4.1	5.4
México	7.5	78.7	5.5	0.6	1.7	2.0	4.0
Nicaragua ^{b/}	41.2	28.7	12.1	0.0	0.0	5.3	12.7
Panamá	66.4	26.3	1.5	2.0	0.3	0.7	2.8
Paraguay ^{c/}	65.7	2.7	9.1	0.9	0.5	2.9	18.0
Perú	18.1	12.7	18.2	4.8	15.3	6.7	24.3
República Dominicana	24.9	54.5	8.0	0.6	5.4	1.4	5.2
Uruguay	41.9	3.1	14.9	0.1	6.8	3.6	29.6
Venezuela (República Bolivariana de)	12.7	46.7	6.1	0.0	10.5	9.0	14.9
CARICOM	27.7	39.6	13.0	1.2	1.5	8.7	8.3
América Latina y el Caribe	19.4	38.9	12.6	2.4	8.8	5.9	12.0

a/ Estimaciones sobre la base de información de estadísticas espejo de las importaciones de los países de la región y EUROSTAT.

b/ No incluye las exportaciones de maquila.

c/ No incluye el comercio no registrado.

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

Otra forma de analizar la exposición de los países ante un escenario externo incierto es mediante el promedio ponderado de las tasas de crecimiento del PIB de sus socios comerciales como indicador sustitutivo de la demanda externa de un país. Para ponderar las tasas de crecimiento se emplea la composición según destino de las exportaciones en 2010. Mediante este ejercicio se observa que el crecimiento del PIB de los socios comerciales de los países de América Latina ha ido perdiendo dinamismo (véase el cuadro *América Latina y el Caribe: crecimiento del PIB de los socios comerciales, según destino de las exportaciones en 2010, promedio ponderado, 2007-2013*). En 2007 se situó en el 4.7% pero en 2009, como consecuencia de la crisis financiera mundial, llegó a un mínimo del -1.6%; pese a que en 2011 ascendió al 3.8%, en 2013 volvió a caer al 2.5%. El crecimiento del PIB de

los socios comerciales del Caribe parece estar recuperándose como lo refleja el aumento de la tasa de crecimiento, que pasó del 1.5 en 2012 al 1.7% en 2013.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CRECIMIENTO DEL PIB DE LOS SOCIOS
COMERCIALES, SEGÚN DESTINO DE LAS EXPORTACIONES EN 2010, PROMEDIO
PONDERADO, 2007-2013**

-En porcentajes-

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
América Latina							
Argentina	5.1	3.1	-1.0	5.0	3.5	2.5	2.8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	5.6	3.7	-1.0	5.4	3.6	2.1	2.6
Brasil	5.6	3.0	-0.8	4.9	4.1	2.8	2.9
Chile	6.3	3.5	0.2	5.7	4.1	3.3	3.3
Colombia	4.0	1.9	-1.8	3.5	3.2	2.8	2.4
Costa Rica	3.8	1.4	-2.2	3.2	2.9	2.6	2.2
Cuba	6.7	3.8	-2.1	2.3	3.8	3.4	1.9
Ecuador	5.2	3.1	-1.7	3.9	4.1	3.8	2.9
El Salvador	4.6	2.2	-1.8	3.1	3.4	3.1	2.7
Guatemala	4.2	1.9	-2.5	3.1	3.1	3.0	2.5
Honduras	3.5	1.0	-2.6	2.9	2.5	2.0	1.8
México	2.5	0.3	-2.7	2.8	2.2	2.3	1.9
Nicaragua	4.2	1.6	-2.8	2.3	2.8	2.7	1.8
Panamá	3.5	0.8	-2.6	3.2	2.6	2.1	1.8
Paraguay	5.8	4.6	-0.7	6.1	4.7	2.8	3.0
Perú	5.1	2.7	-0.7	4.4	3.6	2.8	2.6
República Dominicana	3.0	0.5	-1.7	1.4	2.8	2.2	2.6
Uruguay	5.6	3.5	-1.6	5.1	3.7	2.0	2.7
Venezuela (República Bolivariana de)	4.1	1.6	-1.1	3.8	3.1	2.8	2.7
Subtotal	4.7	2.3	-1.6	3.8	3.4	2.7	2.5
El Caribe							
Antigua y Barbuda	4.0	1.9	-2.2	2.6	2.7	2.4	2.2
Bahamas	2.3	0.0	-2.9	2.5	2.0	2.1	1.8
Barbados	3.3	0.8	-2.8	1.4	1.4	1.6	1.8
Belice	2.5	0.1	-3.1	2.5	1.9	2.2	1.8
Dominica	3.6	1.6	-4.4	-0.6	0.8	0.6	1.7
Granada	3.4	2.5	-3.0	0.8	1.0	0.5	1.5
Guyana	3.0	0.7	-3.0	2.0	1.9	1.5	1.4
Jamaica	2.6	0.3	-3.3	2.4	1.9	1.7	1.5
San Cristóbal y Nieves							
Santa Lucía	3.3	0.7	-3.0	1.2	0.6	1.4	1.7
San Vicente y las Granadinas	3.7	2.2	-3.0	0.3	0.6	0.9	1.9
Suriname	2.8	0.8	-2.8	2.5	2.1	1.4	1.3
Trinidad y Tobago	3.0	0.7	-2.3	2.5	2.3	2.1	1.9
Subtotal	3.1	1.0	-3.0	1.7	1.6	1.5	1.7

