



2017

Estudio Económico de América Latina y el Caribe

La dinámica del ciclo económico actual
y los desafíos de política para dinamizar
la inversión y el crecimiento



NACIONES UNIDAS

CEPAL

Documento informativo



2017

Estudio Económico de América Latina y el Caribe

La dinámica del ciclo económico actual
y los desafíos de política para dinamizar
la inversión y el crecimiento



NACIONES UNIDAS

CEPAL

Alicia Bárcena
Secretaria Ejecutiva

Antonio Prado
Secretario Ejecutivo Adjunto

Daniel Titelman
Director de la División de Desarrollo Económico

Ricardo Pérez
Director de la División de Publicaciones y Servicios Web

El *Estudio Económico de América Latina y el Caribe* es un documento anual de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). La elaboración de la edición de 2017 estuvo encabezada por Daniel Titelman, Director de la División, y la coordinación estuvo a cargo de Jürgen Weller.

En esta edición, la División de Desarrollo Económico contó con la colaboración de la División de Estadística, las sedes subregionales de la CEPAL en Ciudad de México y Puerto España, y las oficinas nacionales de la Comisión en Bogotá, Brasilia, Buenos Aires, Montevideo y Washington, D.C.

Las secciones de la primera parte, "Situación económica y perspectivas para 2017", se basan en insumos preparados por los siguientes expertos: Alejandra Acevedo, Claudio Aravena, Claudia de Camino, Rodrigo Cárcamo, Pablo Carvallo, Ivonne González, Michael Hanni, Juan Pablo Jiménez, Ricardo Martner, Esteban Pérez Caldentey, Ramón Pineda, Ignacio Ruelas, José Antonio Sánchez, Cecilia Vera y Jürgen Weller.

En la elaboración de la segunda parte, "La dinámica del ciclo económico actual y los desafíos de política para dinamizar la inversión y el crecimiento", participaron Michael Hanni, Ricardo Mayer, Esteban Pérez Caldentey, Ignacio Ruelas y Daniel Titelman.

Las notas sobre los países se basan en los estudios realizados por los siguientes expertos: Olga Lucía Acosta, Dillon Alleyne, Jennifer Alvarado, Anahí Amar, Martín Brum, Claudia de Camino, Rodrigo Cárcamo, Don Charles, Martín Cherkasky, Tomás Concha, Cameron Daneshvar, Stefanie Garry, Randolph Gilbert, Sonia Gontero, Michael Hendrickson, Cornelia Kaldewei, Álvaro Lalanne, Jesús López, Sheldon McLean, Rodolfo Minzer, Yaddi Miranda, Carlos Mussi, Ramón Padilla, Machel Pantin, Esteban Pérez Caldentey, Juan Carlos Ramírez, Juan Carlos Rivas, Indira Romero, Jesús Santamaría, Nyasha Skerrette y Francisco Villarreal. José Luis Germán, Michael Hanni y Albert Klein revisaron las notas de los países del Caribe. Georgina Cipoletta colaboró en la revisión de las notas de los países de América Latina.

Sonia Alborno, Manuel Cruz, Albert Klein, Gregory Quiroga, Adrián Riveros y Antonio Vicencio colaboraron como asistentes de investigación y en la preparación de la información estadística y la presentación gráfica.

Notas explicativas

- Los tres puntos (...) indican que los datos faltan, no constan por separado o no están disponibles.
- La raya (-) indica que la cantidad es nula o despreciable.
- La coma (,) se usa para separar los decimales.
- La palabra "dólares" se refiere a dólares de los Estados Unidos, salvo cuando se indique lo contrario.
- La barra (/) puesta entre cifras que expresen años (por ejemplo, 2013/2014) indica que la información corresponde a un período de 12 meses que no necesariamente coincide con el año calendario.
- Debido a que a veces se redondean las cifras, los datos parciales y los porcentajes presentados en los cuadros no siempre suman el total correspondiente.

Presentación.....	13
Resumen ejecutivo	15
Parte I	
Situación económica y perspectivas para 2017	21
Capítulo I	
Panorama regional	23
A. El contexto internacional.....	25
1. La actividad mundial mostraría en 2017 un mayor dinamismo que en 2016, como resultado del aporte tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes.....	25
2. En línea con la mayor actividad global, el comercio mundial ha cobrado cierto dinamismo en el primer trimestre de 2017, aunque las tasas de crecimiento aún continúan muy por debajo de las observadas antes de la crisis financiera mundial.....	26
3. A la recuperación de la actividad y del comercio mundial se agregan en 2017 precios de los productos básicos un 12% más altos que los de 2016, en promedio, con acento en la energía y los metales y minerales.....	27
4. Los mercados financieros iniciaron el año 2017 con una baja volatilidad y aumentos importantes de precios en los mercados accionarios.....	28
5. Se espera que en 2017 se mantenga la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo y del banco central del Japón, y que esta política sea más restrictiva en los Estados Unidos.....	30
6. La incertidumbre será una constante en 2017, debido a la persistencia de riesgos en varios frentes, y no es posible descartar nuevos episodios de aumento de la volatilidad financiera.....	30
B. El sector externo.....	33
1. Tras cinco años consecutivos de caídas, en 2017 los términos de intercambio aumentarán alrededor de un 3% en promedio en la región, aunque en algunos países sufrirán un deterioro derivado de los mayores precios de la energía y los alimentos.....	33
2. Se espera que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se mantenga estable en 2017, con mejoras del saldo comercial y de las remesas que se verían contrarrestadas por un aumento en el déficit de rentas.....	34
3. En 2017 mejora el saldo de la cuenta de bienes por segundo año consecutivo, esta vez por un aumento mayor de las exportaciones que de las importaciones.....	35
4. En 2017 se esperan mayores déficits en las cuentas de servicios y de renta, mientras que en el caso de la balanza de transferencias corrientes se espera un mayor superávit dado el paulatino aumento de los flujos de remesas hacia la región.....	38
5. Se espera que los flujos financieros repunten ligeramente en 2017, fruto de condiciones financieras más favorables a nivel mundial, y que sean más que suficientes para cubrir el déficit en cuenta corriente.....	39
6. El riesgo soberano de la región mantiene la tendencia a la baja que comenzó en febrero de 2016: a fin de mayo se situaba en 426 puntos básicos.....	40
7. Las emisiones de deuda de los países de la región en los mercados internacionales muestran un ligero descenso en el acumulado de enero a mayo de 2017 con respecto al mismo período del año anterior, principalmente producto de la combinación de las menores emisiones en la Argentina y México y el gran aumento de estas en el Brasil.....	41
C. La evolución de la liquidez a nivel global.....	43
1. El ritmo de expansión de la liquidez a nivel global mostró en su conjunto un menor dinamismo que en 2015.....	43
2. El comportamiento del crédito bancario se explica por la pérdida de importancia de los bancos globales en la provisión de liquidez a nivel mundial.....	44

3.	El crecimiento del mercado internacional de bonos responde a un aumento de su rentabilidad, propiciada por un contexto de bajas tasas de interés	47
4.	El mercado de bonos internacionales se concentra en las economías desarrolladas, si bien ha aumentado la participación de las economías en desarrollo	48
5.	El aumento de la participación de las economías en desarrollo en el mercado de bonos ha contribuido a incrementar su nivel de endeudamiento	49
D.	El desempeño interno	50
1.	Finaliza la contracción: se recupera lentamente el crecimiento económico en América Latina y se mantiene la elevada heterogeneidad entre los países	50
2.	La demanda interna crece, impulsada por la recuperación de la inversión y, en menor medida, por el consumo privado	51
3.	El aumento del ingreso nacional bruto disponible se refleja en una mayor disponibilidad de ahorro nacional en América Latina	53
4.	A partir del segundo semestre de 2016, la inflación promedio de las economías de América Latina y el Caribe se ha reducido, pese a que tres economías mantienen tasas superiores al 20%	54
5.	Desde mediados de 2016, la inflación se ha reducido en los distintos componentes del índice de precios al consumidor (IPC) y la inflación de alimentos muestra la mayor caída	56
6.	En el primer trimestre de 2017 los indicadores laborales muestran un nuevo deterioro, pero de menor magnitud que el registrado en 2016.....	58
7.	En 2016 la situación laboral en la región se deterioró de manera profunda y bastante generalizada	59
8.	En el primer trimestre de 2017 las tasas de ocupación y de participación experimentaron moderados cambios con respecto a su desempeño anterior, en un contexto heterogéneo.....	59
9.	El aumento del desempleo afectó levemente más a las mujeres	60
10.	El bajo o negativo crecimiento económico incide fuertemente en la generación de empleo asalariado.....	61
11.	La calidad del empleo sigue bajo amenaza	62
12.	La evolución de los salarios refleja la dinámica de bajo crecimiento de las economías y la evolución de la inflación.....	64
13.	A lo largo de 2017, el deterioro laboral interanual se moderará gradualmente.....	65
E.	Las políticas macroeconómicas.....	66
1.	El déficit fiscal en América Latina se mantendrá estable en 2017	66
2.	La región apuesta por una deuda pública sostenible y el crecimiento de la deuda disminuye.....	67
3.	Los ingresos públicos caerían en América Latina en 2017, lo que contrasta con el repunte previsto para el Caribe	69
4.	Se prevé un recorte del gasto público en América Latina en 2017, liderado por los países de América del Sur	72
5.	El espacio fiscal a nivel de los gobiernos subnacionales también se ha reducido.....	75
6.	Los gestores de políticas han empleado el espacio que tienen para estimular la demanda agregada interna, pero en algunos países este espacio se ha reducido de manera notable.....	78
7.	En los primeros cinco meses de 2017, las tasas de interés activas muestran una reducción y el crédito destinado al sector privado crece a un menor ritmo	81
8.	La dinámica de las monedas de la región fue heterogénea en 2016 y los primeros cuatro meses de 2017: en general, en las economías del sur las monedas se fortalecieron, mientras que en las economías del norte sufrieron depreciaciones y en algunos países, como México, experimentaron ambos fenómenos.....	83
9.	El tipo de cambio real efectivo de la región se depreció en 2016.....	85
10.	Las reservas internacionales de la región crecieron en los primeros cinco meses de 2017, aunque cayeron con respecto al PIB	86

F. Proyecciones del crecimiento económico	87
1. En 2017 el PIB de América Latina y el Caribe crecería un 1,1% en promedio y las economías de Centroamérica y México aún mostrarían un dinamismo notoriamente mayor al de las de América del Sur	87
2. Al igual que en años anteriores, se proyecta una dinámica de crecimiento cuya intensidad es distinta entre países y subregiones, y que responde, no solo a los impactos diferenciados del contexto internacional en cada economía, sino también a la dinámica de los componentes del gasto —principalmente el consumo y la inversión—, muy distinta en las economías del norte y en las del sur	88
Bibliografía	90
Parte II	
La dinámica del ciclo económico actual y los desafíos de política para dinamizar la inversión y el crecimiento.....	91
Introducción	93
Capítulo II	
Un análisis comparativo de los ciclos económicos en América Latina y el Caribe en el período 1990-2016.....	95
Introducción	97
A. Una comparación entre el ciclo actual (2009-2016) y los ciclos anteriores	99
B. Las características de la inversión en el ciclo 2009-2016	102
C. El comportamiento del consumo	106
D. El comportamiento del gasto de gobierno en el período 2009-2016	110
E. El comportamiento heterogéneo del ciclo de las exportaciones	113
Conclusiones	114
Bibliografía	115
Anexo II.A1	116
Anexo II.A2	117
Capítulo III	
La región en un contexto internacional de lento crecimiento y de globalización financiera	119
Introducción	121
A. El contexto internacional se caracteriza por una pérdida de dinamismo de la demanda agregada en el mundo desarrollado	122
B. La débil demanda agregada ha incidido significativamente en la caída del comercio	127
C. Pese al bajo dinamismo de la actividad real, la globalización financiera ha seguido su curso	129
D. Los impulsos externos hacia la región se han transmitido a través de canales reales	133
E. La globalización financiera ha permitido mantener el dinamismo de los flujos financieros hacia la región	137
F. El dinamismo de las finanzas ha tenido dos consecuencias en la región: el crecimiento del crédito para los hogares y una mayor dependencia del sector corporativo no financiero de las fuentes externas de financiamiento.....	140
Bibliografía	144
Anexo III.A1	145
Capítulo IV	
Las políticas económicas en el ciclo.....	147
Introducción	149
A. Los países de América Latina y el Caribe enfrentan un menor dinamismo de la demanda agregada externa	151
B. El aumento del consumo privado como sustento del crecimiento	154
C. La evolución del gasto público	156
D. El estado del sector corporativo no financiero y la dinámica de la inversión	160
E. La política fiscal en el ciclo	162
F. La política financiera en el ciclo.....	167
Bibliografía	171
Anexo estadístico	173

Cuadros

Cuadro I.1	Tasas de crecimiento del PIB y proyecciones, 2013-2018	25
Cuadro I.2	Tasas de variación de los precios internacionales de productos básicos, 2016 y 2017	28
Cuadro I.3	Promedio del rendimiento de los activos (ROA), el rendimiento del capital (ROE) y el apalancamiento de bancos de América Latina, los Estados Unidos, Europa y Asia, ponderado por el tamaño de sus activos en 2016, 2000-2016	45
Cuadro I.4	Participación de las emisiones de deuda internacional por sector institucional, según regiones del mundo en desarrollo, 2000-2016	48
Cuadro I.5	América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, diciembre de 2015 a mayo de 2017	56
Cuadro II.1	América Latina: duración, amplitud y efecto acumulativo de la contracción o expansión del PIB y de los componentes de la demanda agregada, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016	99
Cuadro II.2	América del Sur y Centroamérica: duración, amplitud y efecto acumulativo de la contracción o expansión del PIB y de los componentes de la demanda agregada, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016	100
Cuadro II.3	América Latina (promedio de 5 países): tasa de variación nominal del gasto en activos fijos e inversión de largo plazo, 2010-2015	103
Cuadro II.4	Duración y amplitud de los ciclos de los precios de los minerales, la energía y los productos agrícolas, datos mensuales, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016	113
Cuadro II.A2.1	América Latina y el Caribe (subregiones seleccionadas): composición de las importaciones y las exportaciones, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016	117
Cuadro II.A2.2	América Latina y el Caribe (subregiones seleccionadas): principales destinos de las exportaciones, 2015	118
Cuadro III.1	Tasas de crecimiento anual de las economías a nivel mundial, 2003-2008 y 2010-2016	122
Cuadro III.2	Crecimiento de la productividad en economías desarrolladas	126
Cuadro III.3	Regiones seleccionadas: crecimiento de las exportaciones, 1992-2016	127
Cuadro III.4	Estados Unidos: principales bancos con contratos de derivados, 2000-2015	131
Cuadro III.5	América Latina y el Caribe (subregiones y agrupaciones seleccionadas): tasa de variación del volumen de las exportaciones y de los términos de intercambio, 2003-2008 y 2012-2016	134
Cuadro III.6	América Latina y el Caribe: tasas de crecimiento anual del PIB tendencial, 2003-2008 y 2010-2016	136
Cuadro III.7	América Latina: episodios extremos de flujos financieros brutos, 1990-2015	138
Cuadro III.8	América Latina y el Caribe: tasa de crecimiento de la razón entre crédito privado y PIB, 1995-2008 y 2010-2015	140
Cuadro III.9	América Latina (17 países): acervo de deuda internacional y proporción respecto del total y del PIB del país, período 2000-2007 a primer trimestre de 2016	142
Cuadro III.A1.1	América Latina (18 países): tasa de crecimiento de la razón entre crédito privado y PIB, 1995-2008 y 2010-2015	145
Cuadro III.A1.2	América Latina (18 países): crecimiento de la formación bruta de capital fijo, 2003-2008 y 2010-2015	145
Cuadro III.A1.3	América Latina (18 países): crecimiento promedio del volumen de las exportaciones, 2003-2008 y 2010-2016	146
Cuadro IV.1	América Latina (grupos seleccionados de países): coeficiente de correlación entre las tasas de crecimiento del PIB y de las exportaciones, del PIB y del tipo de cambio real efectivo, y de las exportaciones y del tipo de cambio real efectivo, 1990-2016	151
Cuadro IV.2	América Latina (16 países): elasticidad ingreso de las exportaciones, 1990-2016	152
Cuadro IV.3	América Latina y el Caribe (países seleccionados): reglas fiscales, 2017	164

Gráficos

Gráfico I.1	Tasa de variación interanual del índice desestacionalizado de volumen de comercio mundial, enero de 2003 a marzo de 2017	27
Gráfico I.2	Índices de volatilidad en los mercados financieros, enero de 2015 a junio de 2017	29
Gráfico I.3	Índices de precios en mercados accionarios	29

Gráfico I.4	América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación de los términos de intercambio, 2013-2017	33
Gráfico I.5	América Latina (19 países): cuenta corriente de la balanza de pagos según componentes, 2006-2017	34
Gráfico I.6	América Latina (13 países): tasa de variación interanual de las importaciones de bienes, 2013-2017.....	35
Gráfico I.7	América Latina (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las importaciones de bienes según volumen y precios, 2017	36
Gráfico I.8	América Latina (13 países): tasa de variación interanual de las exportaciones de bienes	37
Gráfico I.9	América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las exportaciones de bienes según volumen y precios, 2017	37
Gráfico I.10	América Latina y el Caribe (países seleccionados): variación interanual de los ingresos por remesas de emigrados, 2015-2017	39
Gráfico I.11	América Latina (4 países): flujos de inversión directa neta y demás flujos financieros, primer trimestre de 2008 a primer trimestre de 2017	40
Gráfico I.12	América Latina (13 países): riesgo soberano según el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), enero de 2012 a mayo de 2017	41
Gráfico I.13	América Latina (16 países): emisiones de deuda en los mercados internacionales, enero a mayo de 2016 y enero a mayo de 2017	42
Gráfico I.14	Tasa de variación de la liquidez global, 2000-2016	43
Gráfico I.15	Tasas de variación del crédito bancario y de las emisiones de deuda pendiente a nivel global en períodos seleccionados, 2000-2016	44
Gráfico I.16	Índices de capitalización de los sistemas bancarios de los Estados Unidos y Europa, 2007-2017	46
Gráfico I.17	Evolución de los índices de los rendimientos de bonos internacionales (Barclays Capital y Merrill Lynch), del mercado de valores (S&P 500), de los productos básicos y de bonos del tesoro, enero de 2008 a enero de 2016	47
Gráfico I.18	Deuda del sector privado como proporción del PIB en economías en desarrollo y economías desarrolladas, 2000, 2008 y 2016	49
Gráfico I.19	América Latina: tasa de variación del PIB trimestral con relación al mismo trimestre del año anterior, promedio ponderado, primer trimestre de 2009 a primer trimestre de 2017.....	50
Gráfico I.20	América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, primer trimestre de 2008 a primer trimestre de 2017	51
Gráfico I.21	América Latina: financiamiento de la inversión interna bruta, 1990 a primer trimestre de 2017	53
Gráfico I.22	América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, promedio ponderado, enero de 2011 a mayo de 2017	55
Gráfico I.23	América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, general, subyacente, de alimentos, de bienes y de servicios, promedio ponderado, enero de 2011 a mayo de 2017	57
Gráfico I.24	América Latina y el Caribe (11 países): tasas de ocupación, participación y desempleo y su variación interanual, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2017	58
Gráfico I.25	América Latina y el Caribe (11 países): variación interanual de las tasas de participación, ocupación y desempleo por sexo, promedio simple, primer trimestre de 2017	61
Gráfico I.26	América Latina: crecimiento económico y variación del trabajo por cuenta propia y el empleo asalariado, 2000-2016.....	62
Gráfico I.27	América Latina (países seleccionados): variación interanual del empleo registrado, enero de 2013 a marzo de 2017.....	63
Gráfico I.28	América Latina (países seleccionados): variación interanual de la tasa de subempleo horario, primer trimestre de 2016 a primer trimestre de 2017	64
Gráfico I.29	América Latina (países seleccionados): variación interanual del salario real del empleo registrado, primer trimestre de 2015 a primer trimestre de 2017	65
Gráfico I.30	América Latina y el Caribe: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2010-2017	66
Gráfico I.31	América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del gobierno central, 2016 y primer trimestre de 2017	68

Gráfico I.32	América Latina (17 países): pago de intereses de la deuda pública, 2016 y 2017	69
Gráfico I.33	América Latina y el Caribe: estructura de los ingresos públicos de los gobiernos centrales, 2015-2017	70
Gráfico I.34	América Latina: evolución de la recaudación del impuesto sobre la renta y el impuesto sobre el valor agregado (IVA), acumulada en 12 meses, primer trimestre de 2013 a primer trimestre de 2017	70
Gráfico I.35	América Latina y el Caribe: estructura de los gastos públicos de los gobiernos centrales, 2015-2017	72
Gráfico I.36	América Latina (10 países): resultados fiscales de los gobiernos subnacionales, 2004-2016.....	75
Gráfico I.37	América Latina: evolución de la estructura de los ingresos fiscales y tributarios subnacionales, 2000-2016.....	76
Gráfico I.38	América Latina (5 países): evolución de la deuda subnacional, 2004-2016	78
Gráfico I.39	América Latina (países seleccionados): tasa de política monetaria en los países que la emplean como principal instrumento, enero de 2013 a mayo de 2017	80
Gráfico I.40	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): evolución de la base monetaria en los países que emplean agregados como principal instrumento de política monetaria, primer trimestre de 2010 a primer trimestre de 2017	81
Gráfico I.41	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): promedio de las tasas de interés activas, enero de 2010 a abril de 2017	82
Gráfico I.42	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): evolución del crédito interno otorgado al sector privado, promedios de las tasas anualizadas, primer trimestre de 2013 a primer trimestre de 2017	82
Gráfico I.43	América Latina y el Caribe (países seleccionados): índice del tipo de cambio nominal respecto del dólar, enero de 2014 a abril de 2017.....	83
Gráfico I.44	América Latina y el Caribe: índice del tipo de cambio real efectivo extrarregional por subregiones, enero de 2014 a abril de 2017.....	85
Gráfico I.45	América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales brutas, 2000-2017	86
Gráfico I.46	América Latina y el Caribe: tasa proyectada de crecimiento del PIB, 2017	87
Gráfico I.47	América del Sur: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2008 a 2017	88
Gráfico I.48	Centroamérica y México: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2008 a 2017	89
Gráfico II.1	América Latina y el Caribe: composición de las importaciones totales de bienes, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016.....	104
Gráfico II.2	América Latina y el Caribe: elasticidad de las importaciones de bienes y servicios con respecto al PIB, promedios, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016.....	105
Gráfico II.3	América del Sur y Centroamérica: elasticidad de las importaciones con respecto al PIB en las distintas fases del ciclo económico, 1990-2016.....	105
Gráfico II.4	América Latina y el Caribe (subregiones seleccionadas): tasa de variación promedio del consumo privado en términos reales, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016	106
Gráfico II.5	América del Sur y Centroamérica: tasa de variación del crédito al consumo, mediana, período 2000-2008, 2009 y período 2010-2016.....	107
Gráfico II.6	América del Sur y Centroamérica: participación del crédito al consumo en el total del crédito otorgado por la banca comercial, mediana, 2002-2016.....	107
Gráfico II.7	América Latina (subregiones seleccionadas) y México: descomposición del ingreso nacional bruto, por componentes, 1990-2015.....	109
Gráfico II.8	América Latina (subregiones seleccionadas): ingresos y gastos totales del gobierno central, 2000-2016	112
Gráfico III.1	Tasa de crecimiento anual del PIB y de la formación bruta de capital fijo en las economías avanzadas, 2003-2007, 2008-2009 y 2010-2015.....	122
Gráfico III.2	Evolución del índice de incertidumbre económica, 1997-2016.....	123
Gráfico III.3	Canadá, Estados Unidos y Francia: tasas de variación de los beneficios y de la inversión, 1991-2016	125

Gráfico III.4	Contribución de la demanda agregada mundial al crecimiento del comercio, 1991-1999, 2000-2007 y 2011-2015.....	128
Gráfico III.5	Estados Unidos y Europa: apalancamiento promedio de los bancos globales, 2000, 2007 y 2015.....	129
Gráfico III.6	Estados Unidos, zona del euro y Japón: tasa de crecimiento de los préstamos bancarios transfronterizos, 2001-2008, 2008-2009 y 2010-2015.....	130
Gráfico III.7	América Latina, Estados Unidos, Europa y Asia: promedio de la interconectividad de los bancos más grandes, ponderado por el tamaño de los activos totales, 2000-2016.....	132
Gráfico III.8	América Latina (18 países): variación de los términos de intercambio y participación de las manufacturas en el total de exportaciones, 2002-2008 y 2010-2015.....	135
Gráfico III.9	América Latina (países seleccionados): variación de las tasas de crecimiento promedio de los términos de intercambio y del PIB según estructura exportadora de los países, entre los períodos 2003-2008 y 2012-2016.....	135
Gráfico III.10	América Latina y el Caribe: flujos financieros netos y brutos recibidos, 2000-2016.....	137
Gráfico III.11	América Latina: promedio de los flujos financieros anuales como proporción del PIB y participación de las manufacturas en el total de exportaciones, 2002-2008 y 2010-2016.....	139
Gráfico III.12	América Latina (países seleccionados): evolución de la brecha de crédito respecto del PIB.....	141
Gráfico III.13	América Latina (17 países): evolución del acervo de deuda internacional securitizada por sector emisor, datos trimestrales, primer trimestre de 2000 a primer trimestre de 2016.....	143
Gráfico IV.1	América Latina (países seleccionados): deuda de los hogares, 2011-2016.....	154
Gráfico IV.2	América Latina (países seleccionados): carga financiera promedio de los hogares, 2006-2016.....	155
Gráfico IV.3	América Latina (países seleccionados): carga financiera de los hogares, por estratos de ingresos, 2014.....	155
Gráfico IV.4	América Latina (promedio de 19 países): variación interanual de la deuda pública bruta del sector público no financiero como proporción del producto, 2000-2016.....	156
Gráfico IV.5	América Latina (19 países): deuda pública bruta del sector público no financiero, 2008, 2015 y 2016.....	157
Gráfico IV.6	El Caribe (13 países): deuda pública bruta del sector público no financiero, 2008, 2015 y 2016.....	157
Gráfico IV.7	América Latina (grupos seleccionados de países): deuda del sector público no financiero, por estructura productiva, 2009-2016.....	158
Gráfico IV.8	América Latina (grupos seleccionados de países): participación de la deuda externa del sector público no financiero en el total de la deuda del sector, por estructura productiva, 2016.....	158
Gráfico IV.9	América Latina (países seleccionados): apalancamiento, rentabilidad y tasa de variación de la inversión del sector corporativo no financiero, 2009 y 2015.....	160
Gráfico IV.10	América Latina (países seleccionados): participación de los activos y el gasto en capital fijo e inversión de largo plazo del sector corporativo no financiero respecto del PIB, 2015.....	161
Gráfico IV.11	América Latina (países seleccionados): participación de las empresas del sector corporativo no financiero que emitieron deuda en los mercados internacionales de bonos en el total de empresas, de activos y de gasto en capital fijo e inversión de largo plazo, 2015.....	161
Gráfico IV.12	América Latina: multiplicadores acumulativos, desagregados por tipo de gasto, 1990-2014.....	162
Gráfico IV.13	América Latina (países seleccionados): evolución del PIB, de la demanda agregada (crédito más PIB) y de la proporción del crédito respecto del PIB, primer trimestre de 2009 a tercer trimestre de 2016.....	168
Recuadros		
Recuadro I.1	El impacto en la región de programas de regularización de activos no declarados.....	71
Recuadro I.2	El recorte del gasto público: una mirada según las funciones de gobierno.....	74
Recuadro II.1	Producto interno bruto (PIB) e ingreso nacional bruto disponible.....	108
Recuadro II.2	Medidas contracíclicas seleccionadas para atenuar los efectos de la crisis financiera mundial en países seleccionados de América Latina.....	110
Recuadro III.1	Un ejercicio econométrico de los determinantes de la inversión en los países desarrollados.....	124
Recuadro IV.1	Metodología para la estimación de la demanda agregada total.....	167



Presentación y resumen ejecutivo

Presentación

En su edición número 69, que corresponde a 2017, el *Estudio Económico de América Latina y el Caribe* consta de tres partes. En la primera se resume el desempeño de la economía regional durante 2016 y se analiza la evolución durante los primeros meses de 2017, así como las perspectivas para el año en su conjunto. Se examinan los factores externos e internos que han incidido en el desempeño económico de la región y se destacan algunos de los desafíos para las políticas macroeconómicas en un contexto externo caracterizado por una modesta aceleración del crecimiento económico y del comercio global, y una persistente incertidumbre, que es resultado, sobre todo, de factores políticos.

En la sección temática de este estudio se busca, por un lado, analizar las características del ciclo actual que vive la región (2009-2016) y contrastarlas con las de los dos ciclos anteriores (1990-2001 y 2002-2008); por otro lado, se procura identificar y explicar algunos de los determinantes del ciclo y delinear posibles estrategias para retomar el crecimiento. Se destaca que la dinámica del ciclo actual se ve impulsada esencialmente por el consumo privado y el gasto de gobierno. En cambio, la inversión y las exportaciones, que son los determinantes más importantes de la demanda agregada para la acumulación de capital, la generación de capacidades productivas y el crecimiento de largo plazo, han jugado un papel secundario en el crecimiento económico. El ciclo actual y su contexto externo presentan importantes desafíos para la coyuntura en el corto plazo y para retomar el crecimiento de la región en el mediano y largo plazo.

La tercera parte, que está disponible en la página web de la CEPAL (www.cepal.org), contiene las notas sobre el desempeño económico de los países de América Latina y el Caribe en 2016 y el primer semestre de 2017, así como los respectivos anexos estadísticos. La información que se presenta ha sido actualizada al 30 de junio de 2017.

Resumen ejecutivo

A. Situación económica y perspectivas para 2017

En un contexto de moderado pero sostenido crecimiento de la economía mundial, de mejora en los precios de las materias primas que exporta la región y de alta incertidumbre derivada de los riesgos políticos globales, se mantiene la proyección de un cambio positivo en la dinámica de crecimiento regional para el año en curso, lo que llevaría a una lenta expansión económica tras dos años de contracción del PIB regional. Para 2017 se espera un alza del 1,1% en la tasa de crecimiento promedio. Esto significa un aumento nulo del PIB per cápita de la región en promedio. A nivel subregional se mantendrán las distintas intensidades en la dinámica de crecimiento entre países y subregiones. En América del Sur se espera un crecimiento del 0,6%; en Centroamérica y México, del 2,5%, y en el Caribe, del 1,2%.

Las perspectivas de crecimiento regional y subregional reflejan factores tanto externos como internos. En lo que respecta al contexto externo, la economía mundial muestra una consolidación del crecimiento a tasas moderadas, y cerraría el año con un crecimiento del 2,7%, tres décimas más alto que el del año pasado. Este resultado refleja el desempeño de las economías desarrolladas y en desarrollo.

Para el primer grupo de economías se espera un crecimiento cercano al 2%, con una tasa de crecimiento de los Estados Unidos del 2,1%. Para las economías emergentes se espera en 2017 una tasa de crecimiento mayor (4,2%), con una tasa esperada de crecimiento para China del 6,5%, dos décimas menor que la de 2016.

Concomitantemente con el dinamismo moderado del crecimiento del PIB mundial, la expansión del volumen del comercio mundial se situaría en niveles aún inferiores a los registrados antes de la crisis financiera mundial. No obstante, en línea con la mayor actividad global, el comercio internacional ha comenzado a cobrar también cierto dinamismo que se ha observado en los primeros meses de 2017. Así, se espera que el año cierre con un crecimiento del volumen del comercio mundial cercano al 2,4%, bastante superior al observado en los últimos años.

Entre los factores que explican la evolución del comercio mundial cabe destacar el lento crecimiento de los componentes de la demanda agregada intensivos en comercio, en particular la inversión. En este sentido, un aumento del volumen del comercio en 2017 reflejaría una ligera mejora de la inversión, no solo en los Estados Unidos sino también en la zona del euro y en algunas economías emergentes, si bien esta se sitúa aún por debajo del ritmo registrado previo a la crisis financiera mundial.

A este escenario de mejora de la actividad económica se agrega un mayor nivel de precios de los productos básicos, que serían, en promedio, un 12% más altos que los de 2016, y entre los que destacan los rubros energéticos, que aumentarían un 19%, y los metales y minerales, que lo harían un 16%. Los precios agropecuarios serían un 3% superiores, en promedio, a los de 2016.

El comportamiento de los mercados financieros internacionales que han registrado niveles históricamente bajos de volatilidad también ha contribuido a potenciar un contexto de mejoras económicas. Más allá de episodios puntuales de aumentos, la tendencia a la baja en la volatilidad se da tanto en los mercados europeos como en los de economías emergentes y en el de los Estados Unidos. De acuerdo con esto, en ausencia de niveles altos de aversión al riesgo en los mercados, los flujos de capital de cartera hacia las economías emergentes han aumentado en los primeros cinco

meses de 2017 y los precios de los activos financieros, en particular en los mercados accionarios, se han fortalecido, apoyados en las mejores perspectivas de crecimiento de la actividad económica para este año.

Un elemento importante para entender el desempeño del contexto financiero global y la forma en que afecta a las economías de la región es el cambio en la dinámica y composición de la liquidez global. Durante el período 2000-2008, la liquidez global era impulsada por los grandes bancos globales, cuya estrategia se centró en un apalancamiento procíclico con un elevado grado de interconectividad, consecuencia de la creciente globalización financiera. Durante este período se registra un aumento sin precedentes del volumen de activos y, sobre todo, del volumen de derivados a nivel global. A partir de la crisis financiera de 2008-2009, la liquidez global sufre una clara pérdida de dinamismo. Las tasas de crecimiento del crédito tienden a disminuir significativamente y este fenómeno se observa con mayor intensidad en las economías desarrolladas que en las economías en desarrollo.

A partir de 2010 los bancos globales inician un proceso de desapalancamiento, lo que explica su pérdida de importancia como proveedores de liquidez. El sistema bancario global se ha vuelto menos dinámico al tiempo que el mercado global de bonos ha aumentado su importancia como proveedor de liquidez. El desempeño del mercado global de bonos se refleja en su creciente importancia como fuente de financiamiento.

A nivel sectorial, los datos muestran una disminución del peso del sector gubernamental y el aumento del correspondiente al sector financiero y su fuerte presencia como emisor de valores internacionales para todas las regiones en desarrollo. En el caso de América Latina y el Caribe el sector corporativo no financiero se ha convertido en el emisor de valores más importante después del gobierno. El aumento de la participación de las economías en desarrollo en el mercado de bonos ha contribuido a aumentar su nivel de endeudamiento.

A pesar de la consolidación del crecimiento y de una menor volatilidad financiera, las incertidumbres políticas y comerciales derivadas de las tendencias proteccionistas han aumentado lo que podría incidir, no solo en la incertidumbre global, sino también en el desempeño de la actividad real a nivel mundial.

Desde la óptica regional, se espera que en 2017 el saldo en cuenta corriente se mantenga en niveles similares a los de 2016, en torno al -1,9% del PIB. La balanza de bienes continuará ampliando su superávit en 2017 pero, a diferencia de lo ocurrido en 2016 en que se produjo una fuerte contracción de las importaciones, el resultado será consecuencia de un mayor crecimiento de las exportaciones respecto del de las importaciones, en línea con la mejora en los términos de intercambio de la región. Durante 2017, la recuperación de los precios de los productos básicos y el aumento del volumen exportado tendrán un impacto positivo en el valor de las exportaciones regionales, que podrían crecer por primera vez tras cuatro años consecutivos de caídas.

Según cifras oficiales, en marzo de este año se observaba un crecimiento de las exportaciones de casi un 15% interanual en el promedio de 13 países de la región. Para el año completo se proyecta un crecimiento de las exportaciones del 8% como resultado de un aumento del 2% del volumen exportado y un incremento del 6% de los precios de las exportaciones.

El mejor desempeño de las exportaciones estará acompañado por un aumento en los flujos de remesas, que tienen un significativo impacto en la dinámica de consumo en muchos países de la región.

En lo que se refiere a factores internos, los indicadores disponibles para los primeros meses de 2017 sugieren que las economías de la región se mantienen en una senda de crecimiento positivo. La demanda interna crece, impulsada por mayores

exportaciones y el consumo. El incremento de la demanda interna regional, del 1,1% en el primer trimestre de 2017, es resultado de un aumento del 1,6% en el consumo privado, que compensó tanto la caída de la formación bruta de capital fijo (-0,2%) como del gasto público (-0,2%).

En el ámbito del empleo, en el primer trimestre de 2017, a nivel regional, el mercado laboral continuó deteriorándose como consecuencia de una nueva caída interanual de la tasa de ocupación urbana, en el contexto de un incremento de la oferta laboral (aumento de la tasa de participación). En consecuencia, en un grupo de países de los que se cuenta con información trimestral, la tasa de desempleo urbano aumentó de un 8,1% en el año móvil comprendido entre abril de 2015 y marzo de 2016 a un 9,8% en el año móvil comprendido entre abril de 2016 y marzo de 2017.

Sin embargo, a la par que se produjo un modesto repunte del crecimiento económico, en el primer trimestre de 2017 este deterioro del mercado laboral se desaceleró y fue menos generalizado que en 2016. Para la región en su conjunto se espera que el aumento de la tasa de desempleo urbano se atenúe a lo largo del año de manera que, en el promedio anual, aumente de un 8,9% en 2016 a un 9,4% en 2017. Con ello se acumularía un aumento de la tasa de desempleo urbano de 2,5 puntos porcentuales entre 2014 y 2017.

La caída de la tasa de ocupación, como causante principal del desempleo creciente, se debe, sobre todo, a la debilidad en la generación de empleo asalariado. La correlación entre crecimiento y empleo asalariado es bastante significativa, por lo que el lento crecimiento de los últimos años se ha traducido en una baja creación de este tipo de empleo.

Durante el primer trimestre de 2017, el empleo asalariado registró un incremento de solo un 0,1%, lo que incentivó una expansión del trabajo por cuenta propia que compensó parcialmente la debilidad en la generación de empleo asalariado, si bien con un deterioro de la calidad del trabajo. Por otra parte, en la mediana de los países con información, los salarios medios reales del empleo registrado aumentaron en el primer trimestre un 1,5%, en buena parte como consecuencia de la inflación decreciente en varios países.

En el ámbito fiscal, el déficit promedio en América Latina se mantendrá estable en 2017, en torno al -3,1% del PIB, aunque con tendencias distintas según la subregión. En el norte de la región —incluidos Centroamérica, Haití, México y la República Dominicana— se prevé que el déficit fiscal aumente después de tres años consecutivos de reducciones significativas y que alcance un -2,4% del PIB, principalmente por una desaceleración del aumento de los ingresos públicos. Por el contrario, en América del Sur los presupuestos parecen indicar que el déficit fiscal se reducirá del -4,2% del PIB en 2016 al -3,9% del PIB en 2017 como resultado de un recorte significativo del gasto público. En el Caribe se prevé que el déficit fiscal aumentará y que pasará del -2,1% del PIB en 2016 al -2,3% del PIB en 2017.

Al igual que en 2016, en el primer trimestre de 2017 la deuda pública del gobierno central alcanzó en América Latina un promedio simple del 37,3% del PIB. Aunque los niveles de endeudamiento se mantienen altos en algunos países, la dinámica de crecimiento de la deuda ha disminuido. En el Caribe la deuda pública mantuvo su tendencia a la baja y cayó de un promedio del 74,2% del PIB a fines de 2016 a uno del 72,7% del PIB en el primer trimestre de 2017.

Por su parte, los ingresos públicos caerían en América Latina en 2017, lo que contrasta con el repunte previsto para el Caribe. Los ingresos fiscales en América Latina pasarán del 18,3% del PIB en 2016 al 18,1% en 2017. En particular, se prevé una caída de los ingresos tributarios a nivel de los gobiernos centrales (del 15,7% del PIB en 2016 al 15,5% del PIB en 2017). Cabe mencionar que esta dinámica refleja, en parte, la comparación con el alza inesperada de estos ingresos que se produjo en 2016, debido, también en

parte, a efectos transitorios como los de la aplicación de nuevas medidas administrativas de fiscalización en algunos países, especialmente en el norte de América Latina, y la percepción de ingresos extraordinarios obtenidos como resultado de amnistías tributarias en América del Sur, que suavizaron la caída de los ingresos públicos en estos países.

En el Caribe los ingresos públicos totales aumentarían del 27,4% del PIB en 2016 al 27,7% del PIB en 2017, aunque estas cifras ocultan una gran heterogeneidad de resultados entre los países.

Como expresión de la consolidación fiscal en varios países, se prevé un recorte del gasto público en América Latina en 2017, sobre todo en los países de América del Sur, donde caería del 24,3% del PIB en 2016 al 24,0% del PIB. En cambio, en Centroamérica, Haití, México y la República Dominicana se espera que el gasto público se mantenga estable con respecto al producto (18,7% del PIB). Cabe subrayar que el recorte del gasto público en América Latina se basa principalmente en una reducción de los gastos de capital. En el Caribe se espera un aumento del gasto público del 29,5% del PIB en 2016 al 30,0% del PIB en 2017, con una cierta reorientación hacia mayores gastos de capital, lo que obedece, en parte, a las necesidades de reconstrucción de algunos países del Caribe tras el paso del huracán Matthew en octubre de 2016.

En el ámbito de la política monetaria varios bancos centrales de la región han tendido a adoptar políticas expansivas, si bien en algunos casos el espacio del que disponen las autoridades se ha reducido, ya sea porque la inflación se mantuvo por encima de las metas oficiales o por factores externos, como una mayor incertidumbre de índole política, que incrementaron la volatilidad cambiaria en muchos países de la región.

En general, los países que emplean tasas de referencia de política monetaria (TPM) como su principal instrumento de política, han tendido a modificarlas en la misma dirección en que ha evolucionado la inflación. Así, en los países de América del Sur en que la inflación ha disminuido, los bancos centrales han bajado sus TPM. Los bancos centrales de los países del norte de la región han visto reducido el espacio de las autoridades para estimular la actividad económica y han respondido con aumentos de sus tasas de referencia al incremento de la inflación y a la volatilidad cambiaria que han experimentado algunas de las monedas de la subregión desde mediados de 2016.

En el primer trimestre de 2017 se registró una desaceleración del crecimiento del crédito interno destinado al sector privado en términos nominales y reales, especialmente en las economías de América del Sur, si bien se mantiene aún por encima de su tendencia histórica. En las economías de Centroamérica y México el crédito interno en términos reales creció, en promedio, a una tasa del 6,9% en el primer trimestre de 2017.

Al igual que en 2016, la dinámica de las monedas de la región ha sido heterogénea en los primeros cuatro meses de 2017. En general, en las economías del sur las monedas se fortalecieron, mientras que en las economías del norte sufrieron depreciaciones y en algunos países, como México, experimentaron ambos fenómenos en distintos momentos.

En los primeros cinco meses de 2017, las reservas internacionales de América Latina y el Caribe se incrementaron un 2,2% respecto del valor registrado al cierre de 2016. Esto equivale a una acumulación de 17.996 millones de dólares. Si bien las reservas se incrementaron en la región en su conjunto, la acumulación observada en la Argentina (6.370 millones de dólares) y en el Brasil (11.961 millones de dólares) da cuenta de casi la totalidad del aumento de las reservas en la región. En términos del PIB, las reservas internacionales en los cinco primeros meses de 2017, para el promedio de la región, cayeron 0,6 puntos porcentuales.

A partir del segundo semestre de 2016, la inflación promedio de las economías de América Latina y el Caribe se ha reducido, pese a que tres economías mantienen tasas superiores al 20%. Esta tendencia se ha mantenido en los primeros cinco meses de 2017, en que la inflación promedio de la región cayó 1,7 puntos porcentuales, pasando del 7,3% en 2016 al 5,7% en mayo de 2017.

Tras este comportamiento promedio de la región, la dinámica de la inflación en las economías de América Latina y el Caribe exhibe una gran heterogeneidad. Desde mediados de 2016, la inflación se ha reducido en las economías de América del Sur y en las economías de Caribe de habla no hispana, mientras que se ha incrementado en la subregión configurada por los países de Centroamérica, Haití, México y la República Dominicana.

B. La dinámica del ciclo económico actual y los desafíos de política para dinamizar la inversión y el crecimiento

La coyuntura de 2016 y 2017 en América Latina y el Caribe y sus subregiones puede interpretarse a la luz del análisis del ciclo económico, que constituye el tema central de la segunda parte de esta edición del *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*. Esa segunda parte busca, por un lado, analizar las características del ciclo actual que vive la región (2009-2016) y contrastarlas con las de los dos ciclos anteriores (1990-2001 y 2002-2008); por otro lado, tiene como objetivo identificar y explicar algunos de los determinantes del ciclo y delinear posibles estrategias para retomar el crecimiento.

La dinámica del ciclo actual se ve impulsada esencialmente por el consumo privado y el gasto de gobierno. En cambio, la inversión y las exportaciones, que son los determinantes más importantes de la demanda agregada para la acumulación de capital, la generación de capacidades productivas y el crecimiento de largo plazo, han jugado un papel secundario en el crecimiento económico.

El ciclo actual y sus características responden a los cambios en las economías desarrolladas, que se han plasmado en una disminución de la tasa de crecimiento del PIB tendencial y el estancamiento de la inversión bruta debido al impacto de la crisis financiera mundial. Esto se explica por la incertidumbre respecto de las condiciones económicas y, sobre todo, las incertidumbres de índole política que afectan negativamente las decisiones de inversión del sector corporativo no financiero, pese a las condiciones financieras más estables y favorables.

La debilidad de la demanda agregada mundial ha incidido significativamente en la caída del comercio. Los datos disponibles desde 1990 hasta 2016 muestran que la tasa de crecimiento del comercio a nivel mundial pasó, en promedio, del 7,3% en la década de 1990 al 4,5% en la década de 2000.

El desempeño del comercio responde, en parte, a factores de carácter estructural, como la pérdida de importancia de las cadenas globales de valor, pero también al comportamiento de la demanda agregada. Un ejercicio de descomposición entre estos factores llevado a cabo por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) muestra que en el período 2011-2015 más del 40% de las variaciones del comercio obedecen a la demanda agregada mundial¹.

Pese a los cambios acaecidos en la esfera de la actividad real, la globalización financiera ha seguido su curso. Ha podido resistir los embates de la crisis financiera mundial y la brecha de financiamiento provocada por el impacto de esta crisis en el sistema financiero y, sobre todo, en la banca mundial ha sido cubierta por el dinamismo del mercado de capitales y, en particular, del mercado de bonos. Además, en vista de la caída de sus tasas de beneficio, los bancos mundiales han vuelto a adoptar estrategias basadas, en parte, en el aumento del volumen de derivados y la interconectividad para expandir su rentabilidad.

¹ Véase Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), "Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?", *OECD Economic Policy Paper*, N° 18, 2016.

Este nuevo contexto mundial, caracterizado por un menor dinamismo de la demanda externa y una globalización financiera que sigue su curso, ha llevado a que los impulsos externos hacia la región se transmitan a través de los canales reales, más que de los financieros, y, en particular, a través del canal comercial. Dado el estrecho vínculo entre el comercio y la estructura productiva de las economías, el impacto de los choques externos ha sido heterogéneo en la región. En términos comparativos, los países productores y exportadores de hidrocarburos y productos minerales han sido los más afectados por el contexto externo, mientras que el impacto en los países centroamericanos ha sido menor.

La globalización financiera ha permitido mantener el dinamismo de los flujos financieros hacia la región con dos consecuencias importantes. Por una parte, la región ha experimentado un rápido aumento del crédito al sector privado con la consecuente expansión de los niveles de deuda de los hogares. Por otra parte, el endeudamiento también ha afectado al sector corporativo no financiero de América Latina, que al igual que ocurrió en otras economías emergentes, aprovechó la creciente importancia de los mercados internacionales de bonos.

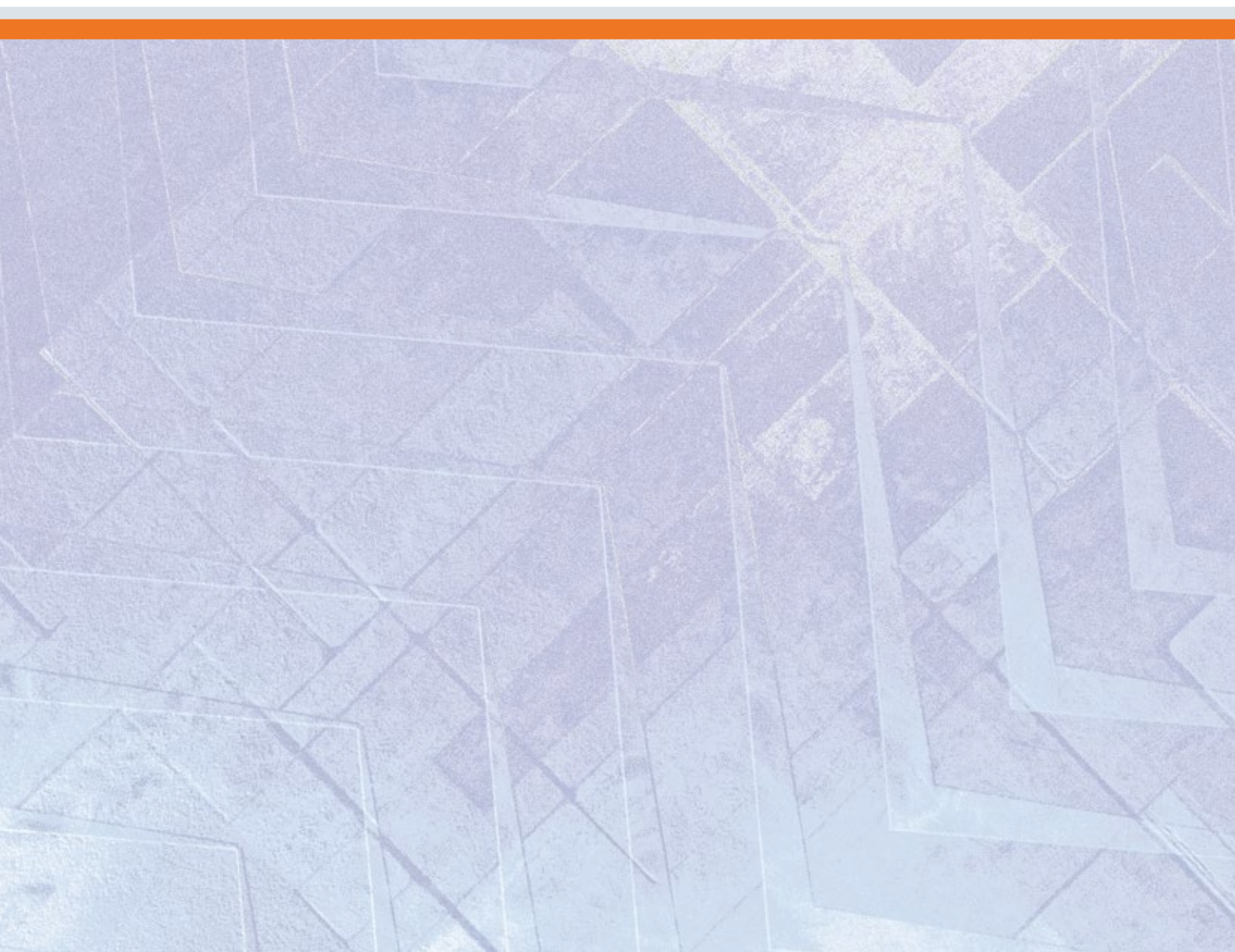
El ciclo actual presenta importantes desafíos para el manejo de la coyuntura en el corto plazo y para retomar el crecimiento de mediano y largo plazo de la región. El bajo dinamismo de la demanda agregada a nivel mundial hace difícil que el crecimiento se retome en el corto y mediano plazo a través del sector exportador, como ocurrió en el período anterior 2002-2008. Este argumento se refuerza por la baja elasticidad de las exportaciones de la región hacia el resto del mundo. Finalmente, los ajustes que se hagan en el tipo de cambio pueden resultar poco eficaces para potenciar las exportaciones si existe un estancamiento en la demanda agregada mundial.

Estimular la demanda a través del consumo privado tampoco constituye una opción viable para lograr un crecimiento sostenible de largo plazo. Este tipo de estrategia en un contexto de bajo crecimiento puede conllevar la posibilidad de que una situación de endeudamiento imponga una carga financiera desproporcionada respecto del ingreso, lo que puede generar situaciones insostenibles en el tiempo.

En cuanto al consumo público, aunque un aumento de los déficits fiscales puede incentivar el crecimiento por el lado de la demanda, su impulso es limitado debido al escaso peso que tienen las transacciones gubernamentales en el PIB. Más importante aún, un aumento del déficit fiscal genera mayores necesidades de financiamiento, que suelen conllevar un incremento de la deuda pública. Si esta tiene un componente importante de deuda externa, esto puede incidir en el costo del financiamiento externo en un contexto de bajo crecimiento, así como en la calificación crediticia internacional de las economías de América Latina y el Caribe.

Para retomar el crecimiento de mediano y largo plazo es necesario cambiar la dinámica del ciclo. Para lograrlo es necesario contar con políticas anticíclicas que no solo se centren en reducir las fluctuaciones cíclicas; también deben afrontar el desafío de modificar las características específicas del ciclo que influyen negativamente en el crecimiento y en la estructura productiva de los países de la región. Esto implica fortalecer el marco contracíclico de la política fiscal e impulsar el papel de la inversión pública. Este marco fiscal debe ir acompañado de una política financiera de estabilización del crédito y una política monetaria que apoye el crecimiento de la inversión.

Situación económica y perspectivas para 2017



Panorama regional

- A. El contexto internacional
 - B. El sector externo
 - C. La evolución de la liquidez a nivel global
 - D. El desempeño interno
 - E. Las políticas macroeconómicas
 - F. Proyecciones del crecimiento económico
- Bibliografía

A. El contexto internacional

1. La actividad mundial mostraría en 2017 un mayor dinamismo que en 2016, como resultado del aporte tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes

La economía mundial creció en 2016 un 2,4% y para 2017 se espera un crecimiento del 2,7%, como resultado de un mayor dinamismo tanto del grupo de las economías desarrolladas como de las emergentes y en transición (véase el cuadro I.1).

	2013	2014	2015	2016	2017 ^a	2018 ^a
Mundo	2,5	2,7	2,5	2,4	2,7	2,9
Economías desarrolladas	1,0	1,7	2,2	1,7	2,0	1,9
Estados Unidos	1,7	2,4	2,6	1,6	2,1	2,2
Japón	2,0	0,4	1,2	1,0	1,2	0,9
Reino Unido	1,9	3,1	2,2	1,8	1,7	1,3
Zona del euro	-0,2	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7
Economías emergentes y en desarrollo	4,7	4,3	3,8	3,6	4,2	4,8
China	7,8	7,4	7,0	6,7	6,5	6,4
India ^b	6,4	7,5	8,0	7,1	7,3	7,7
Economías en transición	2,0	0,9	-2,3	0,4	1,8	2,0
Federación de Rusia	1,3	0,8	-2,8	-0,3	1,3	1,4

Cuadro I.1

Tasas de crecimiento del PIB y proyecciones, 2013-2018
(En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Naciones Unidas, *World Economic Situation and Prospects, Update as of mid-2017*, Nueva York; Banco Mundial, *Global Economic Prospects, January 2017: Weak Investment in Uncertain Times*, Washington, D.C., 2017; Economist Intelligence Unit; Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook* y Bloomberg.

^a Las cifras de 2017 y 2018 corresponden a proyecciones.

^b Las cifras corresponden al año fiscal que comienza en abril de cada año y termina en marzo del año siguiente.

La tasa de crecimiento de las economías en desarrollo —que ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos años— repuntaría en 2017 hasta un 4,2%.

Dentro de las mayores economías de este grupo, en el caso de China, si bien el proceso de desaceleración previsto continúa, ha seguido siendo gradual, debido a las políticas públicas de estímulo para la rápida expansión del crédito, y se prevé que 2017 cierre con una tasa de crecimiento del 6,5%, que el propio Gobierno se ha fijado como meta para este año. En el primer trimestre de 2017 la tasa de crecimiento interanual del país fue del 6,9%, aun cuando el Gobierno ha comenzado a retirar lentamente los estímulos crediticios como una forma de poner límite a los crecientes riesgos financieros que se están acumulando. Para la India —donde al parecer sería transitorio el efecto negativo sobre el consumo de la escasez de efectivo como consecuencia del retiro de la circulación de billetes—, se prevé un crecimiento del 7,3% este año. Finalmente, otras dos economías de gran tamaño, el Brasil y la Federación de Rusia, pasarían de una contracción en los años 2015 y 2016 a tasas de crecimiento positivas en 2017.

En el caso de las economías desarrolladas, se proyecta para 2017 una tasa de crecimiento del 2,0%, superior a la registrada el año anterior, con los Estados Unidos como principal motor dentro del grupo, cuya expansión pasaría del 1,6% en 2016 al 2,1% en 2017. Si bien su crecimiento en el primer trimestre no mostró gran dinamismo (alcanzó solo un 1,4% anualizado), la economía estadounidense parece encaminada a un repunte este año. Esta evolución sería resultado tanto de una recuperación de la inversión como de un mayor dinamismo del consumo, en los que han influido, de alguna manera, las expectativas respecto de un mayor estímulo fiscal, aunque no se prevé que este se produzca en el presente año.

En la zona del euro, se produjo en el primer trimestre de 2017 un crecimiento interanual del 1,9% y se espera para el año en su conjunto un crecimiento algo más dinámico que el registrado en 2016, puesto que se mantienen las condiciones monetarias flexibles y no se esperan políticas fiscales más restrictivas en la generalidad de los casos. En el Japón, se espera que el crecimiento aumente, pero de forma acotada, y que permanezca en niveles todavía bajos (1,2%). Finalmente, para el Reino Unido se proyecta un crecimiento del 1,7%, levemente inferior al de 2016 (1,8%), a pesar del sólido crecimiento logrado en el primer trimestre del año¹. Con el país inmerso en el proceso del *brexit* durante los próximos dos años, estas proyecciones están sujetas a riesgos a la baja, debido a los costos que pueden implicar para esta economía no solo el pago por la salida, sino también las potenciales consecuencias sobre el comercio y la pérdida de empleos en algunos sectores, especialmente el financiero.

2. En línea con la mayor actividad global, el comercio mundial ha cobrado cierto dinamismo en el primer trimestre de 2017, aunque las tasas de crecimiento aún continúan muy por debajo de las observadas antes de la crisis financiera mundial

Las tasas de crecimiento del volumen de comercio mundial se han venido recuperando a partir de noviembre de 2016.

Después del bajo crecimiento que mostró el comercio mundial en 2016 —de solo un 1,4% en términos de volumen—, en los primeros meses de 2017 se ha observado un mayor dinamismo y la tasa de crecimiento interanual del volumen del comercio del primer trimestre llega a casi un 4% (véase el gráfico I.1)². Estas cifras están en línea con otros indicadores que evidencian un mejor desempeño del comercio en los últimos meses, como el mayor tráfico de contenedores desde los puertos más importantes y mayores despachos de carga aérea. Por otra parte, un indicador prospectivo elaborado por la Organización Mundial de Comercio (OMC), el indicador de las perspectivas del comercio mundial (WTOI), da cuenta también de una expansión más pujante del comercio en el primer semestre de 2017.

Se ha sostenido en diversas ocasiones que uno de los factores detrás del bajo dinamismo del comercio —aunque, por cierto, no el único— es, a su vez, el bajo dinamismo de los componentes de la demanda agregada intensivos en comercio, en particular la inversión³. En este sentido, un aumento del volumen de comercio en 2017 estaría en línea con un mayor dinamismo esperado de la inversión para este año, no solo en los Estados Unidos, sino también en la zona del euro y en algunas economías emergentes.

De acuerdo con las últimas cifras de la OMC, el volumen del comercio mundial crecería este año un 2,4%, aunque este pronóstico se sitúa dentro de un rango que va del 1,8% al 3,6% (OMC, 2017). La incertidumbre causada por el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*), junto con la posibilidad de un aumento en la aplicación de políticas comerciales restrictivas, se traducen en que exista “un riesgo considerable de que en 2017 el crecimiento del comercio se sitúe cerca del extremo inferior de la horquilla” (OMC, 2017, pág. 3). Por otro lado, las explicaciones de tipo cíclico por el lado de la demanda solo toman en cuenta una parte de la historia detrás de la desaceleración del comercio en los últimos años. Las explicaciones de tipo estructural —como las que aluden a un potencial proceso de reversión de la segmentación de la producción en cadenas de valor— hacen referencia a factores que es preciso observar, ya que condicionan el dinamismo del comercio a más largo plazo.

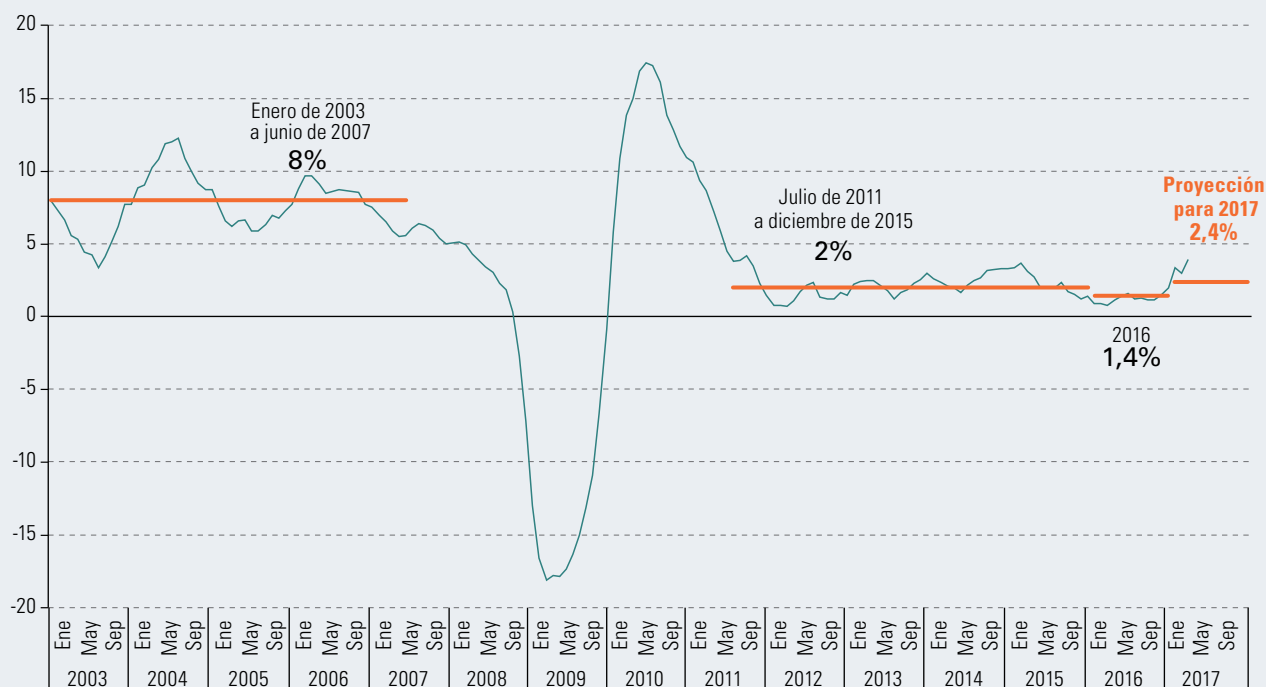
¹ El PIB del Reino Unido presentó un crecimiento interanual de un 2% en el primer trimestre de 2017.

² Según cifras del World Trade Monitor del Netherlands Bureau of Economic Analysis (CPB).

³ Véanse, por ejemplo, Naciones Unidas (2017) y FMI (2016).

Gráfico I.1

Tasa de variación interanual del índice desestacionalizado de volumen de comercio mundial, enero de 2003 a marzo de 2017
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB), World Trade Monitor, 2017 y Organización Mundial de Comercio (OMC).

3. A la recuperación de la actividad y del comercio mundial se agregan en 2017 precios de los productos básicos un 12% más altos que los de 2016, en promedio, con acento en la energía y los metales y minerales

Después de las marcadas caídas de los precios de productos básicos de los últimos años, se espera que en 2017 los niveles de precios de estos productos sean en promedio un 12% más altos que en 2016. Los precios de los productos energéticos son los que mostrarían el mayor crecimiento en 2017, de un 19%, respecto de los precios promedio vigentes en 2016, mientras que los precios de los demás productos básicos presentarían un aumento del 9% (véase el cuadro I.2).

El precio del petróleo crudo se habría visto beneficiado a comienzos de 2017 por el acuerdo de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) (de noviembre de 2016) en el sentido de reducir sus cuotas de producción de crudo, al que además adhirieron otros países no miembros, como es el caso de la Federación de Rusia. Sin embargo, a partir del mes de marzo se observó una nueva debilidad en los precios del crudo, como consecuencia principalmente del aumento de las existencias y la producción por parte de los Estados Unidos. A pesar de lo anterior, algunas fuentes especializadas coinciden en señalar que en la segunda mitad del año el precio repuntará nuevamente, debido tanto a aumentos de la demanda como al hecho de que los países miembros de la OPEP y otros países productores liderados por la Federación de Rusia extendieron a finales de mayo sus recortes por nueve meses más, hasta marzo de 2018. Además, las tensiones geopolíticas en algunos países productores, así como la posible agudización de la crisis en la República Bolivariana de Venezuela representarían riesgos al alza en el precio del petróleo.

Cuadro I.2

Tasas de variación de los precios internacionales de productos básicos, 2016 y 2017
(En porcentajes)

	2016	2017 ^a
Productos agropecuarios	4	3
Alimentos, bebidas tropicales y oleaginosas	5	2
Alimentos	9	4
Bebidas tropicales	1	2
Aceites y semillas oleaginosas	1	0
Materias primas silvoagropecuarias	0	5
Minerales y metales	-2	16
Productos energéticos ^b	-13	19
Total de productos básicos	-4	12
Total de productos básicos excluidos los productos energéticos	1	9

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional (FMI), Economist Intelligence Unit y Bloomberg.

^a Proyecciones.

^b Los productos energéticos incluyen petróleo, gas natural y carbón.

En cuanto a los metales y minerales, se espera para 2017 un precio superior al del año anterior. Dentro de este grupo, los precios de los metales industriales, como el cobre, se han visto favorecidos desde fines de 2016 por las expectativas en relación con el paquete de inversión en infraestructura anunciado por el nuevo Gobierno estadounidense⁴. Aunque ya se da por descontado que dicho paquete no se implementará este año, se prevé que el precio de los minerales y metales, en promedio, estará un 16% por encima del vigente durante 2016.

En el caso de los productos agropecuarios, las mejores cosechas en varios de ellos, como los granos y la soja, incidirían en un aumento mucho más moderado de los precios. Se espera para 2017 un precio que en promedio resultará un 3% superior al vigente durante el año anterior.

Esta diversa recuperación de precios de los productos básicos, que se observa con un mayor acento en los productos energéticos y los metales y minerales, tendrá impactos diferenciados en los términos de intercambio de las distintas economías de América Latina y el Caribe, como se discute en la sección B.