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

2. El espacio fiscal para enfrentar la amenaza de un escenario económico internacional negativo ha mejorado en numerosos países

Como lo ha documentado la CEPAL, América Latina y el Caribe en su conjunto anunció durante la crisis de 2008 una ampliación del gasto público, especialmente del gasto social y de inversiones públicas. Los datos disponibles muestran que estos anuncios se ejecutaron a distintos ritmos y magnitudes (véase el cuadro *América Latina: diferencial de las tasas reales de crecimiento del gasto primario y del PIB, 2009-2012*). En 2009, en promedio, el diferencial entre las tasas de crecimiento del gasto primario público y del PIB fue muy positivo (6.5 puntos básicos), pero con amplias diferencias. En Argentina, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Haití, Paraguay y Perú el diferencial fue muy superior al promedio. En cambio, en Brasil, Cuba, Ecuador, México, Nicaragua, Panamá y Venezuela (República Bolivariana de) este indicador mostró una reacción del gasto más bien procíclica o neutra.

La crisis financiera internacional que se inició en 2008 marcó una ruptura importante con el comportamiento procíclico tradicional de la política fiscal, en que los efectos del entorno internacional —como la caída de los términos del intercambio o la reversión del flujo de capitales— afectaban fuertemente el gasto público y convertían al sector público en caja de resonancia de las fluctuaciones externas. Si bien los países han retirado los estímulos fiscales en distinta forma y medida, a partir de 2010 se observa un menor ritmo de crecimiento del gasto, paralelo a la recuperación de las economías de la región.

En 2013, la posibilidad de que se presente un escenario externo muy negativo resultante de la volatilidad financiera o de un nuevo choque externo —como consecuencia del anuncio de un eventual retiro de los estímulos monetarios de los Estados Unidos de Norteamérica y de la ralentización de la economía en China—, que podría provocar la reversión de los flujos financieros y el fin de los precios favorables

de los productos básicos, vuelve a plantear el dilema sobre la orientación de la política fiscal.

**AMÉRICA LATINA: DIFERENCIAL DE LAS TASAS REALES DE
CRECIMIENTO DEL GASTO PRIMARIO
Y DEL PIB, 2009-2012
-En puntos básicos-**