4. Los mercados financieros iniciaron el año 2017 con una baja volatilidad y aumentos importantes de precios en los mercados accionarios

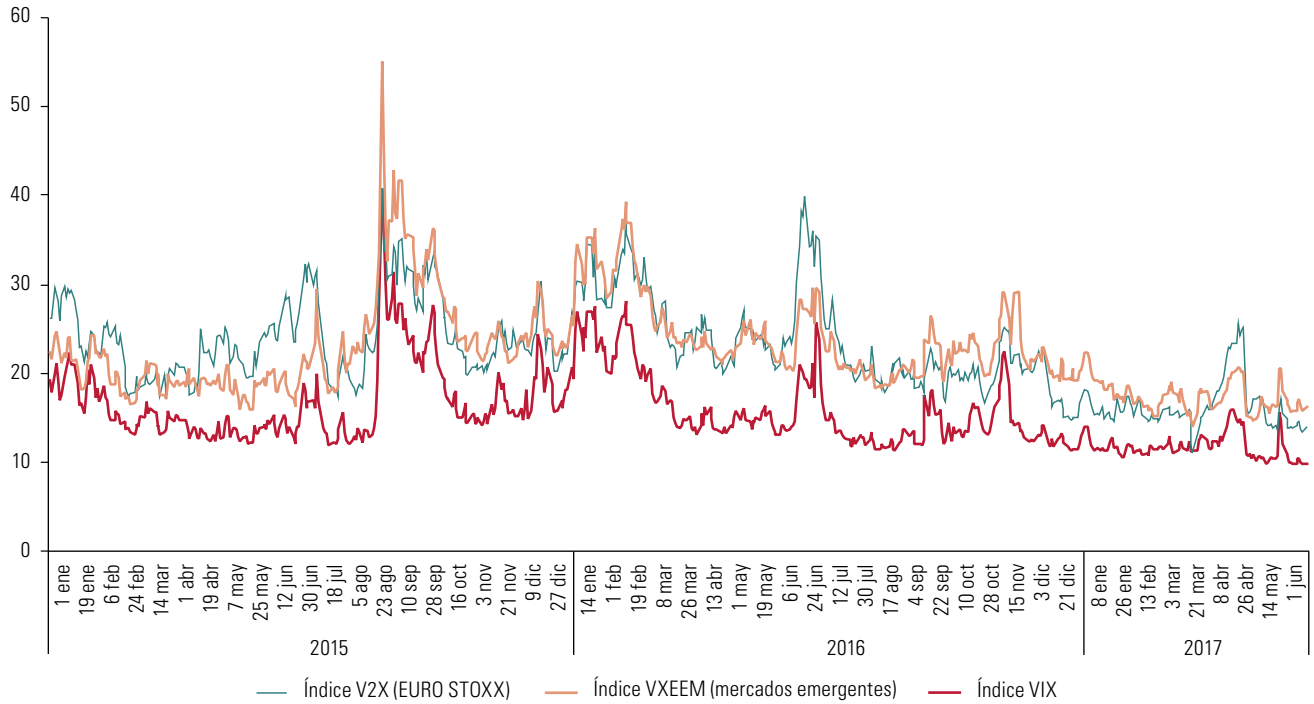
A diferencia de lo ocurrido en 2016, que se inició con niveles muy altos de volatilidad en los mercados financieros, el año 2017 comenzó y ha continuado en los primeros meses con niveles históricamente bajos de volatilidad, similares a los registrados antes de la crisis financiera mundial de 2008 y 2009. Más allá de episodios puntuales de aumentos, como el anterior a la primera vuelta de las elecciones presidenciales en Francia, la tendencia ha sido a la baja tanto en los mercados europeos como en los de economías emergentes y en los Estados Unidos (véase el gráfico I.2). De forma consistente con esto, en ausencia de niveles altos de aversión al riesgo en los mercados, los flujos de capital de cartera hacia las economías emergentes han aumentado en los primeros cinco meses de 2017 y los precios de los activos financieros, en particular en los mercados accionarios, se han fortalecido, apoyados en las mejores perspectivas de crecimiento de la actividad económica para este año (véase el gráfico I.3)⁵.

⁴ En el caso del cobre, influyó además la caída de la producción mundial como resultado de la huelga de un mes y medio (entre febrero y marzo de 2017) en la minera Escondida de Chile, la mayor productora de cobre del mundo, controlada por la multinacional BHP.

⁵ Según datos del Instituto de Finanzas Internacionales, los flujos de capital de cartera hacia los mercados emergentes a fines de 2017 superarían en un 35% su nivel de 2016 (Reuters, 2017).

Gráfico I.2

Índices de volatilidad en los mercados financieros, enero de 2015 a junio de 2017



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

Nota: El índice VIX, elaborado por la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE), mide la volatilidad esperada para los próximos 30 días y se obtiene a partir de los precios de las opciones de compra y venta del índice S&P 500. Con la misma lógica, la CBOE elabora también el índice VXEEM, que mide la volatilidad en los mercados emergentes, y la Deutsche Börse, en conjunto con Goldman Sachs, elabora el índice V2X, que mide la volatilidad en la zona del euro.

Gráfico I.3

Índices de precios en mercados accionarios
(Índice MSCI, base 1 de enero de 2016=100)



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

5. Se espera que en 2017 se mantenga la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo y del banco central del Japón, y que esta política sea más restrictiva en los Estados Unidos

En lo relativo a la política monetaria de los Estados Unidos, la Reserva Federal aumentó la tasa de interés de referencia en diciembre de 2016 y en marzo y a mediados de junio de 2017, lo que se tradujo en un aumento acumulado de 75 puntos básicos, con lo que la tasa se ubicó en un rango entre el 1% y el 1,25%. Se espera que durante la segunda mitad del año haya un nuevo aumento de la tasa de interés de política monetaria, aunque algunos analistas hablan incluso de dos aumentos más en ese período. De esta forma, la tasa se situaría en un rango entre el 1,5% y el 1,75% en diciembre de 2017.

Desde la elección del nuevo Gobierno, en los Estados Unidos aumentó la probabilidad de mayores presiones inflacionarias debido, entre otros factores, al estímulo fiscal previsto —por una expansión de la inversión en infraestructura y una rebaja tributaria—, lo que a su vez redundaría en alzas de la tasa de política. Como resultado de lo anterior, las tasas de interés de largo plazo —en particular las de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos a diez años— respondieron con importantes incrementos después de las elecciones. En marzo de 2017, dichas tasas llegaron a estar unos 80 puntos básicos por encima de su nivel previo al día de las elecciones presidenciales en ese país, aunque con posterioridad han bajado, al darse por descontado que los estímulos tendrán lugar eventualmente a más mediano plazo.

Se espera, por otra parte, que la política monetaria del Banco Central Europeo y del banco central del Japón continúe en una senda expansiva, divergiendo de la política de los Estados Unidos. Esto se debe a que no se prevén presiones inflacionarias que obliguen a estos bancos centrales a revisar sus políticas monetarias de tasas de interés o de compra de activos (políticas de expansión cuantitativa (*quantitative easing*), por lo menos en el corto plazo, es decir, durante 2017⁶.

6. La incertidumbre será una constante en 2017, debido a la persistencia de riesgos en varios frentes, y no es posible descartar nuevos episodios de aumento de la volatilidad financiera

En lo relativo a las condiciones financieras globales, el proceso ya iniciado de normalización de tasas de interés en los Estados Unidos, aunque deseable, aumentará los costos de financiamiento para los países y provocará cambios en las estructuras de portafolio. Si bien continúa previéndose un ciclo de alzas graduales, de todas formas podrían verse afectados los flujos de financiamiento externo hacia las economías emergentes, incluidas las de América Latina y el Caribe. En el ámbito del comercio, a pesar de que algunos de los riesgos sobresalientes a finales de 2016 han cedido en cierta medida, persiste la posibilidad de su resurgimiento, así como la posibilidad de agravamiento de otros. La retórica del Gobierno estadounidense respecto al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) se ha suavizado por el momento y junto con ello se redujo la expectativa sobre el potencial efecto negativo de las políticas de los Estados Unidos en relación con Centroamérica y México. Además, ese país parece estar más lejos de la implementación de las duras políticas proteccionistas anunciadas antes de

⁶ A finales de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) aprobó una extensión de su programa de expansión cuantitativa hasta diciembre de 2017 o más allá, si fuera necesario, y en su reunión de comienzos de junio de 2017 reafirmó esta política.

las elecciones presidenciales, lo que implicaría una mayor posibilidad de que existan relaciones comerciales fluidas con China y México.

Pese a lo anterior, a nivel global está evidenciándose una dificultad para conciliar y coordinar los objetivos y políticas nacionales con los arreglos institucionales que rigen los movimientos internacionales de bienes y servicios, flujos financieros y de capital, tecnológicos y migratorios. En este contexto, surgen tensiones en diversos frentes, entre los cuales el comercial es solamente uno. En Europa, será un tema de preocupación en este sentido la evolución de las negociaciones entre el Reino Unido y el resto de la Unión Europea respecto de la forma que adoptará el proceso del *brexít* y la forma que tendrán en el futuro las relaciones comerciales entre ellos. A comienzos del mes de junio de 2017 se sumaron nuevas incertidumbres en el propio Reino Unido, tras los resultados de las elecciones convocadas por la Primera Ministra.

También en Europa, a pesar de que a mediados del mes de junio se logró un acuerdo que libera un nuevo tramo del rescate griego, la alta deuda pública de este país y de otros países de Europa sigue siendo un tema pendiente de resolución y podría volver a ser un factor que genere incertidumbre en el futuro. Finalmente, los sistemas bancarios internos de algunos países de la Unión Europea también arrastran problemas sin resolver que podrían redundar en aumentos de la volatilidad en el futuro⁷.

En China, si bien hasta el momento no se ha producido un “aterrizaje forzoso”⁸, persiste el problema generado por el fuerte proceso de endeudamiento que las autoridades propiciaron para evitar una reducción brusca de la actividad. Como se ha mencionado en varias ocasiones, los esfuerzos de las autoridades chinas por estimular la actividad económica han llevado a un proceso de apalancamiento corporativo muy marcado. A su vez, en parte como resultado de ese aumento de la deuda, continúa la alerta por la situación del sistema financiero chino, que se ha visto expuesto a una creciente proporción de préstamos de mala calidad⁹. A eso se agrega el riesgo asociado al fuerte proceso de endeudamiento por parte de los gobiernos locales de ese país —principalmente para el financiamiento de proyectos de infraestructura—, que se estaría llevando a cabo fuera de balance. La alerta surge del hecho de que los retornos sobre las inversiones están cayendo y muchas veces no son suficientes para el servicio de la deuda, lo que agrega aún más riesgo a la situación del sistema financiero (*Financial Times*, 2017). Por el lado más positivo, durante los primeros meses de 2017 se observó un freno a las salidas de capitales que se venían produciendo, en parte gracias a la estabilidad que ha mostrado la moneda, el renminbi, cuyo proceso de depreciación gradual cesó y que ha permanecido básicamente estable en el período.

Con respecto a las políticas que se llevarían a cabo en los Estados Unidos, la administración está trabajando en la elaboración de un plan de inversión en infraestructura, aunque por ahora no está claro el tipo de inversiones que considerará, ni en qué medida el plan será financiado directamente por el Gobierno y en qué medida a través de créditos tributarios que incentiven las asociaciones público-privadas. Por otra parte, a finales del mes de abril el Gobierno estadounidense anunció un plan de reforma tributaria que incluye, entre otros elementos, una rebaja del impuesto a la renta de las sociedades desde el 35% actual a un 15%. El Gobierno ha calificado los recortes tributarios de masivos y —aunque ha surgido la discusión sobre cuáles podrían ser los impactos de esta reforma a nivel global— en algunos análisis se estima que su efecto sería más bien

⁷ Como ejemplo resalta, en España, la absorción del Banco Popular por parte del Banco Santander, a comienzos de junio de 2017.

⁸ Aunque no existe una definición de consenso, se suele utilizar el concepto de “aterrizaje forzoso” para referirse al pasaje rápido de un estado de crecimiento económico dinámico a uno de desaceleración brusca o contracción.

⁹ Véase, por ejemplo, CEPAL (2016a).

acotado¹⁰. La nueva administración se encuentra actualmente en proceso de revisión del marco legal que rige al sistema financiero —en particular la Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y protección al consumidor—, lo que, si bien podría redundar en vulnerabilidades a mediano plazo, tiene como intención declarada el lograr una mayor disponibilidad de crédito para los agentes de la economía estadounidense¹¹. Finalmente, el próximo proceso de votación por parte del Congreso respecto de un aumento del techo de la deuda pública depara, como es usual, nuevas incertidumbres, pero ahora en un contexto de ingresos del tesoro menores que los previstos.

¹⁰ Se estima que algunos componentes de la reforma fiscal propuesta (como menores impuestos corporativos y nuevos impuestos a las importaciones) podrían tener consecuencias a nivel global. En particular, una fuerte apreciación del dólar tendría un impacto negativo sobre aquellas economías emergentes con alta proporción de deuda en esa moneda o indexada en ella. A pesar de lo anterior, algunos análisis subrayan que el impacto de la rebaja del impuesto a la renta de las sociedades se vería limitado por el hecho de que la tasa efectiva que pagan hoy las grandes empresas estadounidenses está muy por debajo de la tasa legal. Véase GAO (2016).

¹¹ La ley Dodd-Frank, aprobada en 2010, fue la respuesta regulatoria de los Estados Unidos a la crisis que comenzó en el mercado hipotecario de ese país en 2007 y que se prolongó posteriormente en la crisis económica y financiera mundial de 2008 y 2009.

B. El sector externo

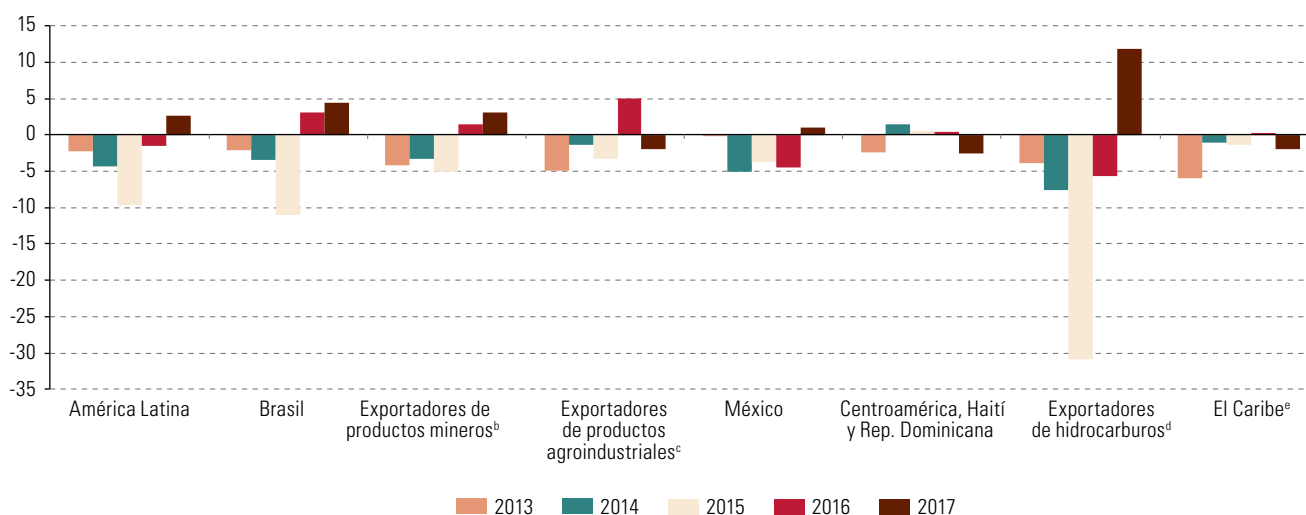
1. Tras cinco años consecutivos de caídas, en 2017 los términos de intercambio aumentarán alrededor de un 3% en promedio en la región, aunque en algunos países sufrirán un deterioro derivado de los mayores precios de la energía y los alimentos

La caída de los términos de intercambio de 2016 marca el quinto año consecutivo en que estos empeoran en América Latina. A raíz de la recuperación del precio de los productos básicos, se espera que en 2017 los términos de intercambio vuelvan a crecer un promedio del 3% en la región. Conforme a la evolución que han seguido los precios de los productos básicos en lo que va de año y la que se prevé para el resto de 2017, los países exportadores de hidrocarburos deberían experimentar la mayor subida de los términos de intercambio (12%), seguidos por los países exportadores de productos mineros (3%).

Por otro lado, tanto los exportadores de productos agroindustriales como los países de Centroamérica y del Caribe (excluido Trinidad y Tabago), importadores netos de alimentos y energía, que en años anteriores se habían visto favorecidos por las caídas de los precios de estos bienes, sufrirán en 2017 un deterioro de sus términos de intercambio del 2%, 3% y 2%, respectivamente (véase el gráfico I.4).

Gráfico I.4

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación de los términos de intercambio, 2013-2017^a
(En porcentajes)



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

^a Las cifras de 2017 corresponden a proyecciones.

^b Chile y Perú.

^c Argentina, Paraguay y Uruguay.

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

^e Excluido Trinidad y Tabago.

2. Se espera que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se mantenga estable en 2017, con mejoras del saldo comercial y de las remesas que se verían contrarrestadas por un aumento en el déficit de rentas

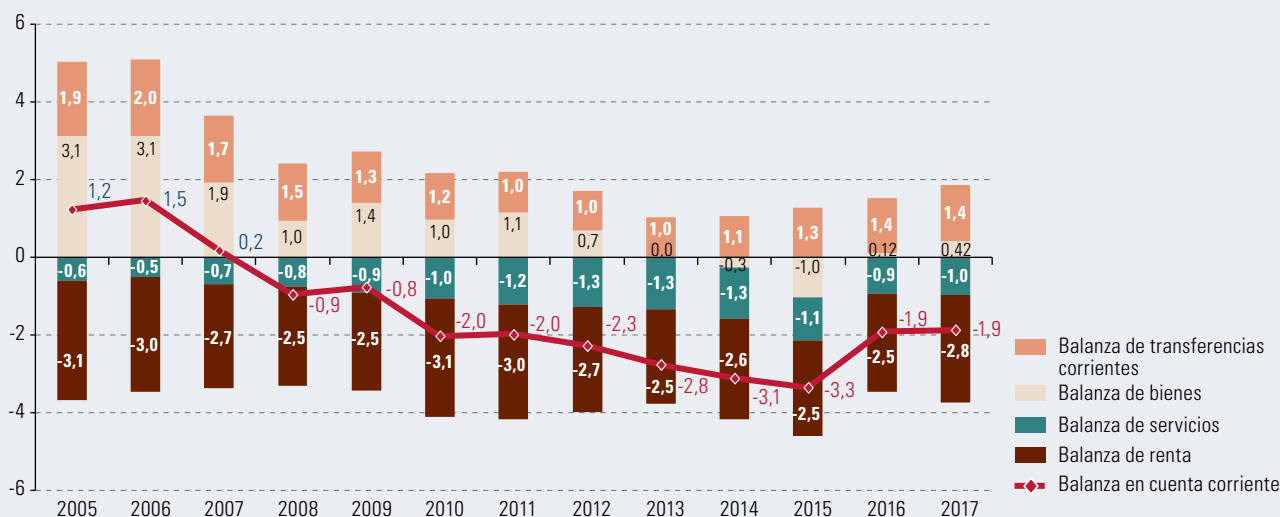
Durante 2016, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó el 1,9% del PIB regional, una mejora respecto al 3,3% del PIB registrado en 2015. El saldo en cuenta corriente —medido en dólares— mejoró en todos los países de la región durante 2016; en el Brasil la fuerte reducción del déficit¹² fue resultado del considerable ajuste de las importaciones de bienes y servicios.

En la región en su conjunto, todos los componentes de la cuenta corriente contribuyeron a la disminución del déficit, aunque el principal factor fue la mejora del saldo comercial. Esta cuenta pasó de un déficit de 52.511 millones de dólares en 2015 a un superávit de 5.774 millones de dólares en 2016, a consecuencia de una caída de las importaciones regionales que fue muy superior a la caída de las exportaciones, tal como se explica más adelante¹³.

En 2017 se espera que el saldo en cuenta corriente se mantenga en niveles similares a los de 2016, en torno al -1,9% del PIB. En el análisis por componentes, se espera un aumento del superávit de bienes que compensaría el incremento de los pagos por rentas al exterior. Asimismo, se espera que las remesas continúen mostrando un buen desempeño (véase el gráfico I.5).

Gráfico I.5

América Latina (19 países)^a: cuenta corriente de la balanza de pagos según componentes, 2006-2017^b
(En porcentajes del PIB)



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

^a Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

^b Las cifras de 2017 corresponden a proyecciones.

¹² El saldo en cuenta corriente del Brasil pasó de un déficit del 3,3% del PIB en 2015 a uno del 1,3% del PIB en 2016.

¹³ Si bien el Brasil contribuye en gran medida a la mejora del saldo comercial, el déficit de la balanza comercial de la región disminuyó un 44,1% aun si se excluye a este país.

3. En 2017 mejora el saldo de la cuenta de bienes por segundo año consecutivo, esta vez por un aumento mayor de las exportaciones que de las importaciones

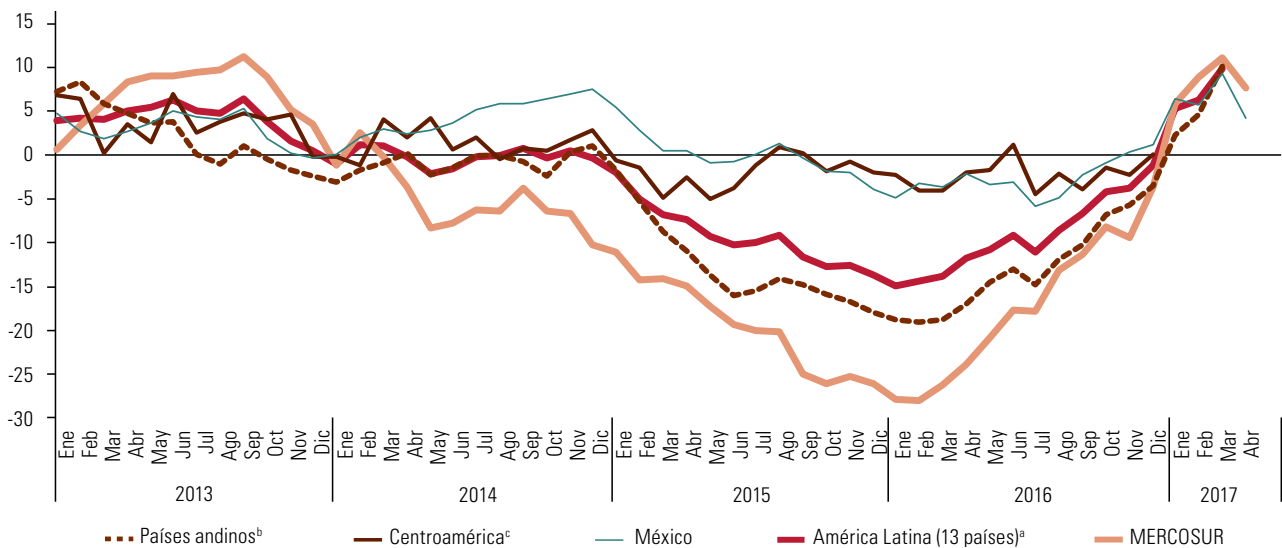
La cuenta de bienes se tornó superavitaria en 2016, producto de una contracción del 9% de las importaciones con respecto a 2015 que superó con creces la disminución del 3% de las exportaciones.

El menor dinamismo de la actividad económica en la región durante 2016 se vio reflejado en la reducción de los volúmenes importados (-6%), lo que, junto con la disminución de los precios (-3,7%), se tradujo en el descenso de las importaciones. Con la excepción de Costa Rica y Nicaragua, en 2016 las importaciones cayeron en todos los países de la región, en algunos de ellos de forma significativa, como en los casos del Ecuador (-23%), el Brasil (-19%), Colombia (-17%), el Uruguay (-14%) y el Estado Plurinacional de Bolivia (-13%)¹⁴.

En 2017 las importaciones se verán impulsadas por un mejor desempeño en varias de las economías de la región. En los primeros meses del año se observa un crecimiento de las importaciones del 10% interanual como promedio de 13 países (Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Paraguay, Perú y Uruguay) y, de continuar esta tendencia, este año sería el primero desde 2013 en que las importaciones regionales aumenten (véase el gráfico I.6). Se estima que, como resultado de un incremento del volumen del 3% respecto a 2016 y una subida de los precios de poco más del 3%, las importaciones cerrarán el año con un crecimiento aproximado del 6% en términos de valor (véase el gráfico I.7).

Gráfico I.6

América Latina (13 países)^a: tasa de variación interanual de las importaciones de bienes, 2013-2017
(Promedio móvil trimestral en porcentajes)



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

^a Se incluye a la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, el Paraguay, el Perú y el Uruguay.

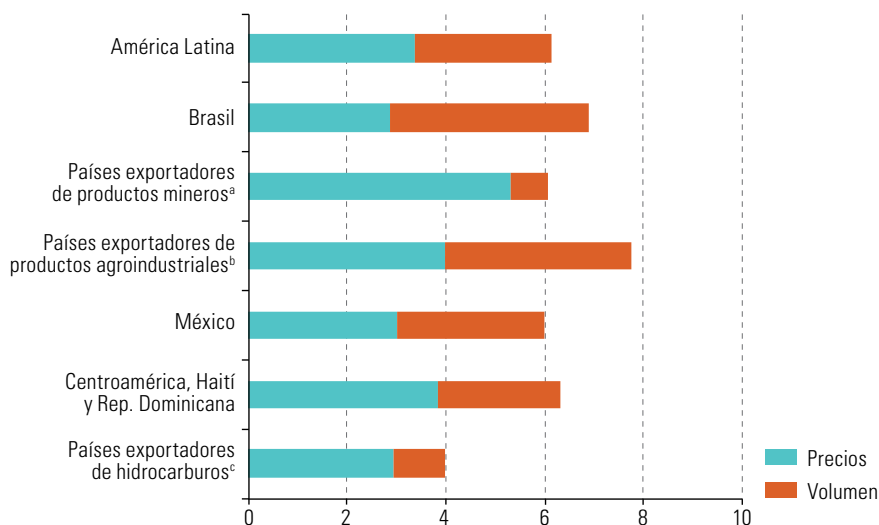
^b Se incluye a Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, el Ecuador y el Perú.

^c Se excluye a Panamá, la República Dominicana y Honduras.

¹⁴ Tanto en el Brasil como en el Ecuador la actividad económica se contrajo durante 2016, lo que explicaría en gran medida este mal desempeño de sus importaciones. En el caso del Estado Plurinacional de Bolivia, en cambio, esta situación se da en un contexto de crecimiento de la economía por encima del promedio regional, pero este crecimiento ha estado ligado a los sectores de servicios, con un menor componente de importación.

Gráfico I.7

América Latina (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las importaciones de bienes según volumen y precios, 2017
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a Chile y Perú.

^b Argentina, Paraguay y Uruguay.

^c Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

En lo relativo a las exportaciones, en 2016 el descenso de los precios de los productos básicos se tradujo en una disminución del 5% de los precios de exportación de la región, que contrarrestó el aumento del 2% del volumen exportado. En conjunto, esto dio lugar a una caída del valor exportado del 3%.

Cabe señalar que las economías cuyas exportaciones están concentradas en los hidrocarburos experimentaron una mayor contracción de sus ventas al exterior, como en el caso del Estado Plurinacional de Bolivia (-19%), Colombia (-13%) y el Ecuador (-9%), donde no solo descendieron los precios sino que también se exportó un menor volumen, con caídas del 9%, el 1% y el 2%, respectivamente. Entre los países mineros, el Perú logró compensar la disminución del 4% de sus precios con un incremento del 12% del volumen exportado, mientras que en Chile el nulo crecimiento del volumen exportado no fue suficiente para contrarrestar la bajada del 2% de los precios de sus exportaciones. Por su parte, los países exportadores de productos agroindustriales enfrentaron una reducción del 5% del precio de sus exportaciones en 2016. Tanto la Argentina como el Paraguay pudieron compensar estos precios al exportar mayores cantidades (un 7% y un 5% más, respectivamente); sin embargo, en el Uruguay se produjo una contracción del 2% del volumen exportado, principalmente por efecto de la caída de la producción de soja¹⁵. Las exportaciones disminuyeron en todos los países de Centroamérica a excepción de Costa Rica. Las dos mayores economías de la región, el Brasil y México, registraron ligeras caídas de sus exportaciones del 3% y el 2%, respectivamente, que obedecieron principalmente al descenso de los precios.

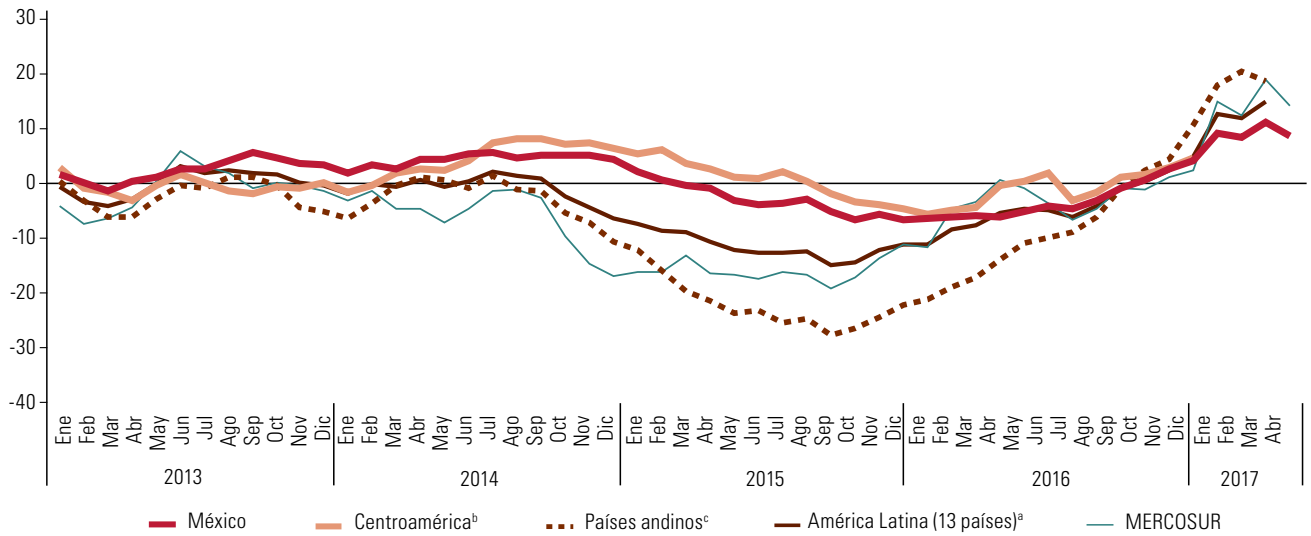
Durante 2017, la recuperación de los precios de los productos básicos y el aumento del volumen exportado tendrán un impacto positivo en el valor de las exportaciones regionales, que podrían crecer por primera vez tras cuatro años consecutivos de caídas. Según cifras oficiales, en marzo se observaba un crecimiento de las exportaciones de casi un 15% interanual como promedio de 13 países de la región (Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Paraguay, Perú y Uruguay) (véase el gráfico I.8). Para el año

¹⁵ En 2016, las exportaciones uruguayas de soja cayeron de forma marcada respecto al año anterior a raíz de una peor cosecha. No obstante, se observa una fuerte mejoría en la producción de 2017.

completo se proyecta un crecimiento de las exportaciones del 8% como resultado de un aumento del 2% del volumen exportado y un incremento del 6% de los precios de exportación (véase el gráfico I.9).

Gráfico I.8

América Latina (13 países)^a: tasa de variación interanual de las exportaciones de bienes (Promedio móvil trimestral en porcentajes)



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

^a Se incluye a la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, el Paraguay, el Perú y el Uruguay.

^b Se excluye a Panamá, la República Dominicana y Honduras.

^c Se incluye a Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, el Ecuador y el Perú.

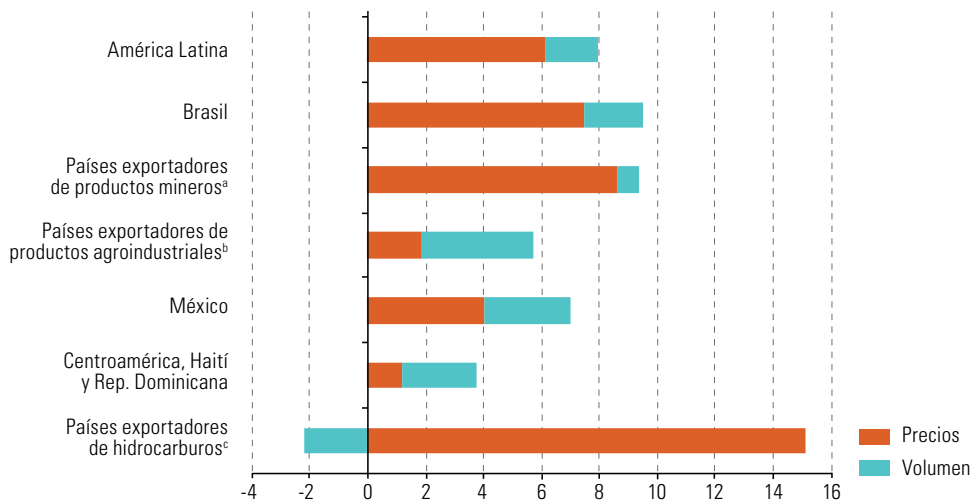


Gráfico I.9

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las exportaciones de bienes según volumen y precios, 2017 (En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a Chile y Perú.

^b Argentina, Paraguay y Uruguay.

^c Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

En resumen, se espera que en 2017 se amplíe el superávit comercial, esta vez a consecuencia de un mejor desempeño de las exportaciones que de las importaciones.

4. En 2017 se esperan mayores déficits en las cuentas de servicios y de renta, mientras que en el caso de la balanza de transferencias corrientes se espera un mayor superávit dado el paulatino aumento de los flujos de remesas hacia la región

En consonancia con el menor dinamismo económico y el descenso de las importaciones de bienes en la mayor parte de las economías de la región, los débitos (importaciones) de servicios se redujeron un 4% durante 2016: las importaciones de servicios de transporte disminuyeron un 6%, los viajes, un 2% y otros servicios, un 3%. Por otra parte, las llegadas de turistas hacia la región se incrementaron más de un 5% durante 2016 y se proyecta un crecimiento similar en 2017, según cifras de la Organización Mundial del Turismo (OMT)¹⁶. De esta manera, los créditos de viajes crecieron, en promedio, un 6% en la región, lo que compensó la caída de las exportaciones de transporte y de otros servicios.

Con todo, la balanza de servicios mejoró en 2016, como resultado de la contracción de las importaciones de servicios y un crecimiento nulo de las exportaciones de servicios: el déficit del 0,9% del PIB registrado es muy inferior al del año anterior. En cambio, en 2017 se espera que el déficit de la cuenta de servicios se amplíe hasta el 1% del PIB por efecto de la recuperación de las importaciones de bienes y de la actividad económica en general, lo que incrementaría la importación de servicios más allá de lo que pueda crecer su exportación.

El déficit de la balanza de rentas se redujo en 2015 y 2016, principalmente por la caída de los precios de exportación de los productos básicos y, en consecuencia, de las ganancias que repatrian las empresas transnacionales que operan en estos sectores¹⁷. Por el contrario, en 2017 se espera que la balanza de rentas aumente su posición deficitaria hasta un 2,8% del PIB, dada la previsión de mejora de los precios medios de los productos básicos.

Por su parte, la balanza de transferencias corrientes, que se compone principalmente de los flujos de remesas de los migrantes y es estructuralmente superavitaria en la región¹⁸, presentó un superávit del 1,4% del PIB en 2016. En 2017 se espera que su saldo aumente alrededor de un 8%, aunque permaneciendo en niveles estables con relación al PIB. En efecto, en los primeros meses de 2017 las remesas han venido aumentando un 8% respecto de 2016, en parte por efecto del mayor dinamismo de algunas de las economías emisoras (véase el gráfico I.10)¹⁹. En particular, resalta el caso del Paraguay, donde las remesas aumentaron un 32% entre enero y marzo con relación al mismo período del año anterior. En este caso, si bien la principal economía emisora es España, en el primer trimestre de este año cobraron notoriedad las remesas provenientes de la Argentina, que en ese período casi se triplicaron respecto al primer trimestre del año anterior. Pasaron así al segundo lugar en importancia en el Paraguay, superando incluso al monto proveniente de los Estados Unidos, que hasta entonces había sido el segundo emisor.

¹⁶ Las llegadas de turistas por subregión crecieron un 4,8% hacia el Caribe, un 5,7% hacia Centroamérica y un 6,3% hacia América del Sur (OMT, 2017).

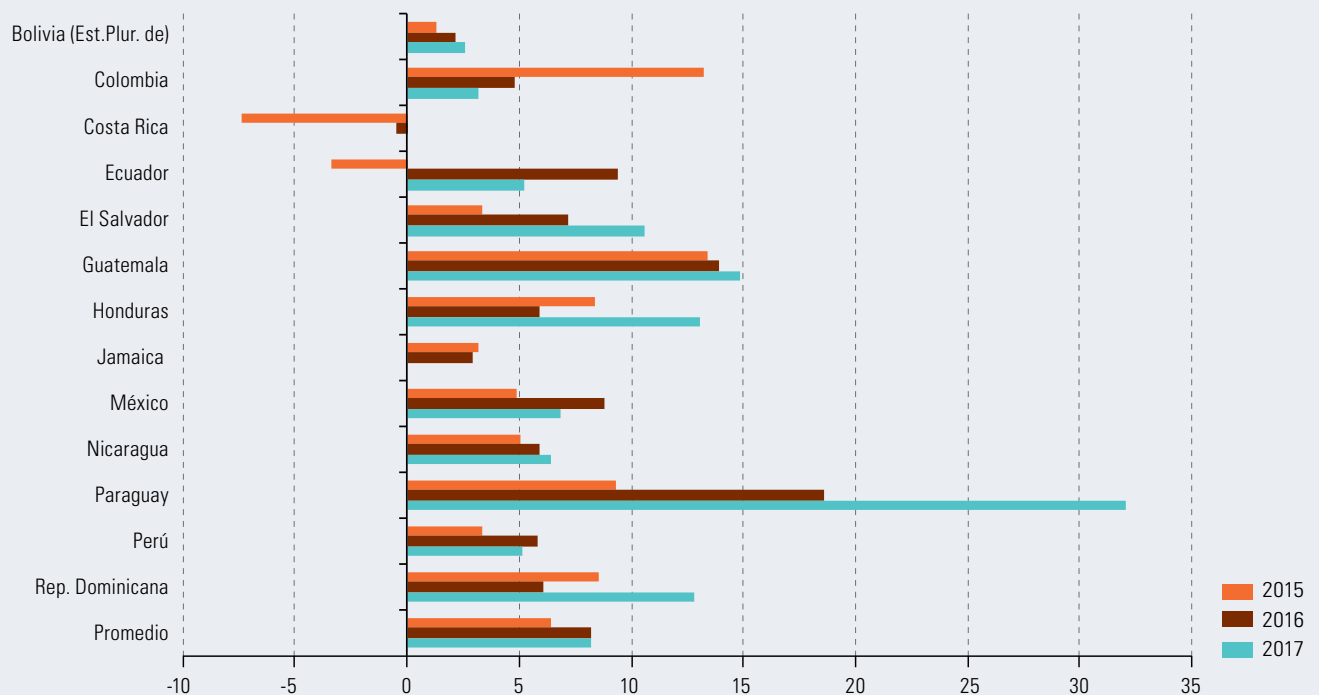
¹⁷ La cuenta de renta ha sido una cuenta estructuralmente negativa en esta región, producto de los pagos al exterior en concepto de remisión de utilidades de la inversión extranjera directa (IED) e intereses de la deuda externa.

¹⁸ El superávit de la cuenta de transferencias corrientes, medido en dólares, suele aumentar año tras año, salvo excepciones como el año 2009, cuando la crisis económica y financiera mundial hizo caer el monto de remesas remitido hacia la región.

¹⁹ Los Estados Unidos son el principal país de origen de las remesas recibidas por todos los países considerados en el gráfico I.10, con la excepción de Bolivia (Estado Plurinacional de) y el Paraguay, donde España ocupa el primer lugar como país de origen de las remesas.

Gráfico I.10

América Latina y el Caribe (países seleccionados): variación interanual de los ingresos por remesas de emigrados, 2015-2017^a
(En porcentajes)



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

^a Las cifras de 2017 corresponden al período comprendido entre enero y mayo en el caso de Guatemala y entre enero y abril en el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Colombia, El Salvador, Honduras, México y Nicaragua. En el caso del Ecuador, Paraguay, el Perú y la República Dominicana el período comprende de enero a marzo. En el resto de países no había datos disponibles de 2017 al momento del cierre de este documento.

5. Se espera que los flujos financieros repunten ligeramente en 2017, fruto de condiciones financieras más favorables a nivel mundial, y que sean más que suficientes para cubrir el déficit en cuenta corriente

En 2016 los flujos de capital de la región se contrajeron, en promedio, en torno a un 10%²⁰, principalmente por efecto de la situación del Brasil; si se excluye a este país, el total de los flujos del resto de las economías creció más de un 20%.

La inversión directa neta, que constituyó el principal flujo financiero de la región en su conjunto, como es habitual, alcanzó unos 140.893 millones de dólares en 2016, lo que significó un crecimiento del 8% respecto al año anterior. En contraste, las salidas netas de los demás flujos de la cuenta financiera aumentaron de forma considerable durante 2016 (de unos 1.700 millones de dólares en 2015 a unos 25.000 millones de dólares de salidas netas en 2016). Sin embargo, en estos flujos fue determinante el comportamiento del Brasil, donde las salidas netas fueron de más de 38.000 millones de dólares en 2016. Para el resto de la región sin incluir al Brasil, los flujos financieros netos (excluida la inversión directa) sumaron unos 13.000 millones de dólares en 2016²¹.

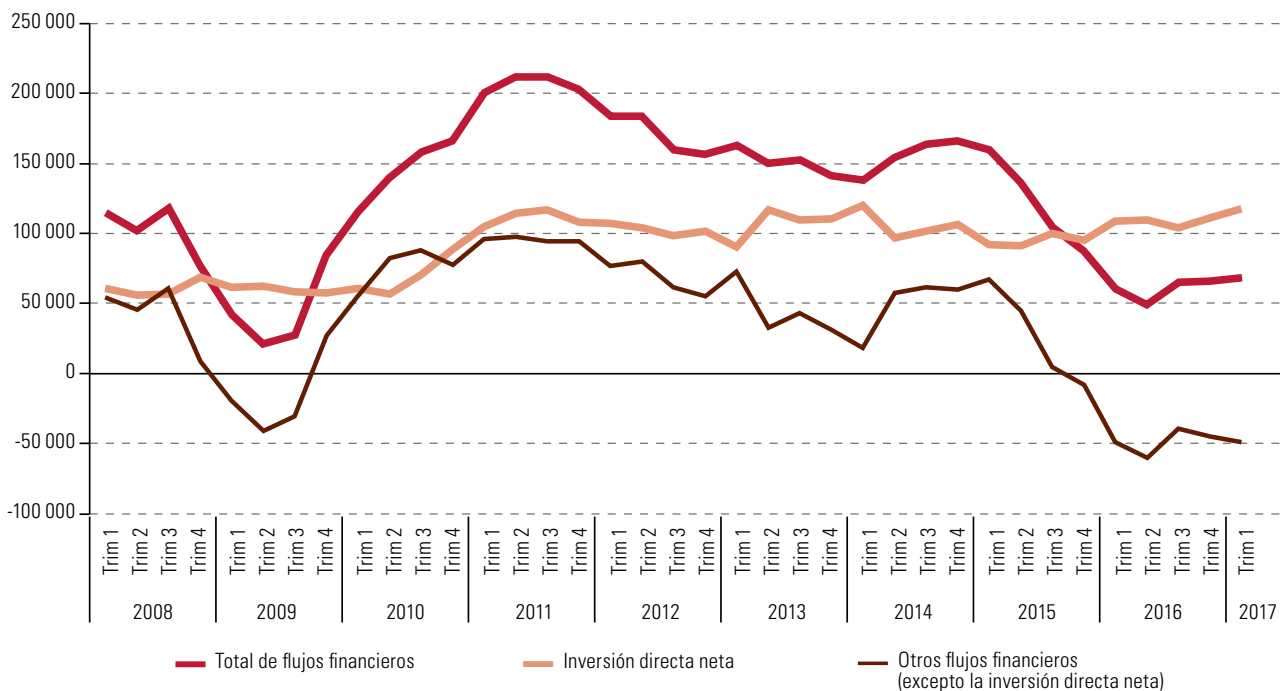
²⁰ En estas cifras no se considera a la República Bolivariana de Venezuela, dado que no se cuenta con información del país en este ámbito.

²¹ Destaca el caso de la Argentina, donde las entradas netas del financiamiento que no forma parte de la inversión directa aumentaron casi 24.000 millones de dólares durante 2016. El blanqueo de capitales implementado por el Gobierno del país durante ese año indudablemente influyó en este resultado.

Durante el primer trimestre de 2017, los flujos de capitales repuntaron en torno al 15% con respecto al mismo período del año anterior, según las cifras disponibles en cuatro países de la región (véase el gráfico I.11)²². En el año completo se espera que los flujos netos sean más que suficientes para cubrir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, por lo que globalmente la región acumularía reservas internacionales, al igual que en 2016.

Gráfico I.11

América Latina (4 países)^a: flujos de inversión directa neta y demás flujos financieros, primer trimestre de 2008 a primer trimestre de 2017
(En millones de dólares)



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

^a Brasil, Chile, México y Perú.

6. El riesgo soberano de la región mantiene la tendencia a la baja que comenzó en febrero de 2016: a fin de mayo se situaba en 426 puntos básicos

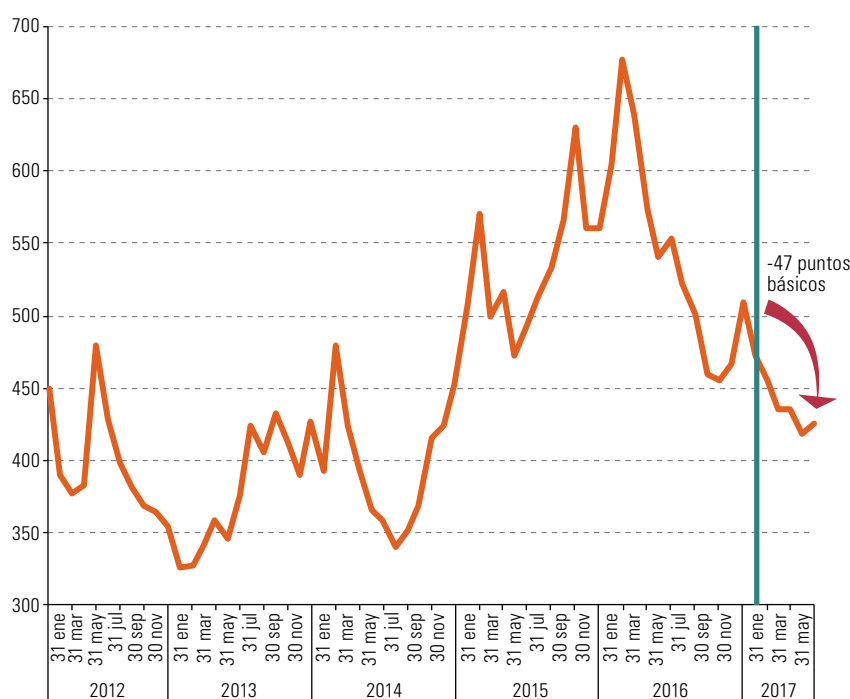
En consonancia con la menor tensión observada en los mercados financieros mundiales, en los primeros meses de 2017 el riesgo soberano medio de la región ha mantenido la tendencia a la baja que comenzara en febrero de 2016. Entre enero y finales de mayo de 2017, el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) regional disminuyó 47 puntos básicos, alcanzando un nivel de 426 puntos.

Esto ha sido el resultado de un descenso del riesgo soberano en casi todos los países con la excepción de Bolivia (Estado Plurinacional de), el Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de), donde ha aumentado el índice de riesgo en lo que va de año (véase el gráfico I.12).

²² Al cierre de esta publicación, el Brasil, Chile, México y el Perú habían publicado datos de la balanza de pagos correspondientes al primer trimestre de 2017. Los flujos de financiamiento hacia estos países representan una amplia proporción del total regional. Por ejemplo, en 2016 la inversión directa neta hacia esos cuatro países representó casi un 80% de la inversión directa neta total recibida por la región en su conjunto.

Gráfico I.12

América Latina (13 países): riesgo soberano según el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), enero de 2012 a mayo de 2017
(En puntos básicos)

**Nivel del índice EMBIG al:**

	31 de diciembre 2015	31 de diciembre 2016	31 de mayo 2017
Argentina	438	455	407
Bolivia (Est. Plur. de)	250	83	221
Brasil	548	330	282
Chile	253	158	134
Colombia	317	225	203
Ecuador	1 266	647	694
México	315	296	255
Panamá	214	187	157
Paraguay	338	281	236
Perú	240	170	145
Rep. Dominicana	421	407	327
Uruguay	280	244	205
Venezuela (Rep. Bol. de)	2 807	2 168	2 228
América Latina	605	473	426

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de JP Morgan.

7. Las emisiones de deuda de los países de la región en los mercados internacionales muestran un ligero descenso en el acumulado de enero a mayo de 2017 con respecto al mismo período del año anterior, principalmente producto de la combinación de las menores emisiones en la Argentina y México y el gran aumento de estas en el Brasil

En el período comprendido entre enero y mayo de 2017 las emisiones de deuda de los países de la región en los mercados internacionales resultaron un 2% menores que en el mismo período de 2016; las disminuciones más marcadas se produjeron en la Argentina y México (véase el gráfico I.13).

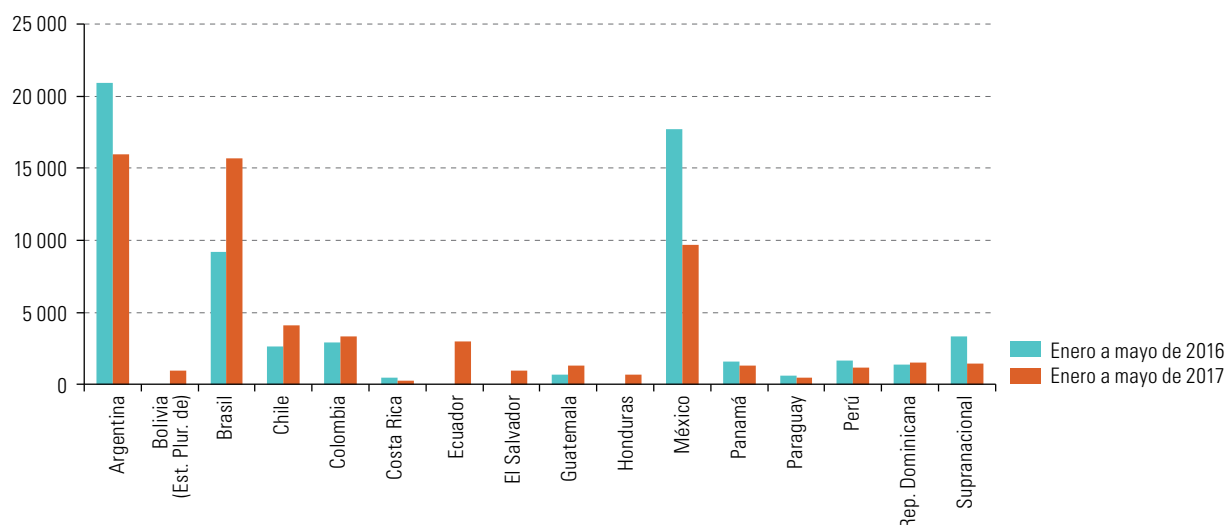
En el caso de la Argentina, el año 2016 constituye una elevada base de comparación en algunos sectores. La CEPAL (2016b) dio cuenta de grandes emisiones de deuda en este país en 2016, principalmente por parte del sector soberano, pero también del sector corporativo y del sector cuasisoberano (las provincias), tras la resolución del conflicto con los acreedores de deuda en cesación de pagos (*holdouts*)²³. A pesar de que en 2017 el sector privado y el sector bancario han incrementado fuertemente sus emisiones (se han multiplicado por nueve y por cuatro, respectivamente, entre el período de enero a mayo de 2016 y el mismo período de 2017), estos aumentos no han

²³ Véase CEPAL (2016b).

logrado compensar la reducción de las emisiones soberanas, por lo que el total emitido se ha reducido un 25%. En el caso de México, en los primeros cinco meses de 2017 las emisiones totales han sido casi un 45% menores que en el mismo período del año anterior, con disminuciones significativas en todos los sectores excepto el bancario.

Gráfico I.13

América Latina (16 países): emisiones de deuda en los mercados internacionales, enero a mayo de 2016 y enero a mayo de 2017
(En millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Entre los países en los que han aumentado las emisiones de deuda destaca el caso del Brasil, donde estas han crecido un 70% entre el período de enero a mayo de 2016 y el mismo período de 2017. El mayor incremento se produjo en el sector corporativo, cuyas emisiones se multiplicaron por seis en ese lapso, aunque también aumentaron un 33% en el sector cuasisoberano debido a las emisiones de la compañía petrolera Petrobras y del Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social del Brasil (BNDES).

Asimismo, cabe destacar que en 2017 algunos países se han reincorporado a las emisiones de bonos externos tras un período prolongado sin presencia en estos mercados. Tal es el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de) y Honduras, que desde 2013 no habían emitido títulos en los mercados internacionales y que retornaron a estos con emisiones soberanas por montos de 1.000 millones de dólares y 700 millones de dólares, respectivamente.

A nivel sectorial, si se consideran las emisiones acumuladas en los primeros cinco meses de 2017 con respecto al mismo período del año anterior se observa un gran aumento en el sector bancario (del 150%) y en el sector privado (del 100%). En el sector cuasisoberano las emisiones crecieron un 2%, y se observaron contracciones en las emisiones supranacionales (un 56%) y en las del sector soberano (cerca de un 30%)²⁴. Esto fue influido por las fuertes emisiones del sector soberano de la Argentina en abril de 2016 tras el acuerdo con los acreedores disidentes, que no se han vuelto a repetir un año después. De hecho, si se excluye a la Argentina, las emisiones soberanas aumentan un 3% en el período considerado.

²⁴ En el sector cuasisoberano se incluyen, por ejemplo, los bancos de desarrollo públicos o las empresas estatales, entre otros. En el sector supranacional se incluyen los bancos de desarrollo regionales, como el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) o el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

C. La evolución de la liquidez a nivel global

1. El ritmo de expansión de la liquidez a nivel global mostró en su conjunto un menor dinamismo que en 2015

Al analizar la evolución de la liquidez a nivel global, incluidos los mercados bancarios y de deuda, en el período 2000-2016, se observa en promedio una marcada desaceleración de la tasa de crecimiento desde 2012. Ese año la tasa de variación de la liquidez global fue del 3,9% y posteriormente se redujo al 2,8% en 2015 y el 2,15% en 2016. Esto mantiene el crecimiento de la liquidez a nivel global en un promedio muy inferior al registrado antes de la crisis financiera mundial (2008-2009). Entre 2000 y 2007, la tasa de crecimiento del crédito al sector no financiero en el mundo aumentó del 8,87% al 12,76% y posteriormente se redujo a un promedio del 3,15% entre 2010 y 2016 (véase el gráfico I.14).

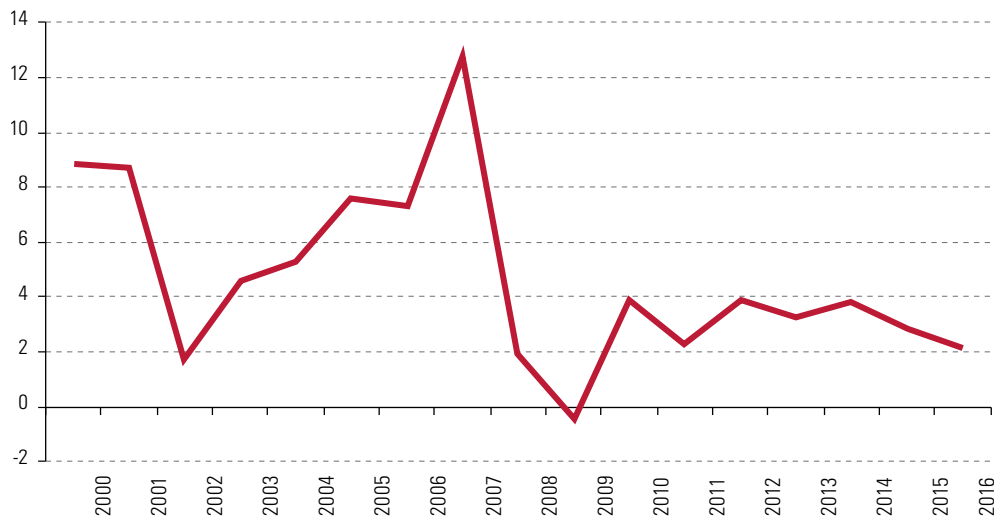


Gráfico I.14
Tasa de variación de la liquidez global, 2000-2016
(En porcentajes)

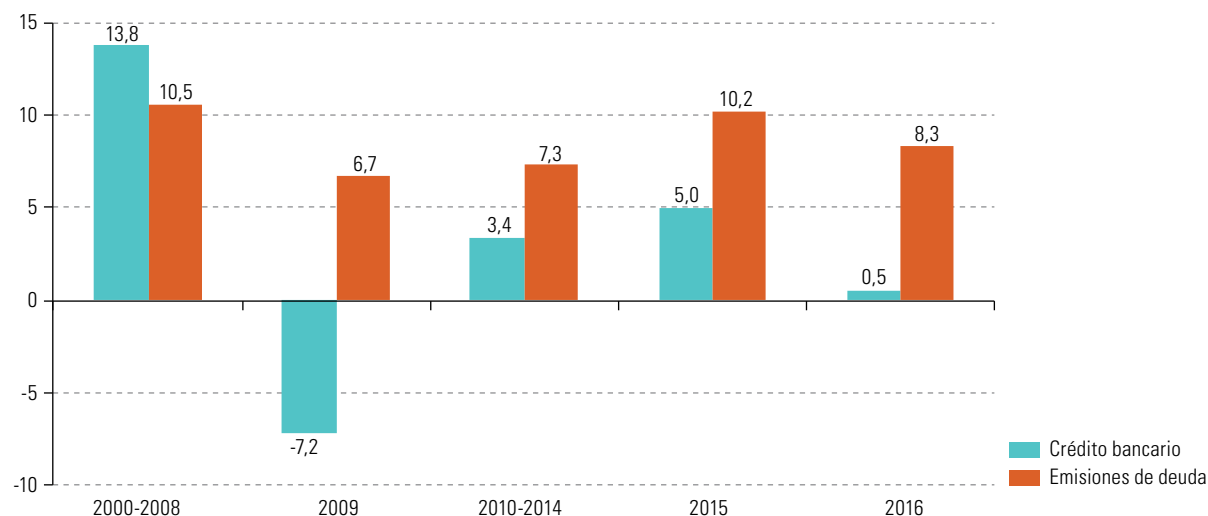
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2017.

Nota: La liquidez comprende el crédito total otorgado por la banca de los Estados Unidos, Europa y el Japón y las emisiones de deuda pendiente en los mercados internacionales de los mismos países.

Este resultado refleja el comportamiento del crédito bancario global, cuya tasa de crecimiento promedio disminuyó de un 5,0% a un 0,5% entre 2015 y 2016. Contrariamente, el mercado de deuda mantuvo un ritmo de crecimiento cercano al del año anterior (de un 8,3% en 2016, frente a un 10,2% en 2015). Además, en el período posterior a la crisis financiera mundial, entre 2010 y 2016, el mercado de deuda ha mantenido un crecimiento cercano al que se registraba en el período anterior a la crisis (véase el gráfico I.15). Con todo, la participación del financiamiento a través de deuda en el total del crédito a los no residentes ha aumentado significativamente: en 2007 representaba un 38% del total y en 2016 había pasado a un 48%.

Gráfico I.15

Tasas de variación del crédito bancario y de las emisiones de deuda pendiente a nivel global en periodos seleccionados, 2000-2016
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2017.

2. El comportamiento del crédito bancario se explica por la pérdida de importancia de los bancos globales en la provisión de liquidez a nivel mundial

La pérdida de relevancia de los bancos globales como proveedores de liquidez responde al proceso de desapalancamiento que estos evidenciaron después de la crisis financiera mundial²⁵. En el cuadro I.3 se presentan los niveles de apalancamiento de una muestra de los bancos más importantes de los Estados Unidos, Europa y Asia (55, 45 y 76 bancos, respectivamente) con distintos rangos de activos, en los periodos 2000-2007 y 2010-2016, así como en el año 2016. Con fines de comparación, se incluyó una muestra de 39 bancos de América Latina y el Caribe²⁶.

La evidencia muestra que en los Estados Unidos, Europa y Asia se registra un proceso de desapalancamiento generalizado en el sector financiero, en los distintos rangos de bancos clasificados de acuerdo con su nivel de activos. En algunos casos (Estados Unidos y Europa), las mayores contracciones del apalancamiento se producen en los bancos que cuentan con los volúmenes más cuantiosos de activos.

En el caso de los Estados Unidos, entre los periodos 2000-2007 y 2010-2016, los bancos con niveles de activos mayores que 800.000 millones de dólares y entre 100.000 y 800.000 millones de dólares redujeron su apalancamiento en 4 puntos, en promedio. En cambio, la disminución del apalancamiento en los bancos situados en el nivel de activos más bajo (menor que 100.000 millones de dólares) fue de 2 puntos en promedio.

En el caso de Asia, se produjo un fenómeno similar. Los bancos ubicados en los dos primeros niveles de activos redujeron su apalancamiento en 5 puntos entre los periodos 2000-2007 y 2010-2016, mientras que los bancos del menor nivel de activos lo hicieron en menos de 1 punto.

²⁵ Shin (2003) distingue entre una primera fase de liquidez global (anterior a la crisis financiera mundial) y una segunda fase (posterior a la crisis financiera mundial).

²⁶ En el caso de los Estados Unidos, se consideran en la muestra bancos cuyos activos son mayores que 800.000 millones de dólares; bancos cuyos activos se sitúan entre 100.000 y 800.000 millones de dólares, y bancos cuyos activos son menores que 100.000 millones de dólares. En el caso de Europa, se consideran bancos cuyos activos son mayores que 1 billón de dólares; bancos cuyos activos se sitúan entre 300.000 millones y 1 billón de dólares, y bancos cuyos activos son menores que 300.000 millones de dólares. Finalmente, en el caso de Asia se incluyen bancos cuyos activos son mayores que 1 billón de dólares; bancos cuyos activos se sitúan entre 300.000 millones y 1 billón de dólares, y bancos cuyos activos son menores que 300.000 millones de dólares.

Cuadro I.3

Promedio del rendimiento de los activos (ROA)^a, el rendimiento del capital (ROE)^b y el apalancamiento de bancos de América Latina, los Estados Unidos, Europa y Asia, ponderado por el tamaño de sus activos en 2016, 2000-2016

Tamaño de los activos de cada banco (en dólares)		Bancos de América Latina			Bancos de los Estados Unidos		
		Más de 100.000 millones	Entre 20.000 y 100.000 millones	Menos de 20.000 millones	Más de 800.000 millones	Entre 100.000 y 800.000 millones	Menos de 100.000 millones
Número de bancos de la categoría		5 bancos	14 bancos	20 bancos	9 bancos	10 bancos	36 bancos
2000-2007 ^c	ROA (porcentaje)	2,0	1,8	0,8	1,0	1,5	1,2
	ROE (porcentaje)	26,2	18,2	7,2	15,9	16,0	13,2
	Apalancamiento	14,1	10,3	10,7	18,1	12,6	11,5
2010-2016	ROA (porcentaje)	1,3	1,7	2,1	0,6	0,9	0,8
	ROE (porcentaje)	17,8	17,8	19,5	6,4	7,7	6,8
	Apalancamiento	14,3	10,4	9,8	13,9	8,8	9,3
2016	ROA (porcentaje)	1,0	1,5	1,7	0,6	1,0	0,9
	ROE capital (porcentaje)	12,3	15,3	15,6	5,8	8,8	7,7
	Apalancamiento	13,5	10,2	10,4	12,1	9,0	9,4
Tamaño de los activos de cada banco (en dólares)		Bancos de Europa			Bancos de Asia		
		Más de 1 billón	Entre 300.000 millones y 1 billón	Menos de 300.000 millones	Más de 1 billón	Entre 300.000 millones y 1 billón	Menos de 300.000 millones
Número de bancos de la categoría		8 bancos	13 bancos	24 bancos	8 bancos	13 bancos	55 bancos
2000-2007 ^d	ROA (porcentaje)	0,7	0,7	0,7	0,6	0,9	1,4
	ROE (porcentaje)	15,9	14,8	13,4	13,1	18,3	15,3
	Apalancamiento	23,7	22,9	25,2	21,4	21,5	13,1
2010-2016	ROA (porcentaje)	0,2	0,2	0,1	1,0	0,9	1,0
	ROE (porcentaje)	4,5	3,5	2,3	15,8	15,7	10,2
	Apalancamiento	20,3	18,1	21,9	16,2	16,0	12,2
2016	ROA (porcentaje)	0,2	0,1	0,1	0,8	0,8	0,9
	ROE (porcentaje)	3,8	0,8	2,3	12,3	12,7	8,4
	Apalancamiento	17,6	16,5	18,8	14,7	15,3	11,6

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

^a ROA: *return on assets*.

^b ROE: *return on equity*.

^c Los datos corresponden al período 2006-2007 en el caso de los bancos de América Latina con activos mayores que 100.000 millones de dólares.

^d Los datos corresponden al período 2004-2007 en el caso de los bancos de Asia.

En 2016, los niveles de apalancamiento de los bancos de los Estados Unidos, Europa y Asia se sitúan, en general, bajo el promedio registrado en el período 2007-2015. Esto puede indicar la consolidación de menores niveles de apalancamiento como regla de negocios de los principales bancos de esas regiones.

Los menores niveles de apalancamiento han venido acompañados de una menor rentabilidad, en particular en los bancos de los Estados Unidos y Europa. Esto refleja el hecho de que el sistema financiero en estos dos casos operaba fundamentalmente sobre la base de una estrategia de apalancamiento como forma de maximizar sus beneficios. Entre los períodos 2000-2007 y 2010-2016, los niveles de beneficios medidos por el rendimiento del capital (*return on equity* (ROE)) cayeron prácticamente un 50% en promedio en el caso de los Estados Unidos. En el caso de Europa, el desplome fue mucho mayor, cercano al 78%.

Cabe destacar, a modo de comparación, que en el caso de América Latina y el Caribe el comportamiento de los bancos es muy distinto. Por una parte, los niveles de apalancamiento promedio no variaron significativamente entre los períodos anterior y posterior a la crisis financiera mundial. Considerando los tres grupos de bancos definidos, de mayor a menor tamaño de sus activos, los niveles de apalancamiento fueron de 14,1, 10,3 y 10,7 en el período 2000-2007 y de 14,3, 10,4 y 9,8 en el período 2010-2016.