	2009	2010	2011	2012
Argentina	18.0	9.1	5.4	3.5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4.2	-12.3	12.9	0.5
Brasil	1.5	3.6	-3.1	4.8
Chile	15.8	-6.3	-3.1	-0.3
Colombia	9.9	-9.2	4.0	2.1
Costa Rica	13.1	14.7	-5.4	1.4
Cuba	-3.3	-10.0	-0.1	-15.1
Ecuador	0.9	22.1	-2.6	12.0
El Salvador	12.2	2.2	0.7	0.2
Guatemala	4.0	2.2	1.0	-4.1
Haití	8.5	7.8	-12.8	15.6
Honduras	5.7	-8.3	-9.9	-1.5
México	1.5	-1.1	0.4	-1.6
Nicaragua	0.9	-3.5	-0.4	2.6
Panamá	3.8	10.5	0.0	-13.1
Paraguay	33.7	-13.0	6.3	26.2
Perú	8.0	0.0	0.0	-1.3
República Dominicana	-17.1	-4.3	-1.7	19.4
Uruguay	5.2	1.1	-3.8	4.7
Venezuela (República Bolivariana de)	2.9	-14.4	13.8	-18.4
América Latina	6.5	-0.5	0.1	1.9

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

La caída, aún moderada, del precio de los productos básicos permite anticipar efectos muy negativos sobre los ingresos públicos en algunos países. Para hacer frente a esta situación, se han aplicado básicamente tres medidas: a) la compensación mediante la reducción de los gastos (en un esquema de déficit cero), b) el aumento de ciertas tasas tributarias internas y c) la aceptación del déficit resultante (dejando que los estabilizadores automáticos operen libremente). Hasta el momento, y considerando que se trata de fluctuaciones más bien moderadas, los países han respondido mediante

una combinación de medidas, con posibles deterioros respecto de las metas de saldo primario, activismo tributario en varios países y contención del gasto en otros. En aquellos países en que la falta de dinamismo ha sido más marcada, se observa también una cuarta medida que ha llevado a anuncios de aumento del gasto público en inversiones y de exenciones tributarias orientadas a estimular el crecimiento económico.

La capacidad de reacción ante un escenario adverso depende crucialmente de si el deterioro se considera transitorio o permanente y de los espacios fiscales disponibles. Si se considera que la caída del precio de los productos básicos es permanente, las reformas deben ser estructurales —y estar destinadas a diversificar el sistema productivo para reducir la dependencia externa del precio de unos pocos productos— y la política fiscal debe orientarse a cambiar sus fuentes de recaudación para recuperar el equilibrio en el mediano plazo, y favorecer al mismo tiempo un cambio estructural que aumente la productividad y la diversificación productiva, como se destaca en la Parte II *Tres décadas de crecimiento desigual e inestable* en el informe original de la CEPAL. En otras palabras, si la reducción de precios fuera permanente, existiría poco espacio para políticas contracíclicas, entendidas como aumentos del déficit y de la deuda pública por un tiempo acotado.

Sin embargo, el espacio fiscal sería mucho mayor si se considera que la desaceleración es transitoria. En ese sentido es interesante analizar la actual coyuntura fiscal tomando como punto de partida la situación de 2007, último año de la bonanza previa de los términos del intercambio. Muchas veces se afirma que el espacio fiscal habría disminuido desde entonces, pero, como se observa en el cuadro siguiente, la situación difiere según los países.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: RESULTADOS FISCALES DEL GOBIERNO CENTRAL,
2007 Y 2012**