Por otra parte, el nivel de beneficios se ha visto afectado solo en el caso de los bancos más grandes. El nivel de beneficios (medido por el rendimiento del capital) cayó un 32% en el caso de los bancos de América Latina que tienen un nivel de activos mayor que 100.000 millones de dólares y solo un 2% en el caso de aquellos con un nivel de activos situado entre 20.000 y 100.000 millones de dólares. Para los bancos del menor rango de activos (inferior a 20.000 millones de dólares), el nivel de beneficios aumentó de un 7,2% a un 19,5%, como proporción de los activos promedio.

El menor nivel de apalancamiento y rentabilidad de los bancos globales se refleja también en la pérdida de su valor de mercado. En el gráfico I.16 se presenta la evolución de los índices bursátiles de los bancos globales de los Estados Unidos y Europa entre 2007 y 2017. Las cifras evidencian una caída importante de ambos índices desde 2007 y una recuperación a partir de 2012. Entre 2007 y 2009, el índice bursátil cayó cerca de un 80% para los Estados Unidos y Europa. Pese a la recuperación registrada a partir de 2012, los bancos de los Estados Unidos y de Europa aún no han logrado recuperar los niveles de capitalización de mercado que exhibían en 2007. A finales de abril de 2017, el índice bursátil se situaba en niveles equivalentes a un 29% y un 63% del registrado en 2007, en los casos de los sistemas bancarios de Europa y los Estados Unidos, respectivamente.

Gráfico I.16

Índices de capitalización de los sistemas bancarios de los Estados Unidos y Europa, 2007-2017
(Base 2007=100)



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

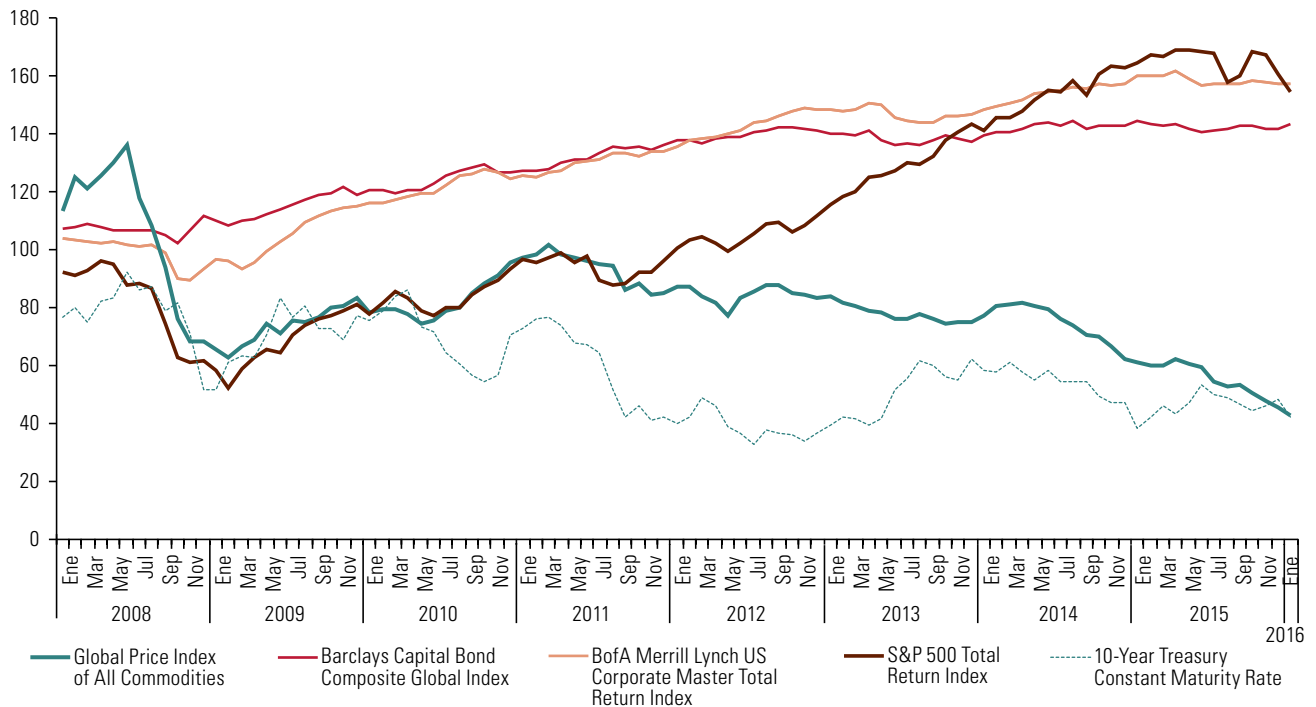
Nota: Los índices S&P 500 Banks y STOXX Europe 600 Banks son índices de capitalización que reflejan la valoración de la banca en el mercado de valores. La capitalización es el precio de las acciones por el número de acciones. Estos índices miden el desempeño de un conjunto amplio de instituciones financieras en el mercado de valores de los Estados Unidos y de 18 países de Europa, respectivamente.

3. El crecimiento del mercado internacional de bonos responde a un aumento de su rentabilidad, propiciada por un contexto de bajas tasas de interés

El crecimiento de las emisiones de deuda se explica, por el lado de la demanda, por el apetito de riesgo y la búsqueda de altos rendimientos de los inversores internacionales. En el gráfico I.17 se muestra la evolución de los índices de los rendimientos de bonos internacionales (Barclays Capital y Merrill Lynch), del mercado de valores (S&P 500), de los productos básicos y de los bonos del tesoro en el período comprendido entre enero de 2008 y enero de 2016. Los datos permiten apreciar una clara tendencia al alza de la rentabilidad de los índices de los bonos internacionales (Barclays Capital y Merrill Lynch) y del mercado de valores (de un 51 % entre enero de 2008 y enero de 2016). En cambio, el índice de bonos del tesoro muestra una merma de su rentabilidad (de un 51 % entre ambos puntos de datos).

Gráfico I.17

Evolución de los índices de los rendimientos de bonos internacionales (Barclays Capital y Merrill Lynch), del mercado de valores (S&P 500), de los productos básicos y de bonos del tesoro, enero de 2008 a enero de 2016
(Base enero de 2008=100)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Federal de la Reserva de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED), 2016.

Nota: Los índices, por su orden, corresponden al índice global de precios de todos los productos básicos, el índice global compuesto de bonos de Barclays Capital, el índice de rendimiento total de deuda corporativa en dólares de Bank of America Merrill Lynch, el índice de rendimiento total S&P 500 y la tasa de Tesoro de vencimiento constante de 10 años.

Por el lado de la oferta, los altos precios de las materias primas y los tipos de cambio favorables fueron inicialmente determinantes clave del aumento de la deuda externa del sector empresarial no financiero en el caso de América Latina. A partir de la caída de los precios de las materias primas, la disminución de la prima de riesgo para las economías emergentes y América Latina y el Caribe ha sido un aliciente para que aumenten su nivel de deuda. En el caso de Asia, el hecho de que los bancos no experimentaran las fuertes caídas de rentabilidad registradas en los casos de los Estados Unidos y Europa tras la crisis financiera mundial puede haber contribuido al aumento de los niveles de deuda en ese sector.

4. El mercado de bonos internacionales se concentra en las economías desarrolladas, si bien ha aumentado la participación de las economías en desarrollo

Las economías desarrolladas representan el grueso del mercado global de bonos (un 87% del total en 2016). Por su parte, las economías en desarrollo han incrementado su participación en títulos de deuda total e internacional. Entre 2000 y 2016, las economías en desarrollo aumentaron su acervo de deuda total e internacional de aproximadamente 500.000 millones de dólares a más de 2 billones de dólares.

A nivel de países, los principales emisores de deuda internacional son China, el Brasil, la Federación de Rusia, México, la República de Corea, Turquía y la India. La descomposición por sectores demuestra que hay claras tendencias regionales comunes, pero también diferencias significativas entre las distintas regiones en desarrollo.

Un análisis de los datos disponibles de las distintas regiones en desarrollo permite observar que Asia y el Pacífico y América Latina y el Caribe concentran la mayor proporción de emisiones de deuda internacional.

A nivel de sectores, las cifras revelan una disminución de las emisiones de deuda del sector de gobierno, así como la fuerte y creciente presencia del sector financiero como emisor de valores internacionales en todas las regiones del mundo en desarrollo (véase el cuadro I.4). En términos comparativos con otras regiones en desarrollo, se observa que el sector financiero (bancos y otras sociedades financieras) de América Latina y el Caribe alcanza la menor participación en la emisión de deuda total. De acuerdo con las cifras disponibles, el sector financiero representó el 70% de las emisiones de deuda internacional en Asia y el Pacífico, el 54% en África y Oriente Medio, el 43% en las economías en desarrollo de Europa y el 35% en América Latina y el Caribe.

Cuadro I.4

Participación de las emisiones de deuda internacional por sector institucional, según regiones del mundo en desarrollo, 2000-2016
(En porcentajes)

	2000	2005	2010	2012	2016
América Latina y el Caribe					
Bancos	6,2	5,4	10,2	14,8	14,3
Otras sociedades financieras	6,2	13,5	18,8	19,7	20,9
Sociedades no financieras	15,2	12,6	21,6	26,5	30,0
Gobierno	72,4	68,6	49,4	39,0	34,8
África y Oriente Medio					
Bancos	3,2	13,9	11,9	15,2	19,3
Otras sociedades financieras	19,7	33,1	37,8	36,5	34,6
Sociedades no financieras	32,0	22,6	24,7	24,1	21,4
Gobierno	45,1	30,4	25,5	24,2	24,7
Economías en desarrollo de Europa					
Bancos	2,0	9,5	19,5	25,5	28,6
Otras sociedades financieras	15,5	17,6	20,4	16,3	14,7
Sociedades no financieras	0,8	6,2	9,6	10,1	11,4
Gobierno	81,7	66,7	50,6	48,1	45,2
Asia y el Pacífico					
Bancos	25,9	25,8	30,6	32,3	35,0
Otras sociedades financieras	21,2	24,9	30,9	31,8	35,2
Sociedades no financieras	33,6	30,0	22,4	20,9	18,6
Gobierno	19,3	19,2	16,0	15,0	11,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2016; E. Pérez Caldentey, "Quantitative easing (QE), Changes in global liquidity and financial instability", *International Journal of Political Economy*, por aparecer, 2017.

A la vez, en el caso de América Latina y el Caribe el sector corporativo no financiero se ha convertido en el emisor de valores más importante después del sector de gobierno (con proporciones del 30,0% y el 34,8% en 2016, respectivamente). Entre 2000 y 2008, el acervo de emisiones de deuda de las corporaciones no financieras de la región aumentó de 58.000 a 96.000 millones de dólares. Entre 2009 y 2016, este acervo se ha incrementado de 96.000 a 435.000 millones de dólares.

5. El aumento de la participación de las economías en desarrollo en el mercado de bonos ha contribuido a incrementar su nivel de endeudamiento

Los datos disponibles del período 2000-2016 muestran que en las economías en desarrollo, en promedio, la deuda del sector privado como porcentaje del PIB ha venido creciendo desde finales de 2008. Entre 2008 y 2016, la razón de la deuda del sector privado respecto del PIB pasó del 76,5% al 142,5% en dichas economías (véase el gráfico I.18). En cambio, en las economías desarrolladas la deuda del sector privado respecto del PIB apenas ha variado en ese período (de un 163,6% en 2008 a un 165,0% en 2016).

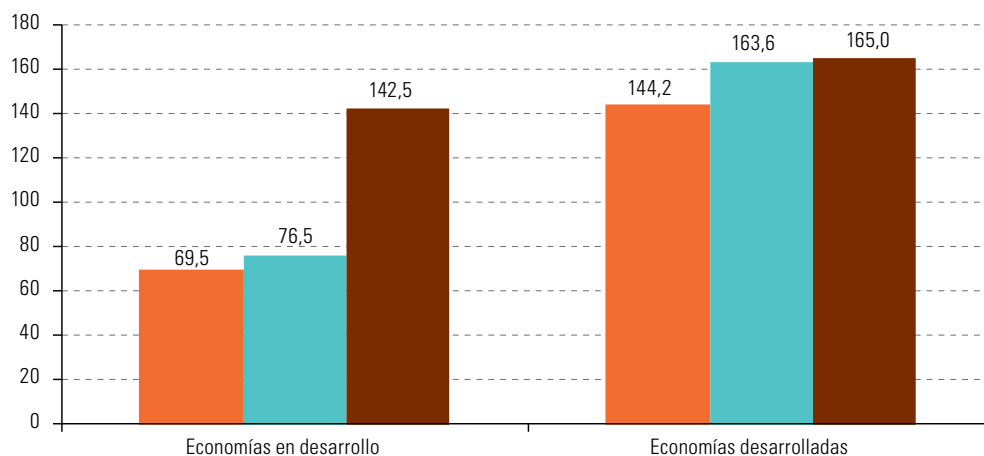


Gráfico I.18
Deuda del sector privado como proporción del PIB en economías en desarrollo y economías desarrolladas, 2000, 2008 y 2016
(En porcentajes)

2000
2008
2016

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2017.

Desde la crisis financiera global el crecimiento de la liquidez mundial se ha desacelerado marcadamente, lo que obedece, en parte, al proceso de desapalancamiento y contracción de activos de los bancos globales. Al mismo tiempo, la composición de la liquidez global ha cambiado y el mercado de bonos ha adquirido mayor preponderancia como fuente de financiamiento. Esto, junto con otros factores, ha tenido importantes efectos en las economías en desarrollo, incluidas las de América Latina y el Caribe. En particular, en América Latina el sector corporativo no financiero ha recurrido en mayor medida a las emisiones en el mercado de bonos. Este panorama financiero global plantea problemas importantes para estas economías. Un primer problema relacionado con la estabilidad financiera mundial es determinar si los bancos globales quedarán satisfechos con su actual nivel de rentabilidad o si buscarán nuevas estrategias para aumentarlo. Un segundo problema es comprender el mecanismo de transmisión entre las tasas de interés, el precio de los bonos y los tipos de cambio, algo muy importante en un momento en que la Reserva Federal está planeando reducir su hoja de balance. Un ciclo económico impulsado por el préstamo de los bancos puede diferir significativamente de uno impulsado por cambios en las tasas de interés y los precios de los bonos. Una cuestión relacionada es evaluar las implicaciones del apalancamiento corporativo para el sector productivo, su relación con la rentabilidad y con la dinámica de inversión.

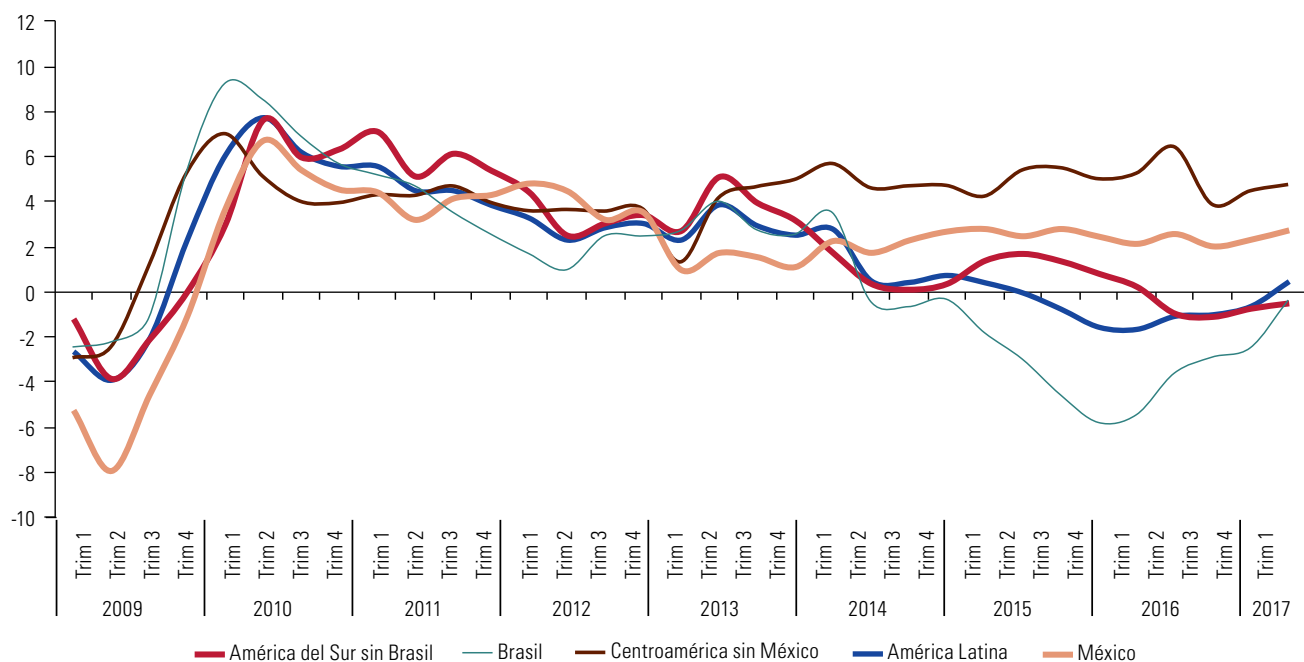
D. El desempeño interno

1. Finaliza la contracción: se recupera lentamente el crecimiento económico en América Latina y se mantiene la elevada heterogeneidad entre los países

Tras la caída del 1,1% del PIB de América Latina en 2016, los indicadores disponibles para los primeros meses de 2017 sugieren que las economías de la región se mantienen en una senda de crecimiento positiva. En el primer trimestre de 2017, la tasa de crecimiento regional mostró una aceleración respecto de los resultados trimestrales de 2016 y aumentó un 0,4%, en comparación con una tasa promedio de crecimiento trimestral interanual del -0,9% del PIB en los tres últimos trimestres de 2016 (véase el gráfico I.19).

Gráfico I.19

América Latina: tasa de variación del PIB trimestral con relación al mismo trimestre del año anterior, promedio ponderado, primer trimestre de 2009 a primer trimestre de 2017^a
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)



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

^a Proyección.

En el segundo trimestre de 2016 comenzaron a percibirse las primeras señales de que podría revertirse la tendencia decreciente del PIB de América Latina. En ese trimestre, el PIB regional desestacionalizado registró un incremento respecto del trimestre anterior (0,12%) tras cinco trimestres de retroceso, hecho que se repitió en el cuarto trimestre de 2016 (0,01%) y con mayor fuerza en el primer trimestre de 2017 (0,73%). En este último, la mejora del dinamismo de la actividad económica de la región obedeció fundamentalmente a la recuperación de la Argentina y el Brasil.

2. La demanda interna crece, impulsada por la recuperación de la inversión y, en menor medida, por el consumo privado

La demanda interna regional se incrementó un 0,9% en el primer trimestre de 2017, como resultado de un aumento de la inversión del 4,7% y, en menor medida, del consumo privado, que creció un 0,1%, así como de la contracción de un 0,9% del consumo público. Este crecimiento de la demanda interna es producto de la dinámica de recuperación iniciada en 2016, cuando dicha demanda mostró una trayectoria negativa que se fue recuperando a lo largo del año, tras presentar una caída del 4,3% en el primer trimestre y del 0,7% en el cuarto trimestre, y finalizar el período 2016 con una caída del 2,0% anual. El resultado de 2016 se explica por el comportamiento tanto de la inversión como del consumo privado, aunque el primero predomina en términos de contribución negativa al crecimiento (véase el gráfico I.20A).

En 2016, el consumo privado y el público se contrajeron un 1,1% y un 0,7%, respectivamente. El resultado del consumo privado fue impulsado tanto por el menor dinamismo del crédito interno como por el deterioro profundo y generalizado del mercado laboral, que hizo que la tasa de desempleo urbano de América Latina y el Caribe sufriera un aumento de una magnitud inédita durante los últimos 20 años. El detrimento del consumo público se enmarca en la dinámica de ajuste fiscal que han implementado los Gobiernos de la región.

Gráfico I.20

América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, primer trimestre de 2008 a primer trimestre de 2017
(En porcentajes)

A. América Latina

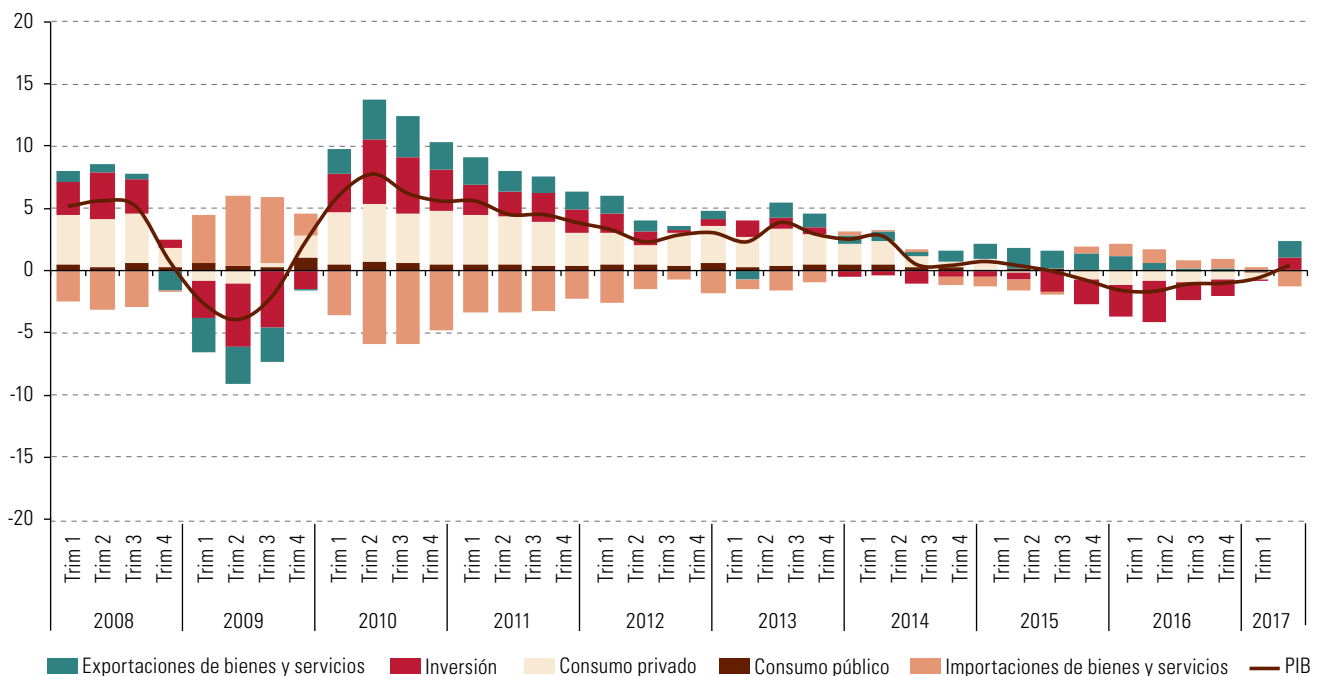
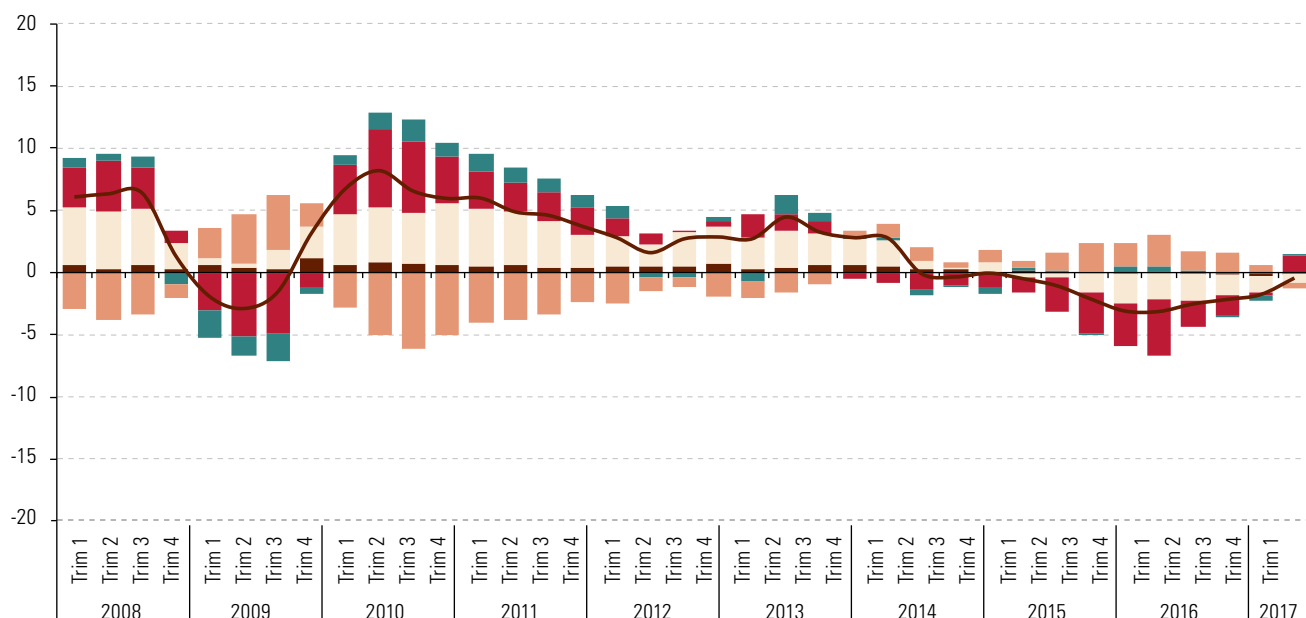
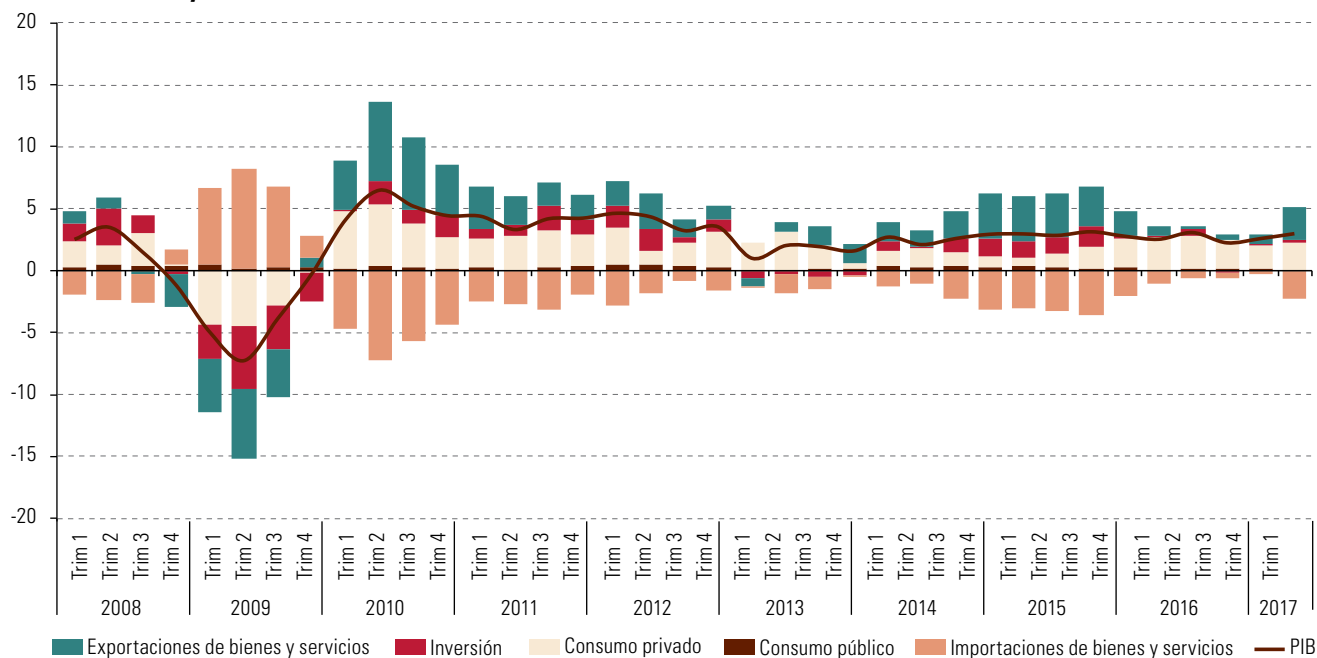


Gráfico I.20 (conclusión)

B. América del Sur**C. Centroamérica y México**

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

Tras caer durante 13 trimestres consecutivos a una tasa promedio anual del 5,9%, la inversión de la región aumentó un 4,7% en el primer trimestre de 2017. Este resultado se atribuye al incremento de la inversión tanto en construcción como en maquinaria y equipos, pero principalmente a inventarios. A nivel subregional, los datos de las cuentas nacionales del primer trimestre de 2017 confirmaron que la inversión ha comenzado a crecer en América del Sur, puesto que se elevó un 6,3% respecto del mismo trimestre del año anterior y fue el principal impulsor del PIB trimestral (véase el gráfico I.20B). En el mismo período, la inversión en Centroamérica y México creció tan solo un 0,5% respecto del mismo trimestre del año anterior, lo que ratifica la desaceleración de su crecimiento, registrada ya en 2016.

Con respecto al comercio exterior de bienes y servicios, en el primer trimestre de 2017 la contribución del sector externo fue levemente positiva, debido al aumento de las exportaciones netas. En 2016, no obstante, se mantuvo por segundo año la caída de las importaciones y un crecimiento casi nulo de las exportaciones, lo que evidencia el mal desempeño de la demanda interna y el lento mejoramiento del contexto internacional.

Los datos del primer trimestre de 2017 permiten corroborar que, a nivel subregional, la clara contraposición de tendencias que existía desde 2013 entre América del Sur y Centroamérica se disipa. Mientras América del Sur muestra un punto de inflexión a contar del segundo trimestre de 2016 y da inicio a una dinámica de recuperación, México y Centroamérica mantienen estable su trayectoria de los últimos años. En cuanto a las contribuciones de los componentes del gasto al crecimiento del PIB en 2017, en América del Sur se basan principalmente en la recuperación de la inversión, a diferencia de México y Centroamérica donde el consumo privado es el que sostiene el crecimiento del PIB, compensándose así la pérdida de dinamismo de la inversión (véase el gráfico I.20C).

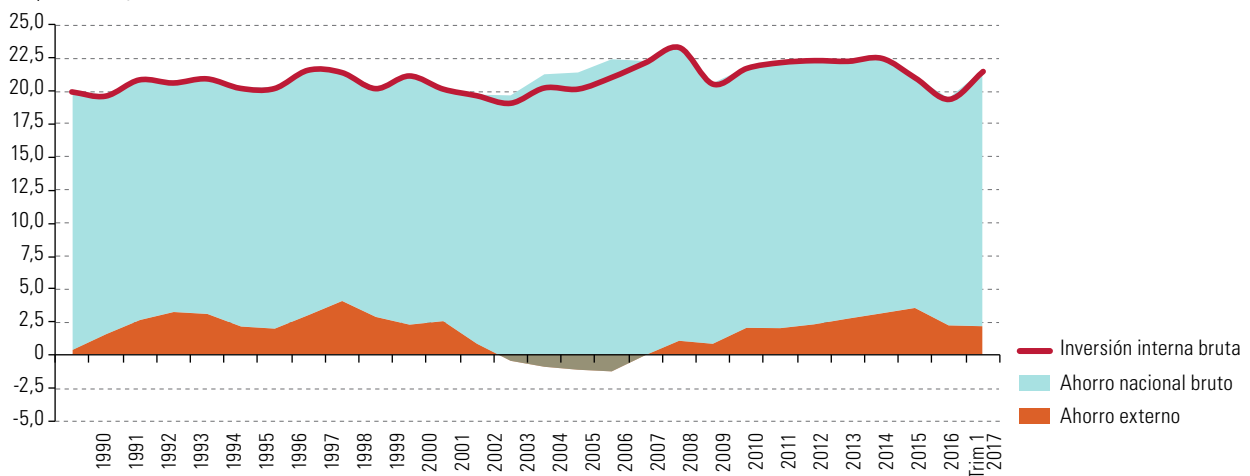
3. El aumento del ingreso nacional bruto disponible se refleja en una mayor disponibilidad de ahorro nacional en América Latina

La mejora de los términos de intercambio en 2017, sumada a un aumento de las transferencias corrientes, compensó con creces el incremento de los pagos netos al exterior, lo que redundó en un aumento del ingreso nacional bruto disponible, superior al del PIB regional del primer trimestre.

El crecimiento del ingreso nacional bruto está permitiendo una mayor disponibilidad de ahorro nacional en América Latina que, medido como porcentaje del PIB, muestra un incremento en comparación con 2016. Sobre la base de dólares corrientes, el ahorro nacional bruto del primer trimestre de 2017 alcanzó el 19,4% del PIB (frente al 17,2% y el 17,5% del PIB en 2016 y 2015, respectivamente). En tanto, el ahorro externo experimentó una leve baja, del 2,2% del PIB en 2016 al 2,1% del PIB en el primer trimestre de 2017. En consecuencia, la inversión interna bruta se elevó 2,1 puntos porcentuales con respecto a 2016 y se situó en un 21,5% del PIB en el primer trimestre de 2017 (véase el gráfico I.21).

Gráfico I.21

América Latina: financiamiento de la inversión interna bruta, 1990 a primer trimestre de 2017
(En porcentajes del PIB, sobre la base de dólares corrientes)



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

4. A partir del segundo semestre de 2016, la inflación promedio de las economías de América Latina y el Caribe se ha reducido, pese a que tres economías mantienen tasas superiores al 20%

Desde agosto de 2016, la tasa de inflación promedio de América Latina y el Caribe, excluida la República Bolivariana de Venezuela, ha exhibido una tendencia a la baja²⁷. Esto significó una caída de 0,6 puntos porcentuales en la tasa de inflación de la región, que pasó del 7,9% en diciembre de 2015 al 7,3% en el mismo mes de 2016. Esta situación pone fin al episodio de aumento de la inflación que se inició en octubre de 2009 y se extendió hasta junio de 2016, cuando la inflación regional alcanzó el 8,9%. En los primeros cinco meses de 2017, la inflación promedio de la región siguió cayendo (1,7 puntos porcentuales) y pasó del 7,3% en 2016 al 5,7% en mayo de 2017.

Tras este comportamiento promedio de la región, la dinámica de la inflación en las economías de América Latina y el Caribe exhibe una gran heterogeneidad. En el gráfico I.22 se muestra cómo, desde mediados de 2016, la inflación se reduce en las economías de América del Sur, mientras que se incrementa en la subregión configurada por los países de Centroamérica, México, Haití y la República Dominicana. La inflación en las economías del Caribe de habla no hispana también se ha desacelerado desde octubre de 2016, cuando fue de un 7,5%, el mayor nivel registrado desde marzo de 2011. En los primeros cinco meses de 2017, si bien no se dispone de datos sobre la mayoría de las economías del Caribe, en países como las Bahamas, Guyana y Jamaica, la inflación aumentó con respecto a los valores observados al cierre de 2016. Por el contrario, en Suriname y Trinidad y Tabago la inflación cedió terreno, aunque, en el caso de Suriname, se mantiene en niveles históricamente elevados.

La heterogeneidad también se evidencia al observar, por un lado, a economías como la Argentina, Suriname y Venezuela (República Bolivariana de)²⁸, que registraron tasas de inflación superiores al 20% en 2016, y, por otro lado, a economías como Antigua y Barbuda, El Salvador y Santa Lucía, que experimentaron una deflación en ese mismo año (véase el cuadro I.5).

Diversos factores contribuyen a explicar la dinámica de la inflación en 2016 y los primeros cinco meses de 2017. En casos como los de México, la República Dominicana, Suriname y Venezuela (República Bolivariana de), la depreciación o devaluación de las monedas respecto del dólar ha impulsado un crecimiento de la inflación en 2016 que ha persistido en los primeros cinco meses de 2017. En el Brasil, Chile, Colombia y el Paraguay, las apreciaciones nominales de la moneda que se han registrado desde mediados de 2016 han contribuido a disminuir la inflación en ese año y los primeros meses de 2017. La persistencia de desequilibrios fiscales estimula el crecimiento de

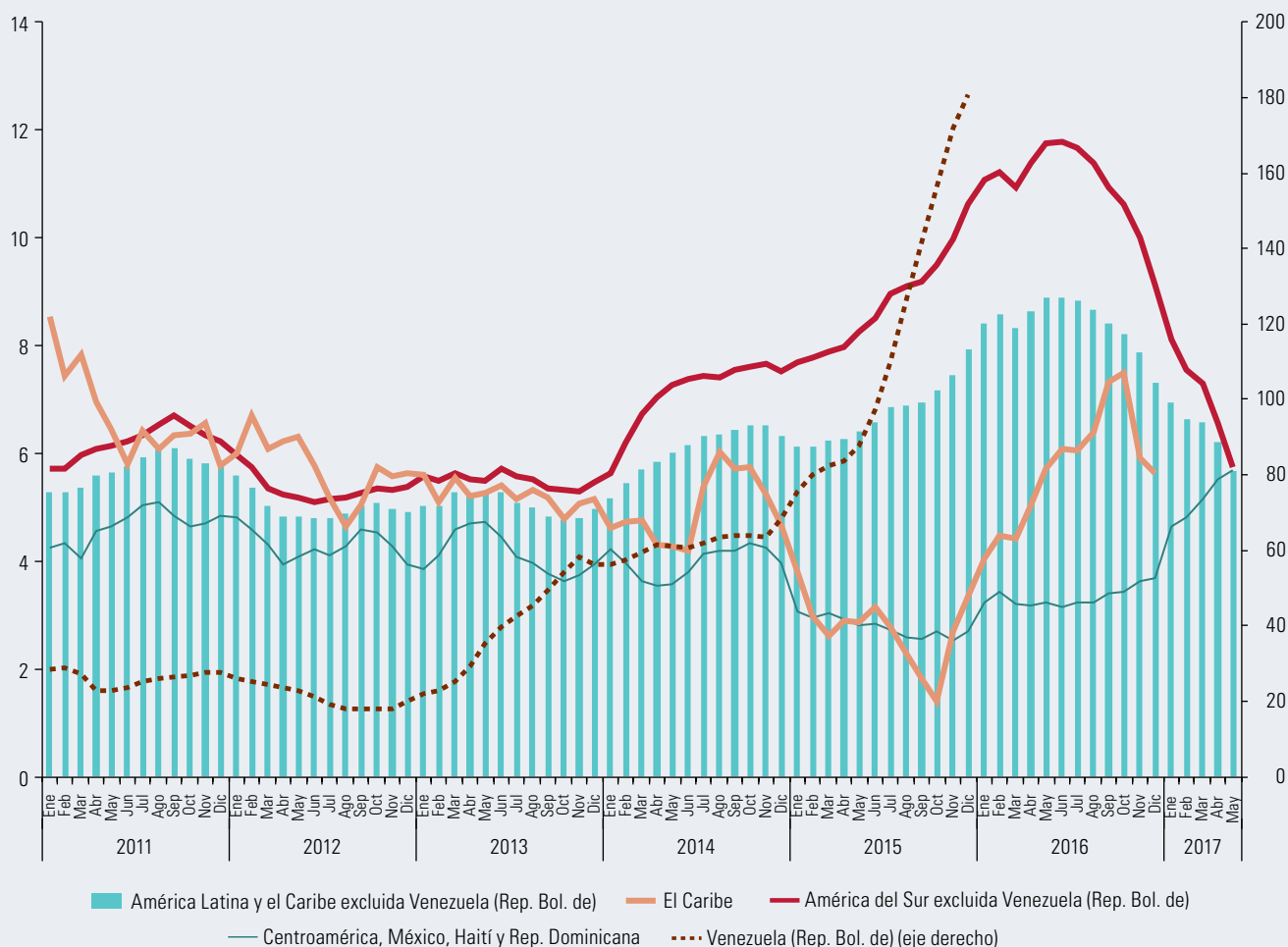
²⁷ En los promedios regionales y subregionales que se presentan en los cuadros y gráficos de este capítulo no están incluidos los datos de la República Bolivariana de Venezuela, pues no se dispone de información oficial sobre la evolución de la inflación desde diciembre de 2015.

²⁸ Pese a que no se dispone de datos oficiales sobre la economía de la República Bolivariana de Venezuela, las estimaciones preliminares apuntan a que la inflación en 2016 fue superior a la registrada en 2015 (180%). De hecho, según estimaciones publicadas por *Latin America Consensus Forecasts* en su edición de mayo de 2017, la inflación en la República Bolivariana de Venezuela fue del 560,5% en 2016. Entre los factores que sustentan estas estimaciones destacan la aceleración del crecimiento de los agregados monetarios, el creciente financiamiento monetario del banco central al sector público, la depreciación observada en el tipo de cambio, tanto oficial como paralelo, y la profunda restricción externa que enfrenta esta economía.

los agregados monetarios, lo que lleva la inflación a niveles históricamente elevados, en especial en los casos de Suriname y Venezuela (República Bolivariana de). Por otro lado, la caída que ha registrado la inflación en países como la Argentina, el Brasil y Jamaica refleja el bajo dinamismo de la demanda agregada interna y los esfuerzos por disminuir los desequilibrios fiscales y, con ello, reducir la necesidad de recurrir a su financiamiento monetario.

Gráfico I.22

América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, promedio ponderado, enero de 2011 a mayo de 2017 (En porcentajes)



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

Cuadro I.5

América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, diciembre de 2015 a mayo de 2017
(En porcentajes)

	Diciembre de 2015	Diciembre de 2016	Mayo de 2015	Mayo de 2016	Mayo de 2017
América Latina y el Caribe^a	7,9	7,3	6,4	8,9	5,7
América del Sur^a	10,6	9,1	8,3	11,7	5,7
Argentina	27,5	38,5	20,0	43,1	24,0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	3,0	4,0	4,1	5,0	1,2
Brasil	10,7	6,3	8,5	9,3	3,6
Chile	4,4	2,7	4,0	4,2	2,6
Colombia	6,8	5,7	4,4	8,2	4,4
Ecuador	3,4	1,1	4,5	1,6	1,1
Paraguay	3,1	3,9	3,3	3,5	3,4
Perú	4,4	3,2	3,4	3,5	3,0
Uruguay	9,4	8,1	8,4	11,0	5,6
Centroamérica y México	2,7	3,7	2,8	3,2	5,7
Costa Rica	-0,8	0,8	1,0	-0,4	1,7
El Salvador	1,0	-0,9	-0,4	0,7	0,9
Guatemala	3,1	4,2	2,6	4,4	3,9
Haití	12,5	14,3	6,6	15,1	14,6
Honduras	2,4	3,0	3,5	2,4	4,1
México	2,1	3,4	2,9	2,6	6,2
Nicaragua	2,9	3,1	5,1	3,6	3,1
Panamá	0,3	1,5	0,4	0,3	0,8
República Dominicana	2,3	1,7	0,2	1,7	3,1
El Caribe	3,3	5,6	2,9	5,7	...
Antigua y Barbuda	0,9	-1,1	1,0	-0,6	...
Bahamas	2,0	0,8	1,6	-0,2	2,7 ^b
Barbados	-2,5	4,0	-0,7	1,3	...
Belice	-0,6	1,1	-0,9	1,0	...
Dominica	-0,5	1,6	-0,2	-0,3	...
Granada	1,1	0,9	-0,7	1,5	...
Guyana	-1,8	1,4	0,2	0,9	2,1 ^c
Jamaica	3,7	1,7	4,0	2,1	4,8 ^c
Saint Kitts y Nevis	-2,4	0,0	-3,8	-1,3	...
San Vicente y las Granadinas	-2,1	1,0	-1,8	-0,1	...
Santa Lucía	-2,6	-3,0	0,1	-4,0	...
Suriname	25,2	49,2	3,8	54,4	30,9 ^c
Trinidad y Tabago	1,5	3,1	5,5	3,4	2,7 ^b

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

^a No se incluyen datos de la República Bolivariana de Venezuela, debido a la falta de información oficial desde diciembre de 2015.

^b Datos a marzo de 2017.

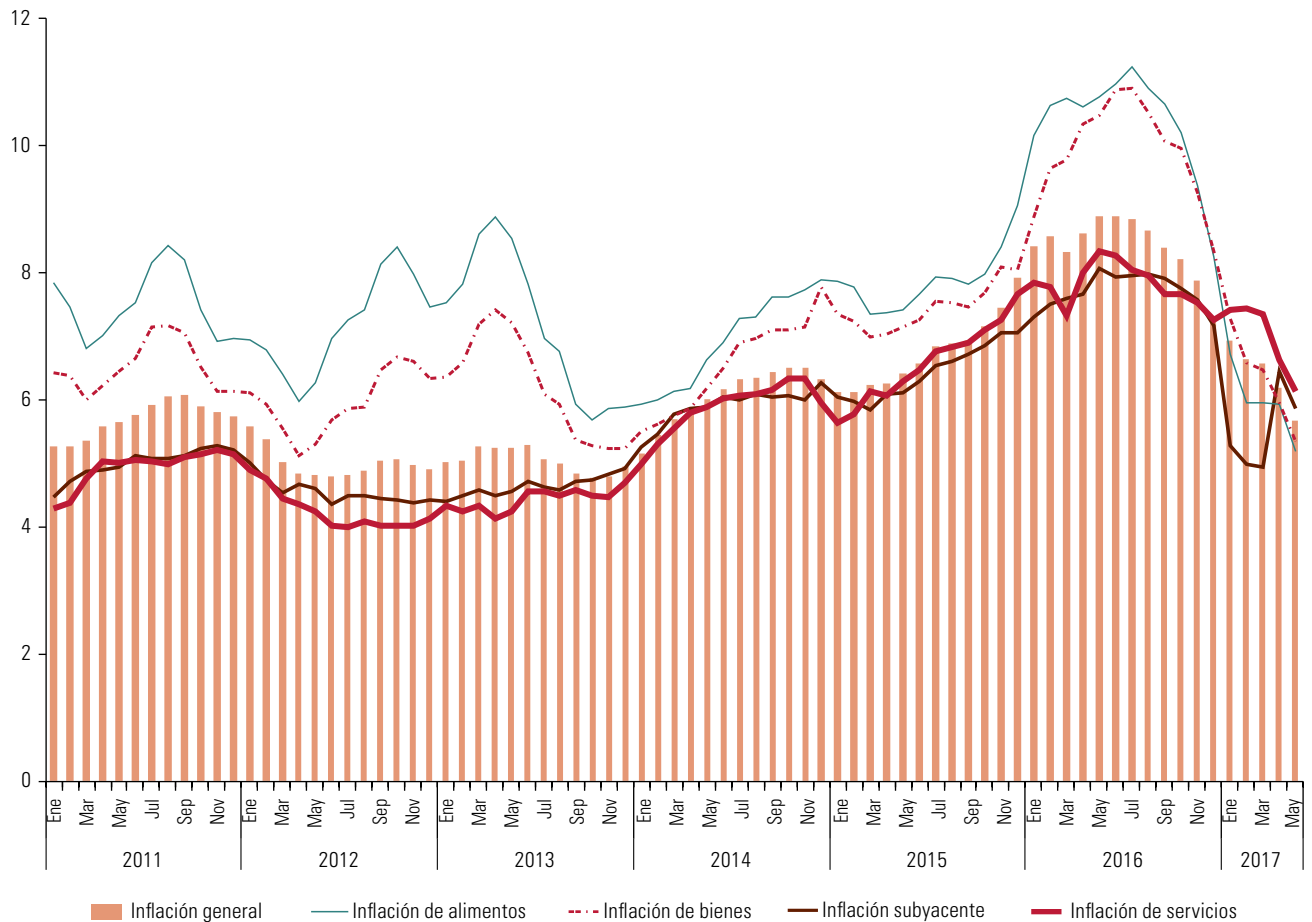
^c Datos a abril de 2017.

5. Desde mediados de 2016, la inflación se ha reducido en los distintos componentes del índice de precios al consumidor (IPC) y la inflación de alimentos muestra la mayor caída

La tendencia decreciente exhibida por la inflación general a partir del segundo semestre de 2016 también se manifiesta en las distintas categorías que forman el IPC (véase el gráfico I.23). No obstante, el componente que recoge la inflación de alimentos es el que evidencia la reducción más pronunciada. Entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, el promedio regional de la inflación de alimentos descendió 0,8 puntos porcentuales, mientras que la inflación subyacente se incrementó 0,1 puntos porcentuales. Al evaluar la dinámica de la inflación de bienes y servicios, se observa que entre 2015 y 2016 la inflación de servicios disminuyó 0,4 puntos porcentuales, al mismo tiempo que la inflación de bienes transables creció 0,3 puntos porcentuales.

Gráfico I.23

América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, general, subyacente, de alimentos, de bienes y de servicios, promedio ponderado, enero de 2011 a mayo de 2017 (En porcentajes)



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

En los primeros cinco meses de 2017, la trayectoria iniciada en 2016 en los distintos componentes de la inflación se ha profundizado. En el caso del promedio regional de la inflación de alimentos, se registró una disminución de 3,1 puntos porcentuales, que hizo que esta pasara del 8,3% en diciembre de 2016 al 5,2% en mayo de 2017. La inflación subyacente se redujo 1,3 puntos porcentuales en ese mismo lapso y pasó del 7,2% en diciembre de 2016 al 5,9% en mayo de 2017. En los primeros cinco meses de 2017, se observó una diferencia con respecto a lo acontecido en 2016, dado que la reducción de la inflación de bienes (-3,0 puntos porcentuales) superó a la caída registrada en la inflación de servicios (-1,2 puntos porcentuales).

Un hecho destacable es que en 2016, la tasa de inflación de alimentos —pese a que se redujo más que la tasa de inflación general— fue superior a esta en 1,0 punto porcentual. En los primeros cinco meses de 2017, la situación se ha revertido y la inflación general supera a la inflación de alimentos en 0,5 puntos porcentuales.

6. En el primer trimestre de 2017 los indicadores laborales muestran un nuevo deterioro, pero de menor magnitud que el registrado en 2016

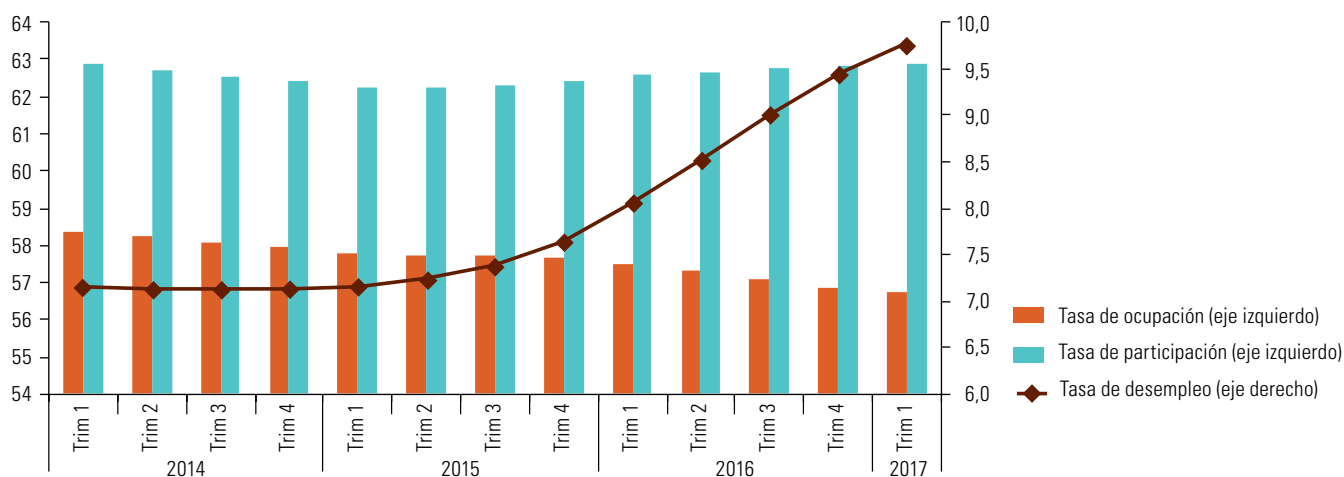
Gráfico I.24

América Latina y el Caribe (11 países): tasas de ocupación, participación y desempleo y su variación interanual, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2017^a

En el primer trimestre de 2017, a nivel regional, el mercado laboral continuó deteriorándose. Sin embargo, a la par que se produjo un modesto repunte del crecimiento económico, este deterioro se desaceleró y fue menos generalizado que en 2016. En concreto, en un grupo de 11 países de los que se cuenta con información trimestral, la tasa de desocupación urbana aumentó a inicios del año 1,2 puntos porcentuales respecto del primer trimestre de 2016, cifra marcadamente inferior al promedio de 1,8 puntos porcentuales de aumento interanual registrado en el mismo grupo de países en 2016²⁹. De todas maneras, en el promedio de cuatro trimestres móviles, en este grupo de países la tasa de desocupación continuó subiendo (véase el gráfico I.24A)³⁰.

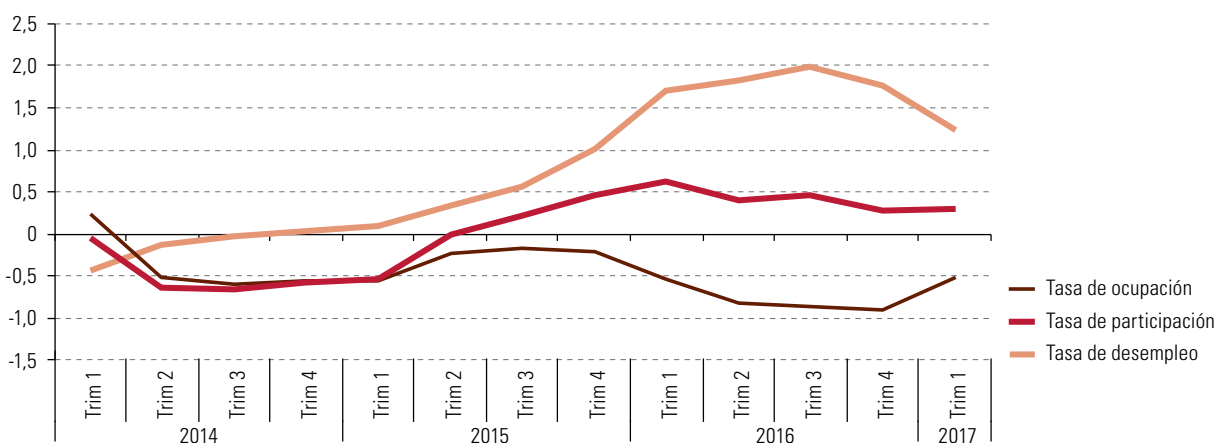
A. Promedio móvil de cuatro trimestres

(En porcentajes)



B. Variación interanual

(En puntos porcentuales)



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

^a Los países considerados son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Jamaica, México, el Paraguay, el Perú y el Uruguay.

²⁹ Los países considerados son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Jamaica, México, el Paraguay, el Perú y el Uruguay. A diferencia de ediciones anteriores del *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, en esta ocasión se excluyeron los datos de la República Bolivariana de Venezuela, debido a que solo se dispone de información oficial actualizada hasta abril de 2016.

³⁰ Dado que solo se cuenta con información trimestral acerca de un número limitado de países, las tasas que se calculan para este grupo difieren de la información anual, que representa a un mayor número de países.

7. En 2016 la situación laboral en la región se deterioró de manera profunda y bastante generalizada

El desempeño laboral del primer trimestre de 2017 contrastó con los resultados de 2016, cuando, en el contexto de un segundo año de contracción de la actividad económica, la tasa de desempleo urbano de América Latina y el Caribe aumentó de manera inédita en los últimos 20 años, de un 7,3% en 2015 a un 8,9%. Este deterioro fue el resultado de una acelerada caída de la tasa de ocupación urbana, que se contrajo por tercer año consecutivo; en esta ocasión, del 58,1% al 57,4%. Al mismo tiempo, después de tres años de estancamiento o caída, y como resultado de las mayores necesidades de generación de ingresos laborales de muchos hogares, la tasa de participación urbana repuntó de un 62,7% a un 62,9%³¹.

Si bien buena parte de estas variaciones de las principales tasas laborales a nivel regional se debió al marcado deterioro del mercado de trabajo del Brasil, en esta ocasión el empeoramiento de las condiciones laborales fue más generalizado que en 2015. De hecho, en 13 de los 20 países sobre los que se dispone de información la tasa de desempleo urbano se incrementó, y en la mitad de los países de la región la tasa de ocupación cayó, con la excepción, principalmente, de algunos países del Caribe. Sin embargo, en los países donde se produjo un deterioro de estas variables, el aumento de la tasa de desempleo fue, en general, mucho más reducido que en el Brasil, y el cálculo del promedio ponderado sin el Brasil muestra un aumento mucho más moderado de la tasa de desempleo urbano, del 6,0% al 6,3% entre 2015 y 2016.

8. En el primer trimestre de 2017 las tasas de ocupación y de participación experimentaron moderados cambios con respecto a su desempeño anterior, en un contexto heterogéneo

El hecho de que en el primer trimestre de 2017 la tasa de desocupación aumentara menos que en 2016 se debe principalmente a una menor caída interanual de la tasa de ocupación. Como se observa en el gráfico I.24B, la variación interanual de la tasa de ocupación continuó en territorio negativo, pero con una menor magnitud que la observada en los trimestres anteriores: -0,5 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2017, frente a valores entre -0,8 y -0,9 puntos porcentuales entre el segundo y el cuarto trimestre de 2016.

Al mismo tiempo, se mantuvo el moderado repunte de la participación laboral urbana que se observó en 2016, con un crecimiento interanual de 0,3 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2017, que refleja incrementos en el Brasil, Costa Rica y Jamaica. Mientras tanto, la participación laboral se mantuvo estancada en Chile y México, y cayó en Colombia, el Ecuador, el Paraguay, el Perú y el Uruguay³². El aumento de la tasa de participación en las zonas urbanas del Brasil se concentra en las mujeres y los adultos jóvenes (de 18 a 24 y de 25 a 39 años de edad), mientras que es más moderado entre los hombres y los otros grupos de edad, lo que permitiría apoyar la hipótesis de la necesidad de generar ingresos adicionales.

Como se observa en el gráfico I.24B, en el primer trimestre de 2017 el aumento de la tasa de participación en el grupo de países mencionado ha sido más acotado que en 2016. A ello contribuye la reducción de esta tasa en un grupo de economías de tamaño medio (Colombia, Ecuador y Perú), que ha ocurrido en dos situaciones diferentes: en Colombia y el Ecuador, al finalizar un período de continuo aumento de la tasa de participación (con un incremento acumulado, entre 2011 y 2016, de 1,1 puntos porcentuales en Colombia y de

³¹ Véase una revisión de la evolución de los mercados laborales de la región en 2016 en CEPAL/OIT (2017).

³² En el primer trimestre de 2016, no se realizó la encuesta correspondiente en la Argentina, de manera que no es posible medir las variaciones interanuales de este país.

3,5 puntos porcentuales en el Ecuador) y en el Perú (datos de Lima Metropolitana), debido a la continuación de una tendencia decreciente (de -2,2 puntos porcentuales acumulados en el mismo período). En los tres países se registró un aumento de la tasa de desempleo en 2016, por lo que la caída de la tasa de participación podría ser la consecuencia de un efecto de desaliento que llevó a algunas personas a retirarse del mercado laboral. Cabe señalar que, en los tres países, la tasa de participación cayó, sobre todo, en el grupo etario más joven, lo que confirmaría la hipótesis del desaliento³³. En el Ecuador y el Perú, los dos países que publican datos con una mayor desagregación etaria, la participación del grupo de mayor edad también presenta una marcada caída, de 1,5 y 1,1 puntos porcentuales, respectivamente, mientras que en los grupos etarios intermedios, que representan el núcleo de la población en edad de trabajar, se registran débiles caídas o, en el caso del Ecuador, incluso un aumento de la participación laboral.

En el limitado número de países de los que hay información disponible, la evolución de los mercados de trabajo fue heterogénea, ya que en Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Jamaica y México se registró una caída de la tasa de desempleo, mientras que, además de en el Brasil, este indicador subió en Chile, el Paraguay, el Perú y el Uruguay. Esta situación contrasta con la de 2016, cuando el desempleo aumentó en la mayoría de los países. Por otra parte, la tasa de ocupación urbana subió en cuatro países (Costa Rica, Ecuador, Jamaica y México) y bajó en seis (Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay). Cabe señalar que las caídas de los niveles de empleo se observan sobre todo en economías grandes y medianas, mientras que las mejoras se concentran —con la excepción de México— en economías de menor tamaño.

Dado su gran peso en las mediciones ponderadas, la evolución del mercado laboral brasileño genera especial interés. Esto ha sido así especialmente durante los últimos años, debido a su marcado deterioro. En el primer trimestre de 2017, el deterioro laboral en el Brasil sigue siendo pronunciado y en las principales 20 regiones metropolitanas, la tasa de ocupación cayó 0,8 puntos porcentuales, mientras que la tasa de desempleo aumentó 2,9 puntos porcentuales. Sin embargo, el empeoramiento fue menor que el registrado, en promedio, en 2016, cuando la tasa de ocupación se redujo 1,5 puntos porcentuales y la tasa de desempleo se incrementó 3,7 puntos porcentuales.

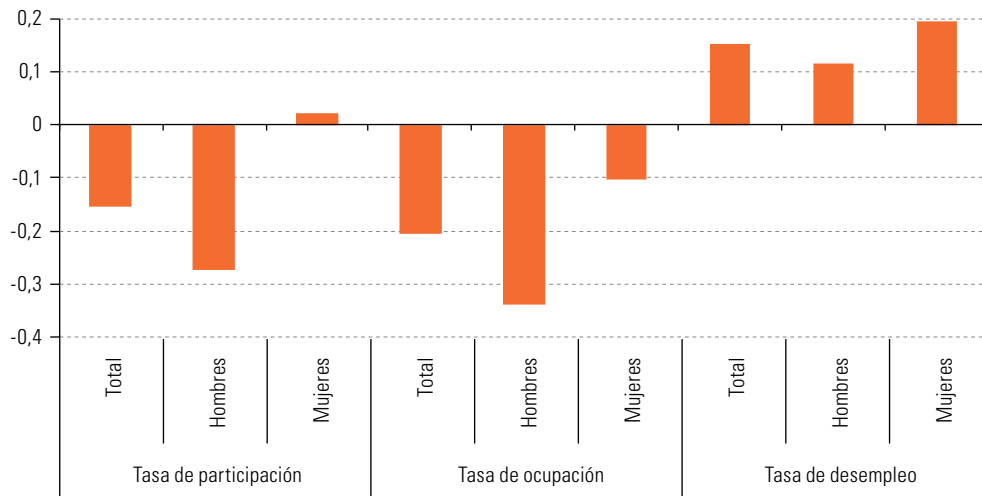
9. El aumento del desempleo afectó levemente más a las mujeres

Al observar los promedios simples de los cambios de las principales variables laborales de los países con información disponible, se comprueba que la situación laboral de América Latina y el Caribe presenta un deterioro mucho menor. Como se muestra en el gráfico I.25, en el primer trimestre de 2017 la tasa de desempleo aumentó menos de 0,2 puntos porcentuales, como resultado de una caída de la tasa de ocupación, que fue levemente mayor que la de la tasa de participación³⁴.

La tasa de desempleo aumentó levemente más entre las mujeres que entre los hombres. En el caso de las mujeres, el incremento de la tasa de desempleo fue el resultado de una leve caída de la tasa de ocupación, acompañada por un estancamiento de la tasa de participación. En el caso de los hombres, la tasa de ocupación se deterioró aún más, pero al mismo tiempo se redujo la tasa de participación, lo que atenuó el impacto en la tasa de desempleo.

³³ Considerando solo el ámbito urbano, en Colombia la participación del grupo de 14 a 28 años de edad bajó 1,2 puntos porcentuales (frente a 0,8 puntos porcentuales en la población en edad de trabajar en su conjunto); en el Ecuador, la participación de los jóvenes de entre 15 y 24 años se redujo 1,8 puntos porcentuales (frente a 1,0 punto porcentual en la población en edad de trabajar en su conjunto), y en el Perú, la participación cayó 1,1 puntos porcentuales en el grupo etario de 14 a 24 años (frente a 0,4 puntos porcentuales en el total de la población en edad de trabajar).

³⁴ Cabe señalar, además, que en este ejercicio se trabaja con los datos a nivel nacional (si se encuentran disponibles), no solo con los datos de las zonas urbanas.

**Gráfico I.25**

América Latina y el Caribe (11 países): variación interanual de las tasas de participación, ocupación y desempleo por sexo, promedio simple, primer trimestre de 2017^a (En puntos porcentuales)

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

^a Los países considerados son el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Jamaica, México, Panamá, el Paraguay, el Perú y el Uruguay.

10. El bajo o negativo crecimiento económico incide fuertemente en la generación de empleo asalariado

En análisis previos se ha constatado que a partir de la década de 2000 el crecimiento económico ha sido más intensivo en mano de obra que en los años noventa (CEPAL, 2014). Cabe preguntarse, entonces, cómo se han relacionado el crecimiento y la generación de empleo en las diferentes situaciones de crecimiento económico durante el período reciente.

El empleo asalariado refleja la creación de empleo en las empresas privadas y el sector público, lo que hace suponer que existe una correlación importante entre este y el crecimiento económico. En contraste, la segunda categoría de ocupación en términos de su peso en la estructura de ocupación, el trabajo por cuenta propia, se basa en dos dinámicas diferentes: un segmento de estos trabajos surgen de manera compensatoria como reacción a la insuficiente generación de empleo asalariado, para responder a las necesidades de subsistencia de los hogares, mientras que otros emergen para aprovechar las oportunidades de ingreso laboral en el contexto de economías en expansión (Weller, 2014). En el gráfico I.26 se muestran las tasas de crecimiento económico y las correspondientes tasas de incremento del empleo asalariado y del trabajo por cuenta propia en América Latina en su conjunto en el período 2000-2016.

Se observa lo siguiente:

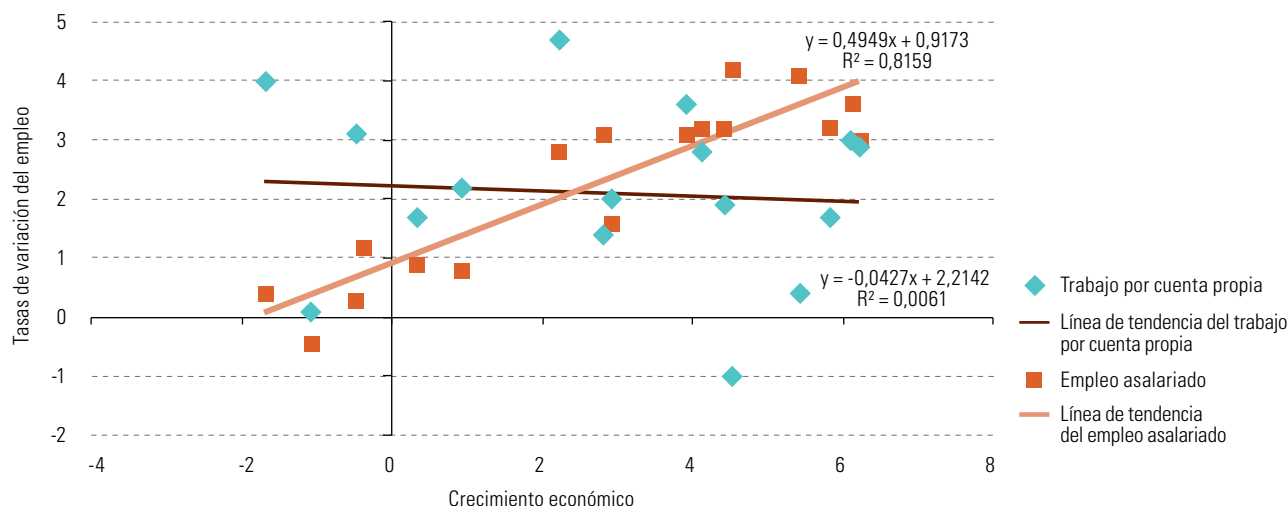
- Se confirma que el empleo asalariado está estrechamente correlacionado con el crecimiento económico.
- Por otro lado, la presencia de dinámicas variadas en la generación de trabajo por cuenta propia se traduce en una elevada dispersión de la relación entre las tasas de crecimiento económico y la expansión de esta categoría de ocupación.
- Si bien existe una dispersión elevada, se puede constatar que la línea de tendencia del trabajo por cuenta propia corta el eje vertical en un valor elevado, lo que evidencia la generación (en este caso, la autogeneración) de empleo ante las necesidades de los hogares en situaciones de baja creación de empleo asalariado.
- La línea de tendencia del empleo asalariado tiene una pendiente relativamente alta, lo que refleja su elasticidad con respecto al crecimiento económico.
- Si se compara la relación entre el crecimiento económico y, específicamente, el empleo asalariado en períodos de alto y bajo crecimiento económico, se puede constatar que, en los años de crecimiento relativamente alto, la mayoría de las observaciones se ubican por encima de la línea de tendencia, lo que representa

una elasticidad relativamente elevada respecto del crecimiento económico y refleja nuevamente el crecimiento intensivo en mano de obra que caracterizó los años de dinamismo relativamente fuerte del período reciente.