-En porcentajes del PIB-

	Ingresos totales		Gastos totales		Resultado global		Deuda pública	
	2007	2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012
América del Sur y México								
Argentina	18.2	23.3	17.5	25.7	0.6	-2.4	55.7	38.2
Bolivia (Estado Plurinacional de)	32.7	35.1	30.5	33.3	2.3	1.8	37.1	31.3
Brasil	23.2	24.3	25.1	26.3	-1.9	-2.0	58.0	59.3
Chile	25.6	21.9	17.8	21.4	7.8	0.6	3.9	10.2
Colombia	15.0	16.1	17.7	18.4	-2.7	-2.3	32.9	32.1
Ecuador	16.6	23.1	16.8	25.1	-0.1	-2.0	24.7	22.0
México	15.2	15.9	17.1	18.5	-1.9	-2.7	20.9	28.8
Paraguay	15.6	18.8	14.8	21.5	0.9	-2.7	16.5	10.9
Perú	18.2	18.1	16.6	16.9	1.6	1.2	26.2	17.7
Uruguay	21.0	20.5	22.6	22.5	-1.6	-2.0	50.0	39.1
Venezuela (República Bolivariana de)	28.6	23.4	25.6	28.3	3.0	-4.8	17.8	15.7
Promedio (11 países)	20.9	21.9	20.2	23.4	0.7	-1.6	32.2	27.8
Centroamérica Haití y República Dominicana								
Costa Rica	15.5	14.4	14.9	18.8	0.6	-4.4	27.6	35.3
El Salvador	14.8	15.8	15.0	17.5	-0.2	-1.7	34.9	45.7
Guatemala	12.8	11.6	14.3	14.0	-1.4	-2.4	21.3	24.3
Haití	11.3	13.3	12.9	14.2	-1.6	-1.0	33.6	28.2
Honduras	19.1	17.1	22.2	20.0	-3.1	-2.9	17.4	33.5
Nicaragua	17.8	17.7	17.5	15.9	0.3	1.7	32.4	31.4
Panamá	19.2	17.7	18.0	21.2	1.2	-3.5	52.3	38.4
República Dominicana	17.7	14.0	17.6	19.3	0.1	-5.4	18.3	33.3
Promedio (8 países)	16.0	15.2	16.6	17.6	-0.5	-2.4	29.7	33.8
El Caribe								
Antigua y Barbuda	21.5	20.4	27.3	21.8	-5.8	-1.4	81.1	89.4
Bahamas	18.2	18.4	19.9	24.7	-1.6	-6.2	36.9	54.5
Barbados	27.2	29.2	28.6	34.5	-1.4	-5.3	51.7	78.7
Belice	30.6	26.6	30.4	27.1	0.2	-0.5	83.6	77.6
Dominica	33.2	27.2	34.1	39.2	-0.9	-12.0	81.2	72.7
Granada	21.9	22.8	27.2	26.6	-5.3	-3.8	82.9	88.6
Guyana	26.0	24.7	30.5	29.4	-4.5	-4.7	60.0	62.0
Jamaica	29.0	26.1	33.2	31.2	-4.3	-5.1	113.0	133.3
San Cristóbal y Nieves	31.4	37.2	33.2	29.9	-1.8	7.2	134.6	129.3
San Vicente y las Granadinas	25.2	25.4	27.6	27.3	-2.5	-1.8	55.5	67.0
Santa Lucía	23.3	26.2	25.2	33.4	-1.9	-7.2	64.7	71.0
Suriname	29.4	26.9	24.3	29.5	5.0	-2.6	23.0	30.0
Trinidad y Tobago	28.9	31.8	27.5	33.1	1.4	-1.3	28.8	39.8
Promedio (13 países)	26.6	26.4	28.4	29.8	-1.8	-3.4	69.0	76.4

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

En América del Sur y México, el promedio del período comprendido entre 2007 y 2012 evidencia un aumento de un punto porcentual en el caso de los ingresos totales y de 3.2 puntos porcentuales en el de los gastos totales. En Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador y Paraguay se ha producido un notable aumento tanto de los ingresos como de los gastos. Otros países han tenido una trayectoria diferente, con recaudaciones que disminuyeron (fuertemente en Chile y Venezuela (República

Bolivariana de) y, en menor grado, en Perú y Uruguay) o aumentaron levemente (Brasil, Colombia, México). En varios países, tras el incremento del gasto en 2009 se sucedieron períodos de retiro de los estímulos fiscales.

Si bien el saldo global entre 2007 y 2012 disminuyó 2.3 puntos porcentuales, la reducción de la deuda pública fue de 3.4 puntos porcentuales. Esta aparente contradicción se explica esencialmente por un diferencial positivo entre las tasas de crecimiento de las economías y las tasas de interés pagadas por la deuda pública, que aligera la carga de la deuda, y también por la apreciación de las monedas nacionales durante el período, que reduce el valor en moneda local y con relación al PIB de la deuda pública externa.