- En contraste, en años de crecimiento bajo o negativo, la mayoría de las observaciones están por debajo de la línea de tendencia, lo que refleja una creación relativamente menor de empleo asalariado, probablemente como consecuencia de las estrategias de control de costos de muchas empresas y del gasto público. En estos años, el trabajo por cuenta propia tiende a experimentar una mayor expansión, lo que compensa parcialmente el débil crecimiento del empleo asalariado.

Gráfico I.26

América Latina: crecimiento económico y variación del trabajo por cuenta propia y el empleo asalariado, 2000-2016
(En porcentajes)



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

Por lo tanto, el bajo crecimiento económico afecta la generación de empleo asalariado doblemente: primero, por la estrecha correlación general entre ambas variables y, segundo, porque, en años de bajo crecimiento o de recesión, la creación de empleo asalariado se debilita aún más de lo que indicaría la tendencia. Esto subraya la importancia de las políticas contracíclicas para evitar el mercado deterioro que afecta a los mercados laborales en fases de contracción del producto o de bajo crecimiento.

Además, es indispensable enfrentar los desafíos emergentes en el contexto de profundos cambios tecnológicos que afectarán a un gran número de empleos y a la manera de producir. Para ello, es necesario fortalecer las capacidades productivas de la fuerza de trabajo para poder aprovechar el potencial productivo de estas tecnologías y contribuir a mejorar la productividad en el marco de un cambio estructural productivo sostenible.

11. La calidad del empleo sigue bajo amenaza

A inicios de 2017, la generación de empleo asalariado se mantuvo débil. Después de reducirse un 0,4% en 2016, el número de asalariados se mantuvo prácticamente estancado durante el primer trimestre de 2017, con un aumento interanual del 0,1%. A ello contribuyó la marcada contracción interanual que tuvo lugar en el Brasil (donde el número de asalariados ya había disminuido todos los años entre 2014 y 2016), la pequeña caída en Chile y el Perú y el estancamiento en Panamá, mientras que en Colombia, Costa Rica, el Ecuador y México el número de asalariados se incrementó, con tasas de entre el 0,8% (Ecuador) y el 2,7% (México). Dado que el empleo asalariado corresponde, en promedio, al trabajo de mejor calidad, el escaso dinamismo de su generación es una mala señal respecto de los avances que los países aspiran a realizar para cumplir los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Además, en varios países se produce un deterioro de la calidad media del empleo asalariado. En el Brasil, en particular, se contrajeron las modalidades contractuales que promueven el cumplimiento de los derechos laborales, ya que en el promedio del año el empleo público se redujo en 103.000 puestos de trabajo (1,6%) y el número de asalariados del sector privado con contrato formal incluso descendió en 1,225 millones de personas (3,5%). En contraste, el número de asalariados del sector privado sin contrato formal se expandió en 461.000 personas (4,7%). Es de suponer que esta expansión se debe solo en parte a la creación de nuevos empleos y en buena medida a la precarización de empleos preexistentes.

La caída del empleo asalariado formal que se observa en la información de la encuesta de hogares también se refleja en los datos del empleo registrado, según los cuales se produjo en el Brasil una contracción interanual del 3,0% en el primer trimestre de 2017, después de un descenso del 4,0% en el promedio de 2016. Como se ilustra en el gráfico I.27, la variación interanual se mantiene fuertemente negativa, pero con tasas declinantes. El Uruguay, después de una disminución de los puestos de trabajo con cotización entre mediados de 2014 y fines de 2016, muestra una tendencia de reactivación de la generación de empleo formal y la Argentina, tras un semestre de contracción del empleo registrado, presenta tasas levemente positivas en el primer trimestre. Por último, en Chile y el Perú el número de empleos formales sigue creciendo, aunque a tasas modestas.

A. Argentina, Brasil, Chile, Perú y Uruguay

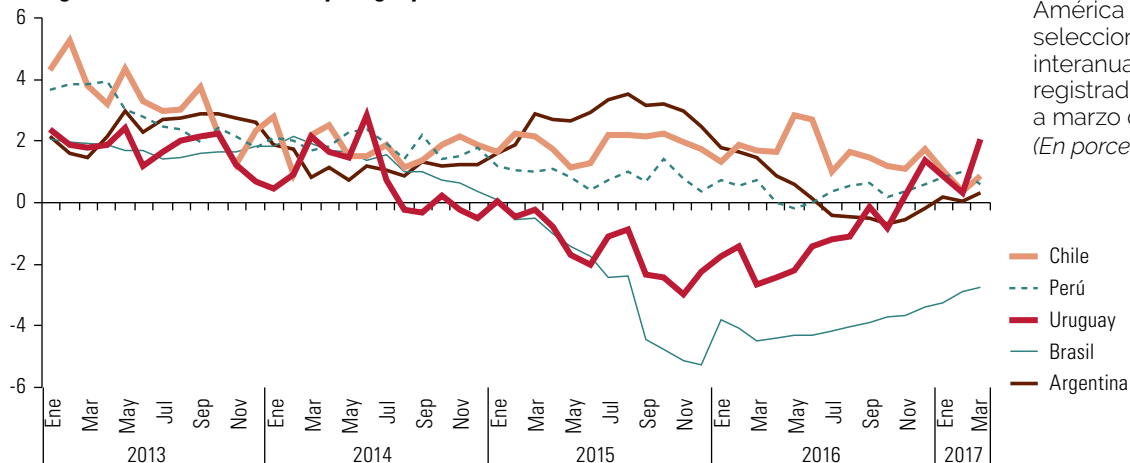
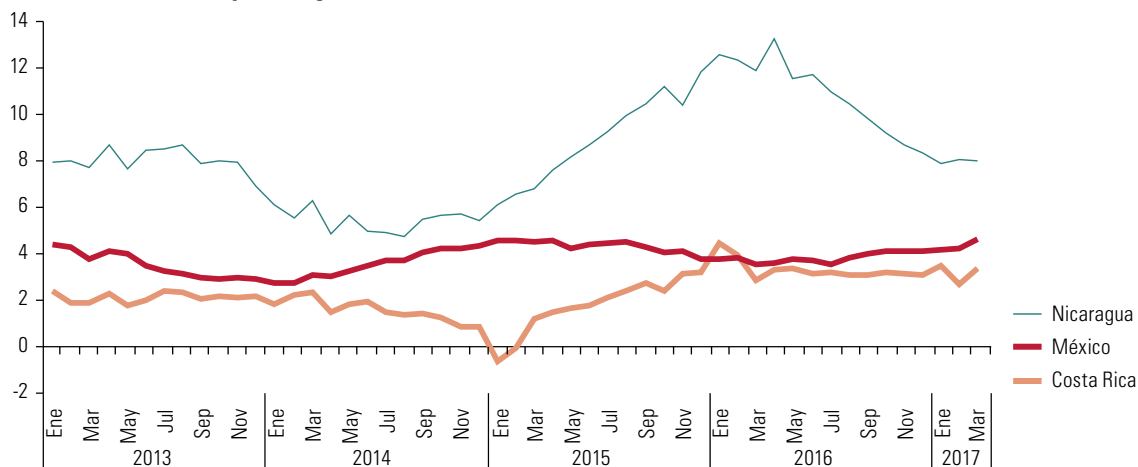


Gráfico I.27
América Latina (países seleccionados): variación interanual del empleo registrado, enero de 2013 a marzo de 2017 (En porcentajes)

B. Costa Rica, México y Nicaragua



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

Nota: Los datos se refieren a asalariados que cotizan en los sistemas de seguridad social, con la excepción de los datos del Brasil, que corresponden a las cifras de asalariados del sector privado informadas por las empresas al Catastro General de Empleados y Desempleados, y del Perú, que hacen referencia a las cifras sobre empleo informadas por pequeñas, medianas y grandes empresas no agropecuarias formales.

En el caso de México, la incertidumbre generada por el contexto político-económico externo no ha afectado a la creación de empleo formal, mientras que en Costa Rica las tasas de crecimiento del número de trabajadores asegurados se mantienen en niveles similares a los registrados en 2016 y en Nicaragua se observa una desaceleración, si bien las tasas son todavía muy altas³⁵.

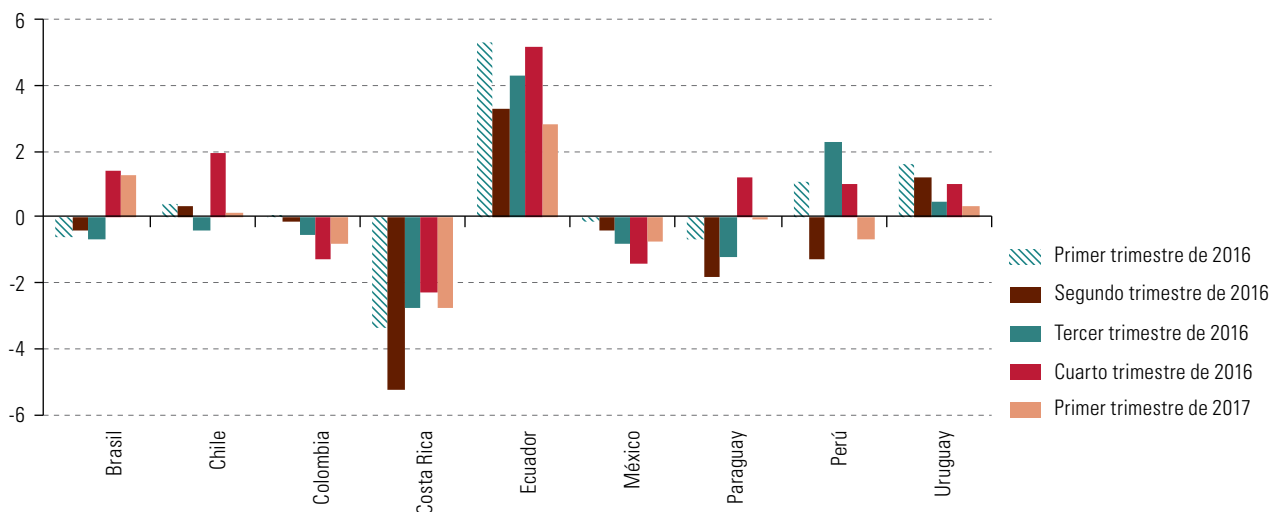
Por otra parte, en muchos países —entre ellos, Chile, Colombia, Costa Rica y el Ecuador— las categorías de ocupación no asalariada, y especialmente el trabajo por cuenta propia como su principal componente, siguen experimentando una expansión que excede a la de los asalariados³⁶. En la mediana de los países de los que se cuenta con información, el empleo total creció un 1,4%, el empleo asalariado, un 0,8% y el trabajo por cuenta propia, un 2,2%.

Otro indicador de la calidad del empleo es la tasa de subempleo horario, que mide la proporción de personas ocupadas que trabajan menos horas de las establecidas en su país como piso de un rango normal para la jornada laboral, quieren trabajar más horas y están disponibles para hacerlo. Los resultados de este indicador de calidad del empleo también son mixtos. Como se observa en el gráfico I.28, de nueve países de los que se cuenta con información disponible, en cuatro (Brasil, Chile, Ecuador y Uruguay) este indicador registró un deterioro de magnitud variada, mientras que en otros cuatro (Colombia, Costa Rica, México y Perú) se observan mejoras y en uno (Paraguay) la tasa se mantiene estable.

Gráfico I.28

América Latina (países seleccionados): variación interanual de la tasa de subempleo horario, primer trimestre de 2016 a primer trimestre de 2017

(En puntos porcentuales)



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

12. La evolución de los salarios refleja la dinámica de bajo crecimiento de las economías y la evolución de la inflación

La evolución de los salarios reales reflejó el contexto de la economía en general y del mercado laboral, así como las tendencias de la inflación y las políticas de ingreso.

Por ejemplo, en el Brasil, Colombia y el Uruguay, la marcada tendencia a la baja de las tasas de inflación ha permitido estabilizar los salarios reales. Sin embargo, mientras que

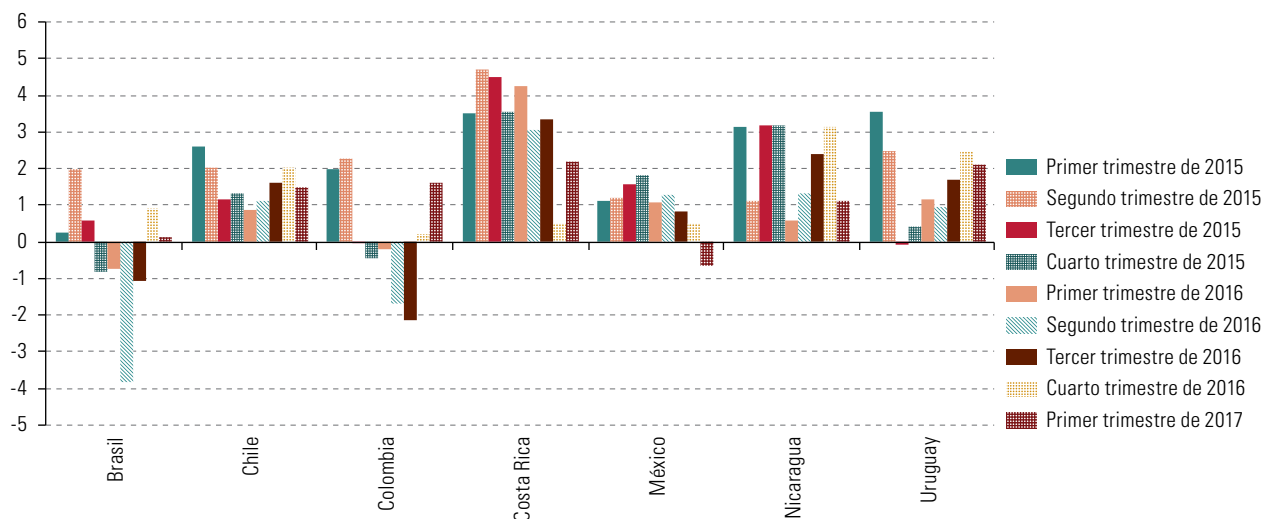
³⁵ Las elevadas tasas de crecimiento del número de asegurados, que entre fines de 2015 y mediados de 2016 alcanzaron los dos dígitos, se deben a una campaña de formalización del empleo.

³⁶ En el Brasil sucede lo mismo en el ámbito urbano (datos de 20 regiones metropolitanas), mientras que en el total nacional la encuesta de hogares muestra una marcada contracción del trabajo por cuenta propia, cuyo origen no está del todo claro.

en Colombia y el Uruguay la menor inflación, conjuntamente con la política salarial, ha permitido alcanzar sustantivos aumentos reales de los salarios, en el Brasil, la demanda laboral, todavía muy deprimida, impidió una mayor recuperación salarial y, en el primer trimestre de 2017, los ingresos laborales de los asalariados formales se ubicaron, en términos reales, prácticamente en el mismo nivel que en el primer trimestre de 2016. En Chile, la inflación decreciente también permitió que los salarios reales continuaran aumentando con modestos incrementos interanuales (véase el gráfico I.29).

Gráfico I.29

América Latina (países seleccionados): variación interanual del salario real del empleo registrado, primer trimestre de 2015 a primer trimestre de 2017
(En porcentajes)



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

Entre los países de Centroamérica de los que se tiene información, destacan Costa Rica y Nicaragua, en los que una inflación baja, si bien con tendencia ascendente, y una actividad económica en expansión permitieron que a inicios de 2017 los salarios reales siguieran creciendo, aunque a tasas algo más bajas que el promedio del año anterior. Finalmente, en México, la aceleración de la inflación incidió en una caída interanual del salario real.

En la mediana de los países de los que se cuenta con información, los salarios reales del empleo registrado aumentaron un 1,5%.

En general, las autoridades continuaron con sus esfuerzos por proteger a los trabajadores que perciben los salarios más bajos del deterioro de las condiciones del mercado de trabajo observado en muchos países. Así, en la mediana de los 19 países de los que existe información, el salario mínimo aumentó en el primer trimestre de 2017, en términos reales, un 2,1%.

13. A lo largo de 2017, el deterioro laboral interanual se moderará gradualmente

Para el año 2017 en su conjunto se prevé que la pauta identificada en el primer trimestre se mantenga, es decir, que se produzca un nuevo, si bien menos marcado, deterioro de la situación laboral. Un crecimiento proyectado del 1,1% para este año no será suficiente para reactivar significativamente la generación de empleo y revertir el aumento de la tasa de desempleo urbano. De esta manera, si bien a lo largo de 2017 se observarían tendencias de mejoras graduales (principalmente, un deterioro cada vez menor), en el promedio del año se estima que la tasa de desempleo urbano aumentará de un 8,9% en 2016 a un 9,4%.

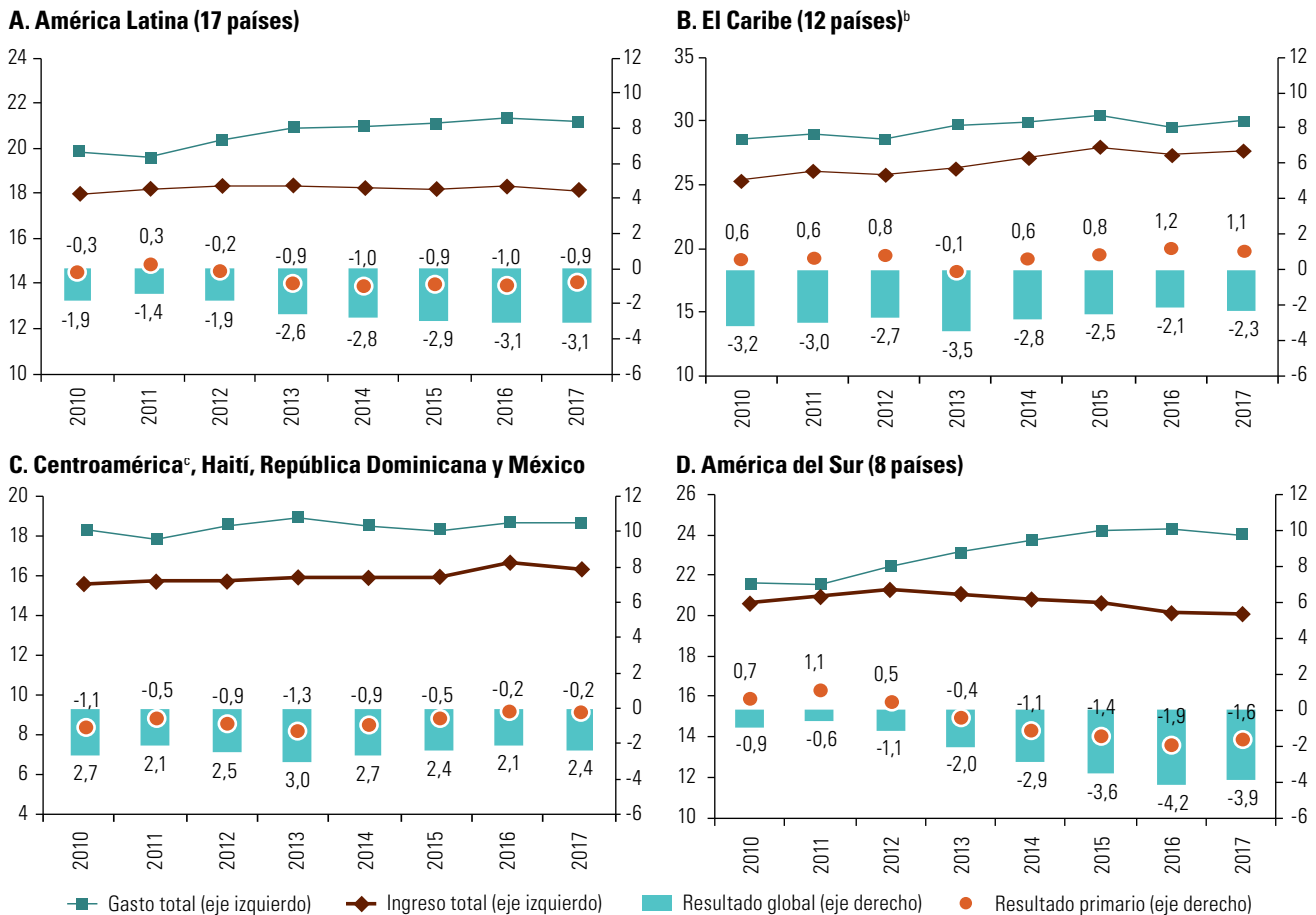
E. Las políticas macroeconómicas

1. El déficit fiscal en América Latina se mantendrá estable en 2017

Como se adelantó en el *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2017* (CEPAL, 2017), el déficit promedio de los países de América Latina se mantuvo relativamente estable en torno a un -3,1% del PIB en 2016. Para 2017 se prevé un desempeño parecido, con un resultado global estimado de un -3,1% del PIB (véase el gráfico I.30). A pesar de esta estabilidad relativa, el déficit fiscal podría aumentar durante el año en 8 de los 17 países de América Latina considerados. En términos generales, como promedio, se espera un recorte del gasto público (del 21,3% del PIB en 2016 al 21,2% del PIB en 2017), en línea con la reducción prevista de los ingresos públicos (del 18,3% del PIB en 2016 al 18,1% del PIB en 2017). Resulta importante subrayar que estas tendencias reflejan en cierta medida la reversión de algunos factores transitorios observados en 2016, como ingresos extraordinarios por programas de regularización de activos (Argentina, Brasil y Chile) y por gastos financieros excepcionales (México).

Gráfico I.30

América Latina y el Caribe: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2010-2017^a
(En porcentajes del PIB)



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

^a Promedios simples. Las cifras de 2017 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos. En los casos de México y el Perú, las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

^b En el promedio del Caribe se excluyen las cifras de Dominica.

^c En Centroamérica se incluyen Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

Las tendencias fiscales divergentes entre el norte y el sur de América Latina que se observaron en 2016 se mantendrán en 2017, aunque con una inversión. En el norte —incluidos Centroamérica, Haití, la República Dominicana y México— se prevé que el déficit fiscal aumente después de tres años consecutivos de reducciones significativas y que alcance un -2,4% del PIB. Esto se explica principalmente por una desaceleración del crecimiento de los ingresos públicos —sobre todo de los ingresos tributarios—, lo que se traducirá en una disminución de dichos ingresos con respecto al producto (del 16,7% del PIB al 16,4% del PIB). En cambio, se prevé que los gastos públicos totales se mantendrán estables en un 18,7% del PIB.

Por el contrario, en América del Sur los presupuestos sugieren que el déficit fiscal se contraerá en 2017, pasando del -4,2% del PIB en 2016 al -3,9% del PIB. Se prevé un recorte significativo del gasto público (del 24,3% del PIB al 24,0% del PIB), como reflejo de las medidas de consolidación fiscal adoptadas por varios países del continente. Además, se aprecian señales de que la caída de los ingresos públicos que se inició en 2013 podría haber tocado fondo en 2016, con un 20,1% del PIB, que se estima que se mantendrá en 2017, después de la fuerte contracción experimentada desde el 20,7% del PIB registrado en 2015.

En el Caribe —y de manera similar entre los países del norte de América Latina—, se prevé que el déficit fiscal aumentará, pasando del -2,1% del PIB en 2016 al -2,3% del PIB en 2017³⁷. El resultado primario se mantendrá superavitario, en un 1,1% del PIB, reflejando el alto costo del servicio de la deuda pública en esta subregión. Se estima que los gastos públicos totales aumentarán del 29,5% del PIB en 2016 al 30,0% del PIB en 2017, en parte debido a las exigencias impuestas a los Gobiernos como consecuencia de la devastación causada por el huracán Matthew en octubre de 2016. Se espera también un repunte de los ingresos públicos, del 27,4% del PIB en 2016, nivel que representó una caída marcada respecto del año anterior, al 27,7% del PIB en 2017.

2. La región apuesta por una deuda pública sostenible y el crecimiento de la deuda disminuye

Durante 2016 la deuda pública del gobierno central alcanzó en América Latina un promedio simple del 37,3% del PIB, cifra que se mantuvo durante el primer trimestre de 2017. Aunque los niveles de endeudamiento se mantienen altos en algunos países, el crecimiento de la deuda ha disminuido en la subregión y se espera una caída, si bien aún moderada, de la tasa de endeudamiento en el corto plazo, como reflejo, en particular, de la mejora esperada en lo referente al déficit fiscal entre los países de América del Sur. La deuda pública aumentó en solo 8 de los 19 países considerados y el Brasil fue el país que presentó la mayor deuda pública, equivalente a un 71,5% del PIB, seguido por la Argentina, con un 54,2% del PIB, y Honduras, con un 49% del PIB. Al contrario, el Perú mantiene el nivel de deuda más bajo de la región, de un 20,2% del PIB, seguido por el Paraguay y Chile, con un 21,4% y un 21,5% del PIB, respectivamente (véase el gráfico I.31).

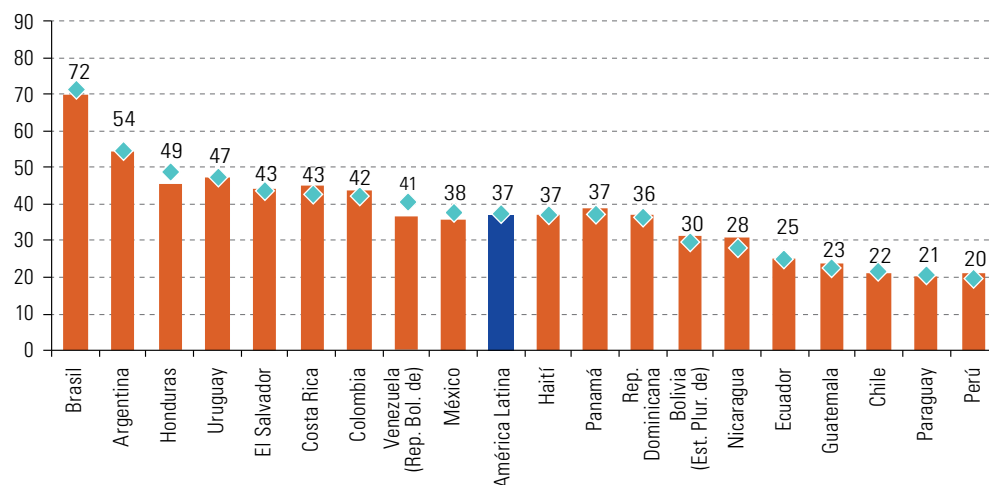
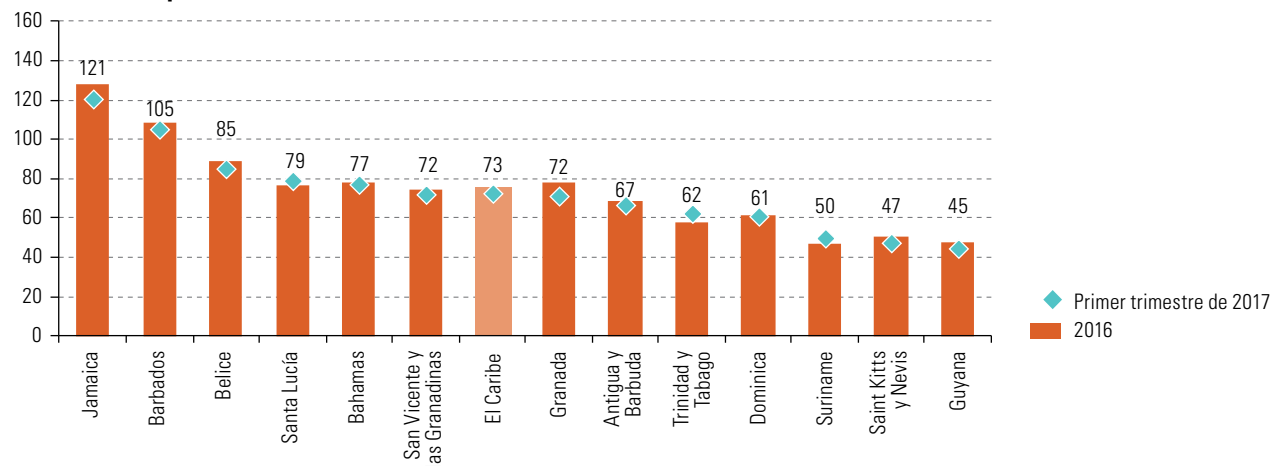
En el Caribe, la deuda pública del gobierno central disminuyó casi 2 puntos porcentuales del PIB durante el primer trimestre de 2017, alcanzando un 72,7% del PIB. De los 13 países analizados, solo 3 aumentaron su nivel endeudamiento. Barbados y Jamaica mantienen niveles sobre un 100% del PIB, y este último es el país con mayor deuda pública, equivalente a un 121% del PIB, aunque también es uno de los países que han presentado una notoria reducción de su nivel de deuda desde 2014, que en este caso llegó a más de 7 puntos porcentuales del PIB en el último año. El peso de este nivel de endeudamiento se refleja en el pago de intereses, que alcanza a alrededor del 8% del PIB en los dos países mencionados.

³⁷ Se excluye de este análisis a Dominica, porque el país registró unos ingresos extraordinarios en 2016 (cuando los ingresos totales alcanzaron un 49,6% del PIB), lo que se tradujo en un superávit fiscal inesperado del 11,3% del PIB. Si se incluyen las cifras de Dominica en el promedio del Caribe, el déficit fiscal del conjunto de los 13 países en 2016 se ubica en un -1,1% del PIB.

Gráfico I.31

América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del gobierno central, 2016 y primer trimestre de 2017

(En porcentajes del PIB)

A. América Latina (19 países)**B. El Caribe (13 países)**

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

El costo de la deuda pública alcanza en 2017 un 2,2% del PIB en el caso de América Latina y un 3,1% en el caso del Caribe. Como se muestra en el gráfico I.32, el país con mayor nivel de pago de intereses en América Latina es el Brasil, con un 5,3% del PIB, seguido por Costa Rica, con un 3,3% del PIB, y la República Dominicana, con un 3,2% del PIB, países en los que el peso del pago de intereses respecto de los ingresos públicos es superior al 20%. En la Argentina, el pago de intereses podría disminuir en 2017, después de haber aumentado notoriamente el año anterior como resultado del servicio de la deuda ligado a los bonos a tasas variables denominados en dólares y a los pagos en el marco de la normalización de la deuda pública en virtud de la Ley núm. 27249. En el otro extremo, Chile y Haití siguen manteniendo un servicio de la deuda bajo un 1% del PIB, con un peso sobre los ingresos públicos inferior al 3%.

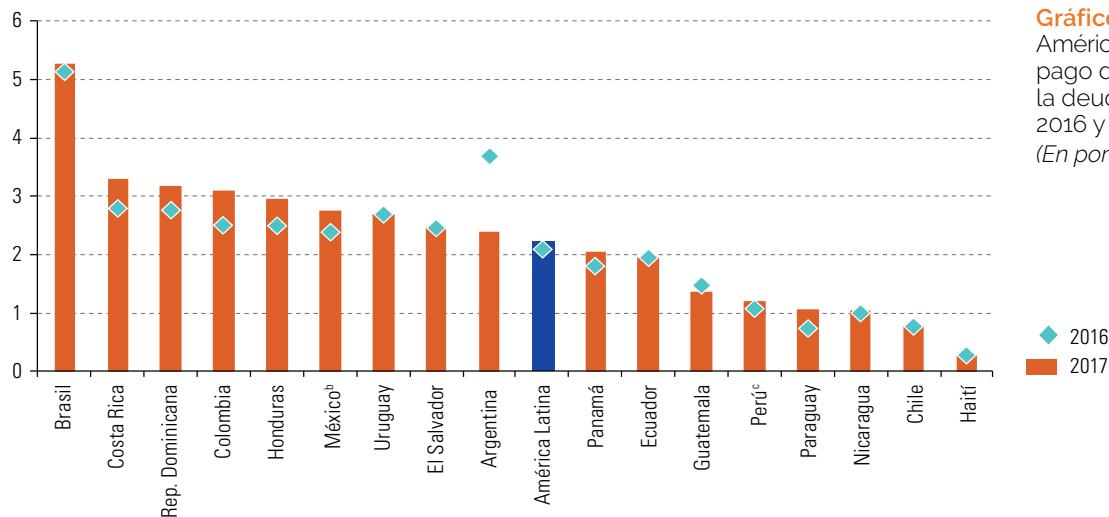


Gráfico I.32
América Latina (17 países):
pago de intereses de
la deuda pública,
2016 y 2017^a
(En porcentajes del PIB)

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

^a Las cifras de 2017 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos.