Distinto es el caso de Centroamérica, donde se observa una contracción de los ingresos totales de 0.8 puntos porcentuales, y un incremento de los gastos de un punto porcentual, con un deterioro del resultado global de 1.9 puntos. El deterioro de los ingresos ha sido especialmente marcado en Honduras, Panamá y República Dominicana, mientras que el alza de gastos se dio con mayor fuerza en Costa Rica, El Salvador, Panamá y República Dominicana. En la subregión se produjo un aumento moderado de la deuda pública como porcentaje del PIB.

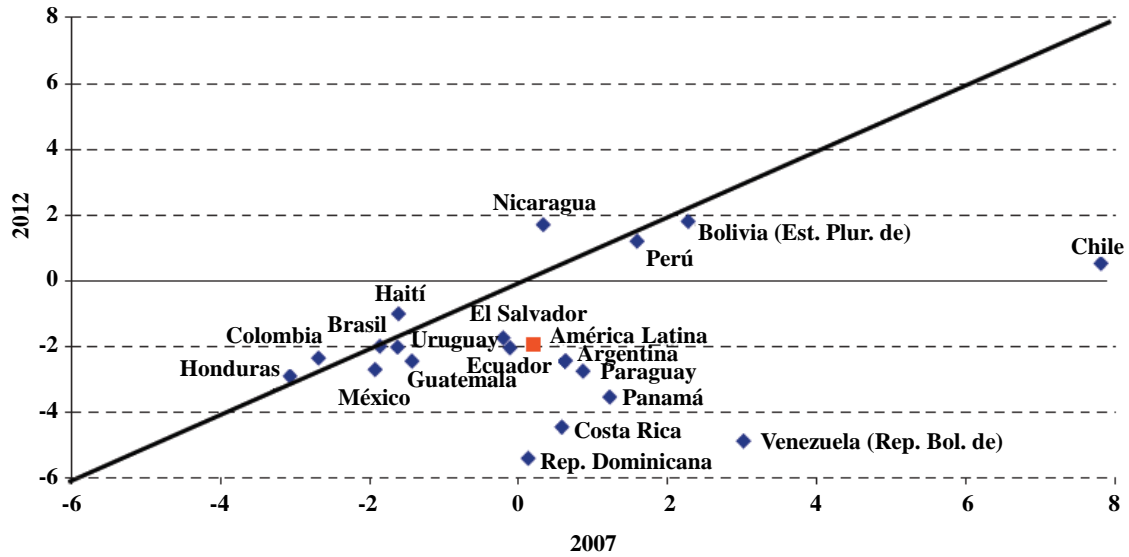
En el Caribe los ingresos disminuyeron ligeramente en promedio (0.2 puntos porcentuales), aunque con situaciones muy diversas en los 13 países (los ingresos se incrementaron en siete países y se redujeron en los demás), y los gastos aumentaron 1.4 puntos porcentuales. El resultante deterioro del déficit fue de 1.6 puntos porcentuales, con un saldo global equivalente al 3.4% del PIB en 2012. En general, excepto en Belice y Dominica, se ha ampliado la deuda como proporción del PIB, aunque hay países, en algunos como Suriname y Trinidad y Tobago, donde la deuda se mantiene baja.

En síntesis, si bien, en promedio, se registra un deterioro del saldo público con respecto al máximo obtenido en 2007 (véase la gráfica *América Latina: balance público global del gobierno central, 2007 y 2012*), en muchos países de América Latina los niveles de deuda pública son menores con respecto a los de crisis anteriores (véase la gráfica *América Latina: deuda pública del gobierno central, 2007 y 2012*). En efecto, la deuda bruta como porcentaje del PIB se redujo entre 2007 y 2012 en Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Haití, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay (diez puntos o más en algunos casos). Por el contrario, en Chile, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México y República Dominicana la deuda pública aumentó, aunque a niveles acotados²⁷. Lo mismo sucedió en 10 de los 13 países del Caribe, pero con niveles iniciales mucho más altos (véanse las gráficas *El Caribe: balance público global del gobierno central, 2007 y 2012* y *El Caribe: deuda pública del gobierno central, 2007 y 2012*).

Al parecer, la capacidad de financiamiento de estos déficit y deudas es más importante que sus niveles absolutos, y es en este ámbito donde existen las mayores diferencias entre los países (y respecto de 2007). Esta capacidad depende, en parte, del grado de integración financiera de las economías, de la cual se han beneficiado nuevos países. En varios países las tasas pagadas por los bonos emitidos se han reducido drásticamente y en algunos han alcanzando niveles históricamente bajos (en otros, por primera vez se han emitido bonos soberanos). Por todo lo anterior, se puede afirmar que en varias economías el punto de partida es mejor que en la crisis de 2008 y que en los últimos años se han ampliado los espacios fiscales.

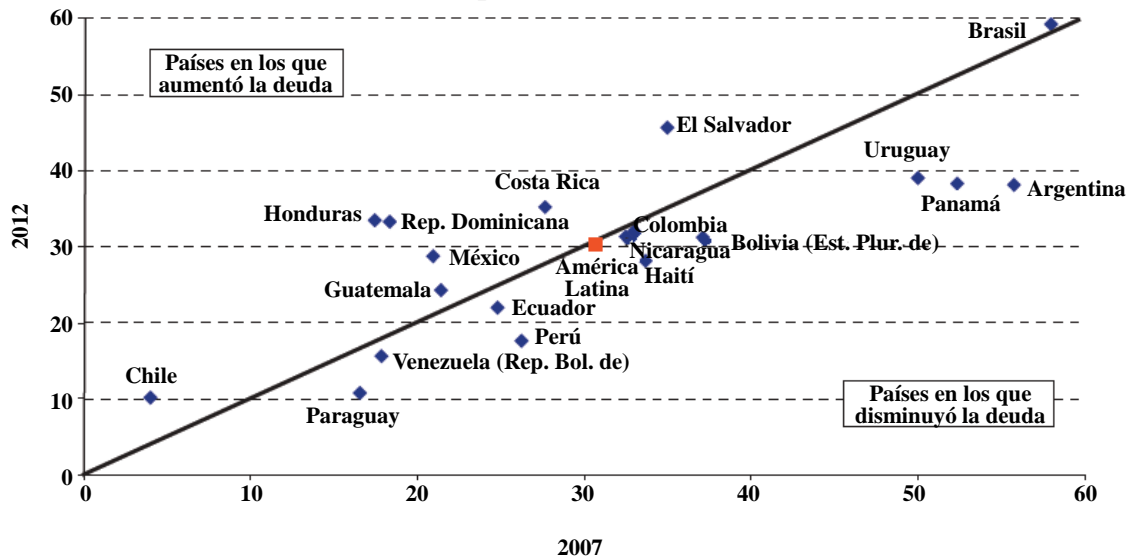
²⁷ Si bien pocos países disponen de información sobre la deuda neta de activos financieros del sector público, cabe destacar que en Brasil esta pasó del 45% del PIB en 2007 al 34% en 2012, y en Chile del -9.6% al -0.6%. Estos países, entre otros, disponen de cuantiosos activos financieros depositados en el banco central en Brasil y en fondos soberanos en Chile. En Perú, el Fondo de Estabilización Fiscal ha acumulado asimismo sumas considerables en los últimos años, más de 7 mil millones de dólares a diciembre de 2012, o el equivalente al 3.4% del PIB.

AMÉRICA LATINA: BALANCE PÚBLICO GLOBAL DEL GOBIERNO CENTRAL, 2007 Y 2012
-En porcentajes del PIB-



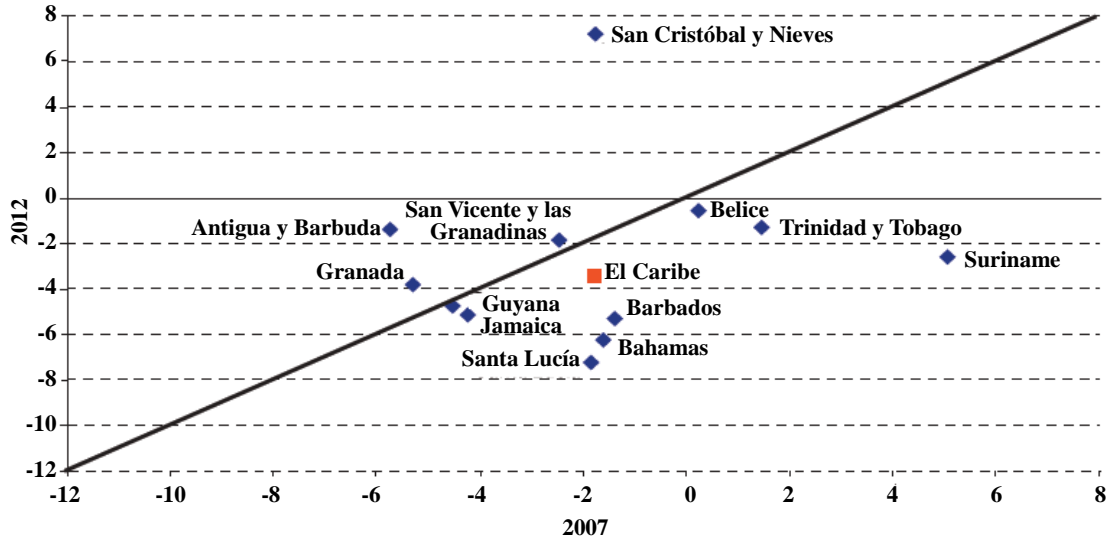
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

AMÉRICA LATINA: DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO CENTRAL, 2007 Y 2012
-En porcentajes del PIB-



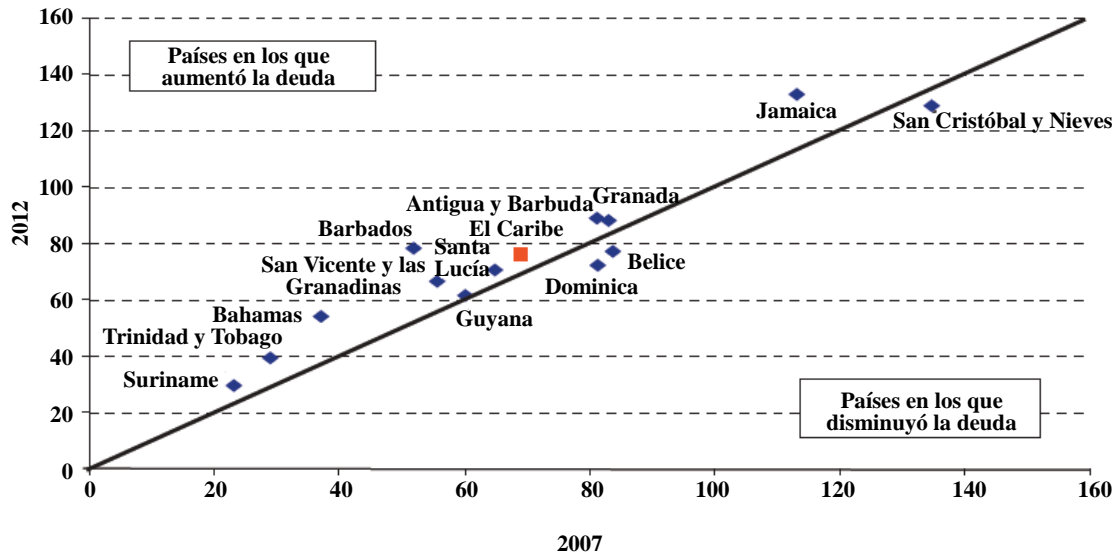
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

EL CARIBE: BALANCE PÚBLICO GLOBAL DEL GOBIERNO CENTRAL, 2007 Y 2012
-En porcentajes del PIB-



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

EL CARIBE: DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO CENTRAL, 2007 Y 2012
-En porcentajes del PIB-



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