^b Las cifras corresponden a sector público federal.

^c Las cifras corresponden a gobierno general.

3. Los ingresos públicos caerían en América Latina en 2017, lo que contrasta con el repunte previsto para el Caribe

Los ingresos fiscales en América Latina tendrán un retroceso en 2017, al disminuir del 18,3% del PIB en 2016 al 18,1% del PIB (véase el gráfico I.33). En particular, se prevé una caída de los ingresos tributarios a nivel de los gobiernos centrales (del 15,7% del PIB en 2016 al 15,5% del PIB en 2017). Cabe mencionar que el alza —inesperada— de los ingresos tributarios que se produjo en 2016 se debió en parte a efectos transitorios como la aplicación de nuevas medidas administrativas de fiscalización en algunos países y a ingresos extraordinarios obtenidos como resultado de amnistías tributarias. Por su parte, los otros ingresos —principalmente ingresos no tributarios, ingresos de capital y donaciones— se mantendrán estables en un 2,6% del PIB como promedio de América Latina.

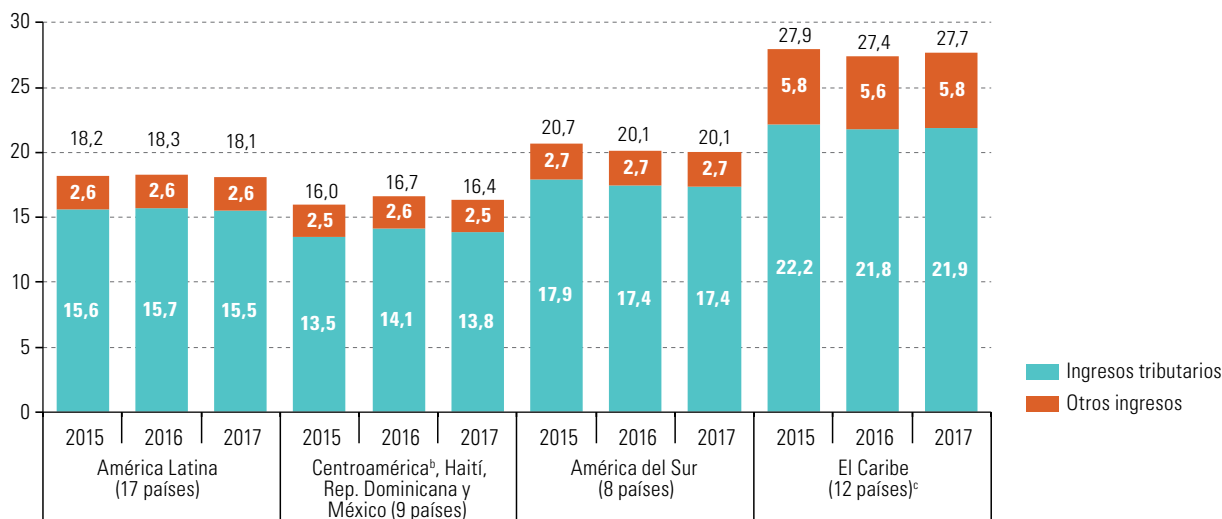
Al contrario de las tendencias observadas en 2016, se prevé que en 2017 los ingresos públicos disminuirán en el norte de América Latina y se mantendrán estables en el sur. Entre los países del norte esta reducción (del 16,7% del PIB en 2016 al 16,4% del PIB) se concentrará en los ingresos tributarios, como resultado de la desaceleración de su tasa de crecimiento, lo que provocará una caída con respecto al producto en 2017 (del 14,1% del PIB al 13,8% del PIB). En particular, se espera que la recaudación del impuesto sobre la renta se desacelere después de los avances logrados en 2016 (véase el gráfico I.34). Por su parte, la reducción prevista de los otros ingresos refleja principalmente su caída esperada en México, a pesar de la entrega por parte del Banco de México de un remanente histórico, equivalente a casi el 1,5% del PIB, a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en marzo de 2017.

En América del Sur, los ingresos totales se mantendrán estables (en un 20,1% del PIB), lo que podría interpretarse como un punto de inflexión en línea con la reactivación de la actividad económica en el continente. En particular, se prevé que la recaudación del impuesto sobre el valor agregado mejore —después de haber caído significativamente en 2016— como resultado de la estabilización del consumo privado y de un repunte de las importaciones. Por su parte, los ingresos tributarios provenientes del impuesto sobre la renta, en promedio, sorprendentemente no han bajado en la misma medida que los correspondientes al IVA, hecho que se explica en parte por los ingresos extraordinarios provenientes de los programas de regularización de activos no declarados que se

aplicaron en varios países (véase el recuadro I.1). Aunque se espera que otros países implementen programas parecidos en 2017, no se prevé una mejora significativa de la recaudación de este impuesto, debido al arrastre sobre los impuestos pagados en 2017 de la caída del ingreso nacional que se produjo en el continente en 2016.

Gráfico I.33

América Latina y el Caribe: estructura de los ingresos públicos de los gobiernos centrales, 2015-2017^a
(En porcentajes del PIB)



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

^a Promedios simples. Las cifras de 2017 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos. En los casos de México y el Perú, las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

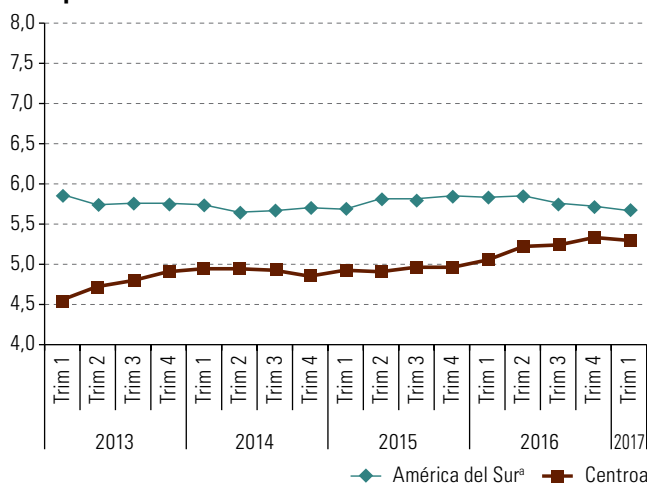
^b En Centroamérica se incluyen Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

^c En el promedio del Caribe se excluyen las cifras de Dominica.

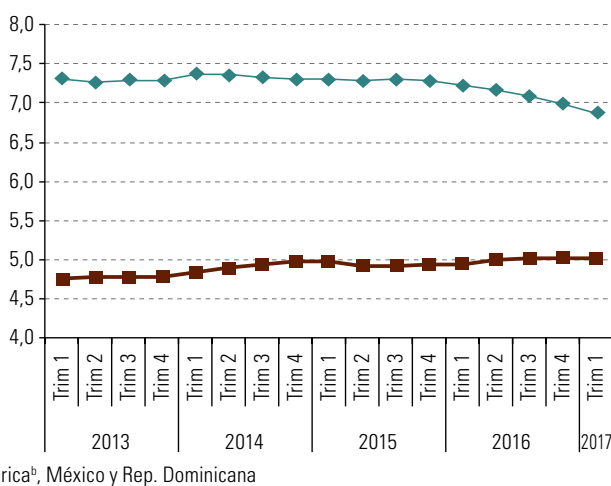
Gráfico I.34

América Latina: evolución de la recaudación del impuesto sobre la renta y el impuesto sobre el valor agregado (IVA), acumulada en 12 meses, primer trimestre de 2013 a primer trimestre de 2017
(En porcentajes del PIB)

A. Impuesto sobre la renta



B. Impuesto sobre el valor agregado



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

^a Las cifras de América del Sur corresponden a la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, el Perú y el Uruguay.

^b Las cifras de Centroamérica corresponden a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

Recuadro I.1

El impacto en la región de programas de regularización de activos no declarados

Durante los últimos años, varios países de América del Sur han implementado amnistías tributarias con el fin de formalizar actividades, patrimonios e ingresos por los que no se tributaba, así como apoyar un incremento de los ingresos tributarios en un período caracterizado por una contracción significativa de la actividad económica. En algunos países, estos programas permitieron a los contribuyentes regularizar sus activos no declarados (en el país o fuera de él, dependiendo del programa), a cambio del pago de un impuesto especial o una multa. En el cuadro se detallan los principales rasgos de los tres programas de regularización de activos no declarados más grandes de la región, implementados en la Argentina, el Brasil y Chile. Se destaca el hecho de que la recaudación proveniente de estos programas superó ampliamente las previsiones de las autoridades, con ingresos que llegaron al 0,6% del PIB en Chile, el 0,8% del PIB en el Brasil y el 1,8% del PIB en la Argentina. Este resultado se debe, en parte, a la adhesión de los tres países al Acuerdo Multilateral entre Autoridades Competentes sobre Intercambio Automático de Información de Cuentas Financieras, liderado por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), que contempla 100 jurisdicciones en el mundo y que entra en vigor en 2017 o 2018, según el caso (CEPAL, 2017).

Resultados de recientes programas de regularización de activos no declarados

País	Programa	Tasas	Vigencia	Número de declaraciones	Activos declarados	Recaudación
Argentina	Régimen de Sinceramiento Fiscal	Impuesto especial con tasas progresivas hasta un 10% (para declaraciones en 2016) y hasta un 15% (para declaraciones en 2017)	1 de agosto de 2016 a 30 de marzo de 2017	254.700 (un 96% son personas físicas y un 4% personas jurídicas)	116.800 millones de dólares (un 80% corresponde a activos que se encuentran en el exterior)	10.178 millones de dólares (148.600 millones de pesos argentinos, equivalentes al 1,8% del PIB)
Brasil	Programa de regularización de activos	Un 15% por concepto de tributo a la renta y otro 15% por multas	4 de abril de 2016 a 31 de octubre de 2016	25.114 (un 99,6% son personas físicas y un 0,4% personas jurídicas)	53.400 millones de dólares (169.941 millones de reales)	16.000 millones de dólares (50.981 millones de reales, equivalentes al 0,8% del PIB)
Chile	Sistema voluntario y extraordinario de declaración de bienes o rentas que se encuentren en el exterior	Impuesto especial con una tasa única del 8%	Hasta el 31 de diciembre de 2015	7.832	19.000 millones de dólares	1.502 millones de dólares (un 0,6% del PIB)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial.

Para 2017 se podría esperar una nueva inyección de ingresos provenientes de estos programas en la región. A fines de 2016, los Gobiernos de México y el Perú aprobaron programas similares para la declaración de activos no declarados. En el caso de México, el programa contempla el pago de un impuesto del 8% y la repatriación de los activos por un período no menor de dos años, en que el dinero debe ser invertido en actividades productivas en el país. Por su parte, en el Perú el Régimen temporal y sustitutorio del impuesto a la renta para la declaración, repatriación e inversión de rentas no declaradas contempla un pago del 7% sobre el dinero repatriado e invertido en el país por un período no menor de tres meses consecutivos, o un pago del 10% sobre el valor de los activos que se quedan fuera del país. Es importante señalar que México figura entre los países comprometidos a intercambiar automáticamente información financiera a partir de 2017 (un hecho que el Servicio de Administración Tributaria (SAT) del país subraya en la información sobre el programa de repatriación de capitales), mientras que el Perú todavía no ha adherido a este marco internacional.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

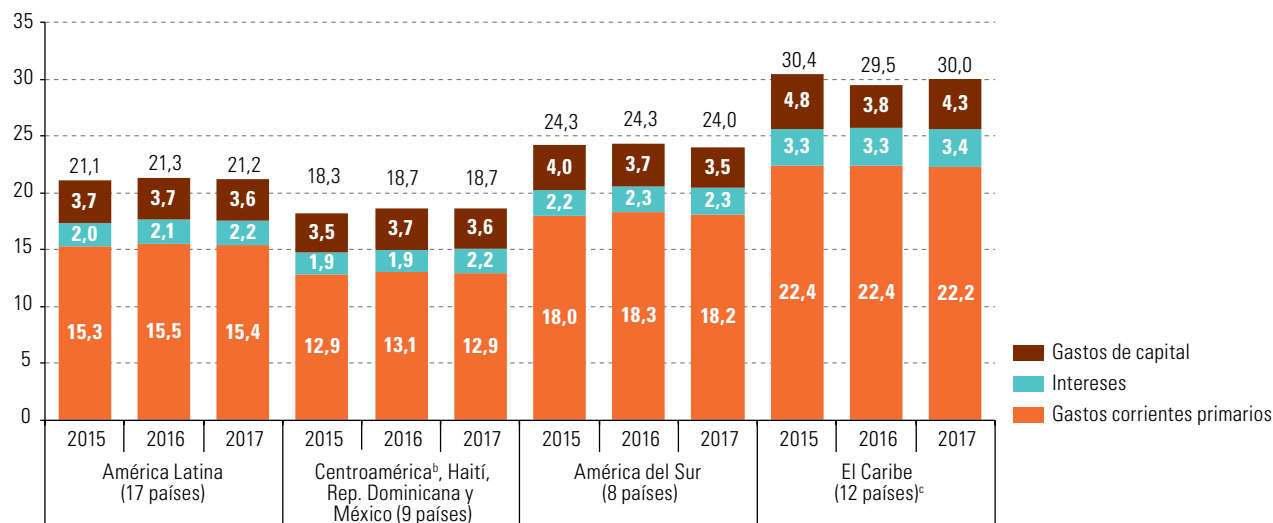
En el Caribe, los ingresos públicos totales aumentarán del 27,4% del PIB en 2016 al 27,7% del PIB en 2017, aunque estas cifras ocultan una gran heterogeneidad de resultados entre los países. Se esperan aumentos sustanciales de la recaudación tributaria en Antigua y Barbuda (1,9 puntos porcentuales del PIB) y Belice (1,4 puntos porcentuales del PIB), como resultado de nuevas medidas de fiscalización —especialmente en el ámbito de los impuestos sobre la propiedad— y la introducción de nuevos impuestos, como el impuesto sobre la renta de bancos internacionales en Antigua y Barbuda. En cambio, se prevé que los ingresos tributarios continuarán disminuyendo en Suriname, como reflejo de la grave situación económica que enfrenta este país.

4. Se prevé un recorte del gasto público en América Latina en 2017, liderado por los países de América del Sur

La consolidación fiscal que varios países están llevando a cabo se verá reflejada en los resultados del conjunto de América Latina en 2017. Como se puede apreciar en el gráfico I.35, los gastos públicos totales, como promedio del conjunto de los países, disminuirán del 21,3% del PIB en 2016 a un nivel estimado del 21,2% del PIB en 2017. Esto significa, en parte, que se vuelve a los niveles de 2015, después de un alza pronunciada en 2016 en el norte de la región.

Gráfico I.35

América Latina y el Caribe: estructura de los gastos públicos de los gobiernos centrales, 2015-2017^a
(En porcentajes del PIB)



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

^a Promedios simples. Las cifras de 2017 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos. En los casos de México y el Perú, las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

^b En Centroamérica se incluyen Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

^c En el promedio del Caribe se excluyen las cifras de Dominica.

Los gastos de capital —que incluyen la inversión pública—, como promedio de los países de América Latina, disminuirán entre 2016 y 2017 (de un 3,7% del PIB a un 3,6% del PIB). Al contrario de las tendencias observadas en 2016, se espera una reducción tanto en el norte de América Latina como en el sur. En particular, los presupuestos apuntan a reducciones considerables en Colombia y México (en este último caso, como resultado de la comparación con un alto nivel registrado en 2016, debido a ciertas transacciones con Petróleos Mexicanos (Pemex) y la Comisión Federal de Electricidad (CFE)). Cabe mencionar que existe una heterogeneidad de situaciones en los distintos países, con alzas de los gastos de capital esperadas en Guatemala y Honduras (0,6 puntos porcentuales del PIB en cada caso), Nicaragua (0,8 puntos porcentuales del PIB) y el Perú (0,6 puntos porcentuales del PIB). En el caso de este último país, se debe remarcar que a fines de 2016 se recortaron los gastos de capital —así como los gastos corrientes—, como una medida de consolidación fiscal.

En el mismo sentido, los presupuestos apuntan a una leve reducción de los gastos corrientes primarios —excluidos los pagos de intereses— como promedio de los países de América Latina (de un 15,5% del PIB en 2016 a un 15,4% del PIB en 2017), debido a recortes en todas las subregiones. Cabe mencionar que se prevén reducciones importantes, en relación con el producto, en la Argentina (-2,3 puntos porcentuales del PIB), el Brasil (-0,6 puntos porcentuales del PIB) y Colombia (-0,7 puntos porcentuales del PIB).

En cambio, seguirá aumentando la participación del pago de intereses en el gasto público total en América Latina (del 2,1% del PIB en 2016 al 2,2% del PIB en 2017). Esto se debe, en buena medida, a la evolución de los tipos de cambio —condicionada por el peso de la deuda emitida en otras monedas, principalmente en dólares— y al aumento de las tasas de interés —que refleja la existencia de instrumentos con tasas variables o la emisión de deuda de corto plazo con mayores tasas—. El aumento del servicio de la deuda pública es más evidente en el norte de América Latina, donde el promedio pasó del 1,9% del PIB en 2016 al 2,2% del PIB en 2017, que en el sur, donde el promedio se mantuvo en un 2,3% del PIB.

Resulta importante subrayar que las variaciones del gasto público no suelen tener un impacto uniforme sobre las funciones de gobierno; por lo tanto, una caída de dicho gasto puede tener una alta incidencia en algunas funciones muy relevantes para el desarrollo socioeconómico del país (véase el recuadro I.2).

En el Caribe se espera un aumento del gasto público en 2017 (del 29,5% del PIB al 30,0% del PIB), con una cierta reorientación de su composición. En parte, esto refleja las necesidades de reconstrucción que enfrentan algunos países del Caribe tras el paso del huracán Matthew, en octubre de 2016. En particular, se prevé un incremento de los gastos de capital, que aumentarán del 3,8% del PIB al 4,3% del PIB, impulsados sobre todo por aumentos en Saint Kitts y Nevis y en Santa Lucía. En cambio, los gastos corrientes primarios se reducirían levemente, del 22,4% del PIB al 22,2% del PIB, especialmente como resultado de variaciones en Antigua y Barbuda, Barbados, Saint Kitts y Nevis, y Suriname.

Recuadro I.2

El recorte del gasto público: una mirada según las funciones de gobierno

La clasificación del gasto público por funciones permite analizar las prioridades del gasto e identificar cómo se asignan los recursos públicos en función de los propósitos y objetivos socioeconómicos a los que se encuentran destinados. El gasto asignado por funciones de gobierno —como servicios públicos, defensa, orden público y seguridad, asuntos económicos, protección del medio ambiente, vivienda y servicios comunitarios, salud, actividades recreativas, cultura y religión, educación y protección social— permite identificar las prioridades para una eficiente asignación de recursos.

Los efectos de la caída del crecimiento en la región han traído consigo una política de ajuste fiscal en la mayoría de los países, lo que se traduce en una disminución del gasto público. Entre 2016 y 2017 se observa una reducción del gasto público en la mayoría de los países de los que existen cifras para este último año según esta clasificación. La Argentina presenta la mayor caída, de 3,5 puntos porcentuales del PIB, impulsada principalmente por una disminución del gasto en asuntos económicos, en especial en las asignaciones a energía, combustibles y minería, así como por una caída, aunque menor, del gasto social (que incluye las funciones de protección del medio ambiente; vivienda y servicios comunitarios; salud; actividades recreativas, cultura y religión; educación, y protección social).

En México, se observa una fuerte caída del gasto en asuntos económicos, principalmente combustibles y energía, y en el Perú, una disminución sobre todo del gasto en servicios públicos. El Brasil, donde la caída es menor, presenta una disminución en la asignación destinada a subsidios al empleo y otras transferencias. En contraste, en los países que exhiben un aumento del gasto, como Costa Rica, Guatemala, el Paraguay y la República Dominicana, se produjeron incrementos en las asignaciones tanto sociales (educación y salud) como en asuntos económicos.

América Latina (8 países): variación anual del gasto público del gobierno central, según la clasificación funcional, 2016-2017^a
(En puntos porcentuales del PIB)

Pais	Servicios públicos generales	Orden público, seguridad y defensa	Asuntos económicos	Protección del medio ambiente	Vivienda y servicios comunitarios	Salud	Actividades recreativas, cultura y religión	Educación	Protección social	Gasto total
Argentina	-0,3	-0,1	-2,6	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-3,5
Brasil	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,5	-0,5
Costa Rica	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,1	1,1
Guatemala	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	1,4
México ^b	-0,1	-0,1	-1,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,9
Paraguay	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,0	0,5	0,5	1,8
Perú ^c	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,8
República Dominicana	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3

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

^a Se utiliza la clasificación de las funciones de gobierno (CFG) establecida por la División de Estadística de las Naciones Unidas. Se consideran las cifras de 2017 obtenidas sobre la base de los presupuestos públicos.

^b La cobertura es de sector público (incluido solo el gasto programable).

^c La cobertura es de gobierno nacional.

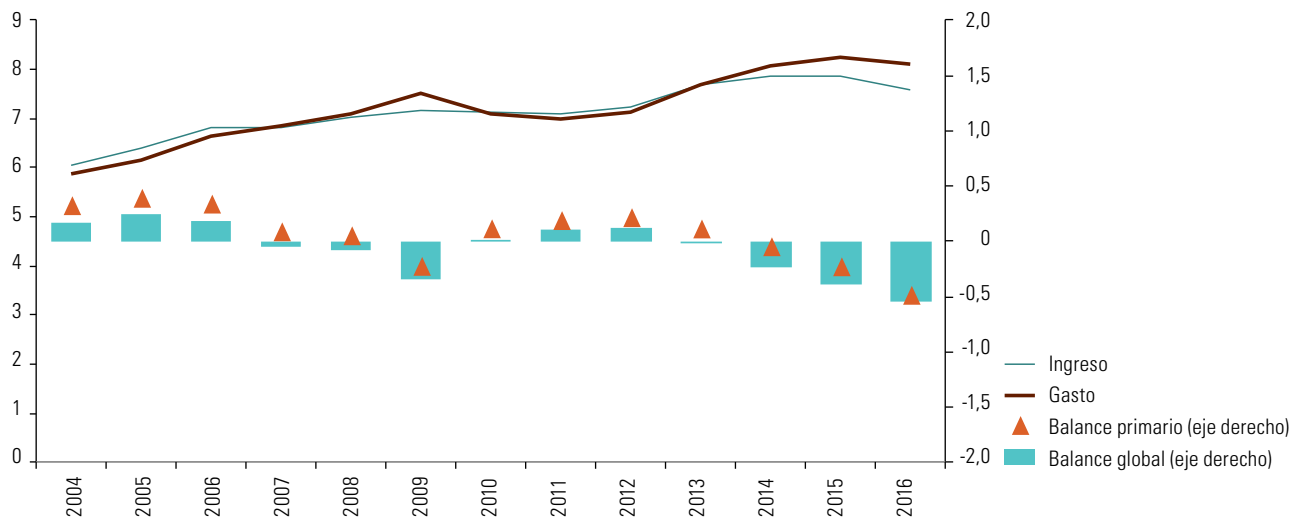
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

5. El espacio fiscal a nivel de los gobiernos subnacionales también se ha reducido

Debe considerarse que la cobertura que comprende solo al gobierno central no resulta del todo representativa para algunos países de la región que cuentan con sectores públicos más descentralizados. Como una manera de ampliar esta cobertura, a continuación se presenta la evolución de las finanzas públicas subnacionales de los países más descentralizados de la región. En lo referente al balance fiscal, si bien los gobiernos subnacionales registraron, en promedio, un superávit primario entre 2004 y 2013 (con la excepción de 2009), en los últimos tres años presentan un creciente déficit primario y global (véase el gráfico I.36).

Gráfico I.36

América Latina (10 países): resultados fiscales de los gobiernos subnacionales, 2004-2016^a
(En porcentajes del PIB)



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

^a Los países considerados son: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y Uruguay. Las cifras de 2016 corresponden a una estimación.

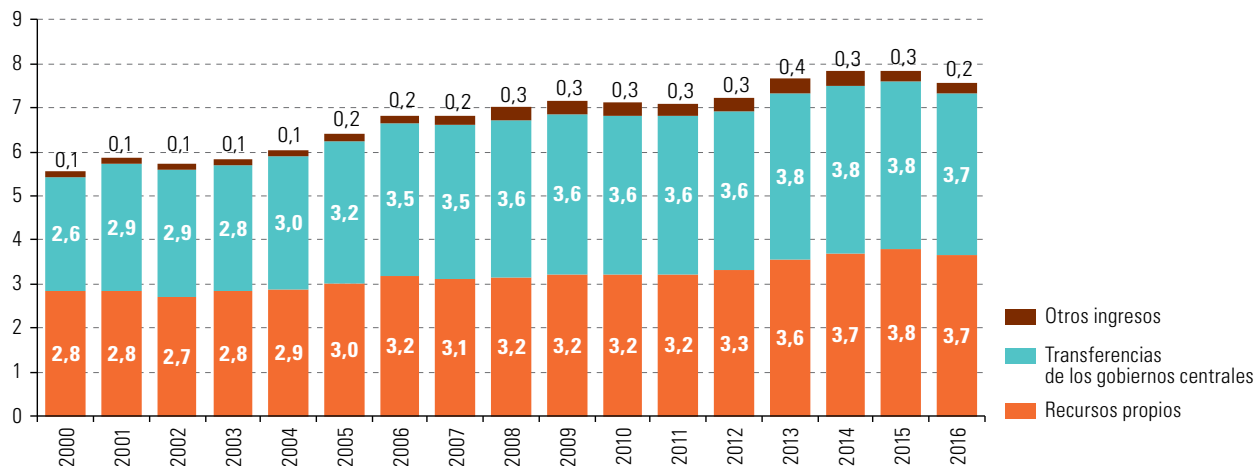
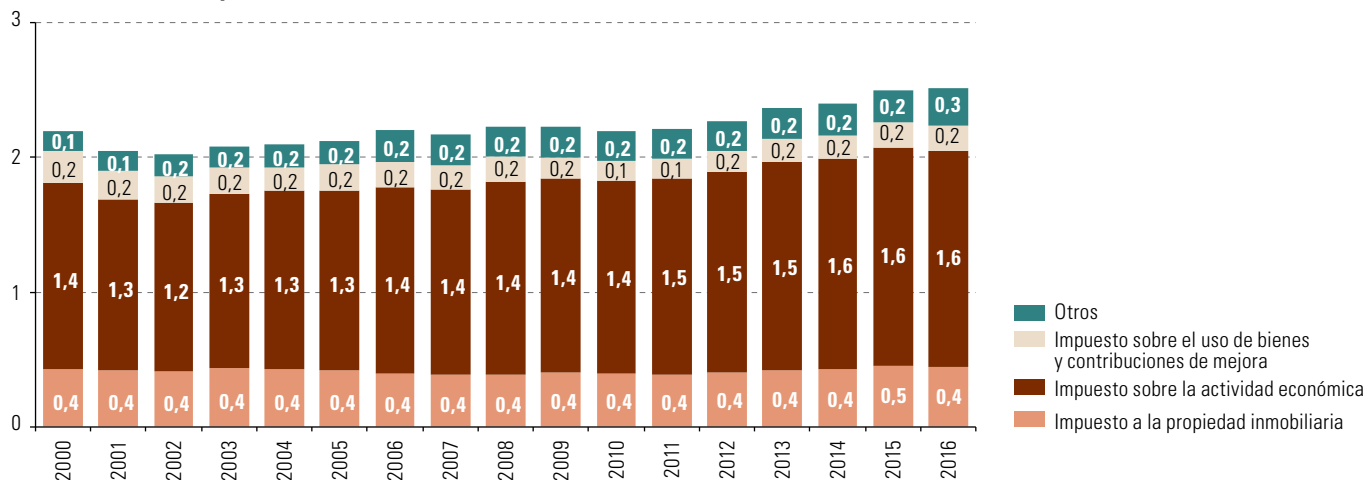
La mayor volatilidad de los balances fiscales se ha registrado en países productores de recursos naturales no renovables, como es el caso del Ecuador y el Perú, como resultado de la fluctuante evolución de los precios, mientras que los gobiernos subnacionales del Brasil y de México han presentado superávits primarios durante la mayor parte del período³⁸.

Esta evolución del resultado promedio a nivel subnacional se explica fundamentalmente por el desempeño de los ingresos fiscales totales, que crecieron en forma sostenida hasta 2014 y luego registraron una caída en 2016. La mayor parte del incremento se debe a la importancia creciente que han tenido las transferencias provenientes de los gobiernos centrales. En promedio, las transferencias totales aumentaron del 2,6% del PIB en el año 2000 al 3,7% del PIB en 2016, alcanzando así una participación sustancial dentro de la estructura de los ingresos subnacionales, en tanto que los recursos propios pasaron del 2,8% del PIB al 3,7% del PIB en ese mismo período (véase el gráfico I.37A).

³⁸ En el Brasil, los gobiernos subnacionales han sido obligados por los contratos de reestructuración de la deuda subnacional de 1997 a lograr superávits primarios para asegurar el servicio de la deuda reestructurada. En México, recientemente se reforzaron los límites legales al endeudamiento subnacional, además de que varias veces el Gobierno federal ha utilizado transferencias discrecionales para asegurar el cumplimiento de los estados con esos límites. Véase Jiménez y Ter-Minassian (2016).

Gráfico I.37

América Latina: evolución de la estructura de los ingresos fiscales y tributarios subnacionales, 2000-2016
(En porcentajes del PIB)

A. América Latina (10 países): ingresos fiscales subnacionales^aB. América Latina (9 países): ingresos tributarios subnacionales^b

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos/Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Centro Interamericano de Administraciones Tributarias (OCDE/CEPAL/CIAT), *Estadísticas tributarias en América Latina y el Caribe 2017*, París, 2017.

^a Los países considerados son: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y Uruguay. Las cifras de 2016 corresponden a estimaciones.

^b Los países considerados son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y Uruguay. Las cifras de 2016 corresponden a estimaciones.

Por su parte, existen marcadas diferencias en cuanto al peso relativo que poseen los recursos propios (tributarios y no tributarios) dentro del total de ingresos percibidos por estos niveles de gobierno. En los países más descentralizados de la región, la principal fuente de recursos públicos de los gobiernos subnacionales es el sistema de transferencias del gobierno central, salvo en el caso del Brasil, donde más de la mitad de los ingresos de los estados y municipios (79,3%) corresponde a recursos propios, lo que representa el 10,7% en términos del PIB (más del 90% corresponde a ingresos tributarios) (CEPAL, 2017; OCDE/CEPAL/CIAT, 2017)³⁹. Adicionalmente, en la última

³⁹ Dentro de los países también existen diferencias en la composición de las finanzas subnacionales. La importancia de los ingresos propios subnacionales varía mucho en cada país, como reflejo, entre otros factores, de la distribución de las bases tributarias correspondientes, la propiedad y mecanismo de apropiación de los recursos naturales no renovables, las capacidades administrativas y el esfuerzo tributario de las distintas jurisdicciones. Al respecto, en Jiménez y Ter-Minassian (2016) se analiza con mayor detalle este tipo de asimetrías verticales entre niveles de gobierno, incorporando además el análisis sobre el gasto y la deuda entre gobiernos subnacionales.

década los ingresos fiscales provenientes de la explotación de recursos naturales no renovables fueron una fuente importante de recursos públicos, tanto para los gobiernos centrales como para los subnacionales (Brosio y Jiménez, 2016; CEPAL, 2017).

En lo que se refiere a la recaudación tributaria de los gobiernos subnacionales, se observa que ha crecido muy poco en los últimos diez años (lo que contrasta con lo ocurrido en el caso de los ingresos fiscales del gobierno central) y esta pobre evolución se relaciona no solo con un posible menor esfuerzo tributario, sino también con la debilidad de las bases tributarias disponibles para estos niveles de gobierno. Al profundizar por tipo de tributos, se puede observar que en general predominan dos tipos de impuestos en la recaudación subnacional: el impuesto a la propiedad inmobiliaria, cuya recaudación asciende aproximadamente al 0,5% del PIB, y el impuesto sobre la actividad económica, cuya recaudación supera el 1,5% del PIB (véase el gráfico I.37B)⁴⁰.

En cuanto a los gastos a nivel subnacional, se observa que su dinámica y su composición han variado también entre los países de la región. Los gastos subnacionales aumentaron en relación con el PIB en la mayoría de los países durante la última década, pero las tasas de crecimiento han variado bastante entre un país y otro, siendo más altas en el Estado Plurinacional de Bolivia (6,1% del PIB), la Argentina (5,2%), el Perú (2,1%) y México (1,4%). En contraste, los gastos han fluctuado en un rango estrecho en el Brasil, Chile, Colombia y el Ecuador. La composición de los gastos subnacionales también ha evolucionado de forma diferente. La proporción de los gastos corrientes en el total se ha mantenido alta y relativamente estable en la Argentina, el Brasil, Chile y México; ha crecido fuertemente en el Perú (del 40% al 60% de los ingresos), evidenciando en particular débiles capacidades de los gobiernos subnacionales en la preparación y ejecución de proyectos de inversión, y ha bajado en Colombia y, especialmente, en el Estado Plurinacional de Bolivia, como reflejo de un notorio esfuerzo de inversión subnacional, impulsado por el crecimiento en el sector de los recursos naturales no renovables⁴¹.

En lo que se refiere a la deuda de este nivel de gobierno⁴², en el gráfico I.38A puede observarse que en el último decenio se ha logrado una reducción sustancial de la deuda subnacional promedio, que pasó de niveles cercanos al 9% del PIB en 2004 al 4,6% del PIB en 2014, y posteriormente registró un incremento, en los últimos dos años. El peso de la deuda subnacional resulta más significativo si se compara con los ingresos totales, pues mantiene, en promedio, niveles superiores al 30% de los ingresos⁴³.

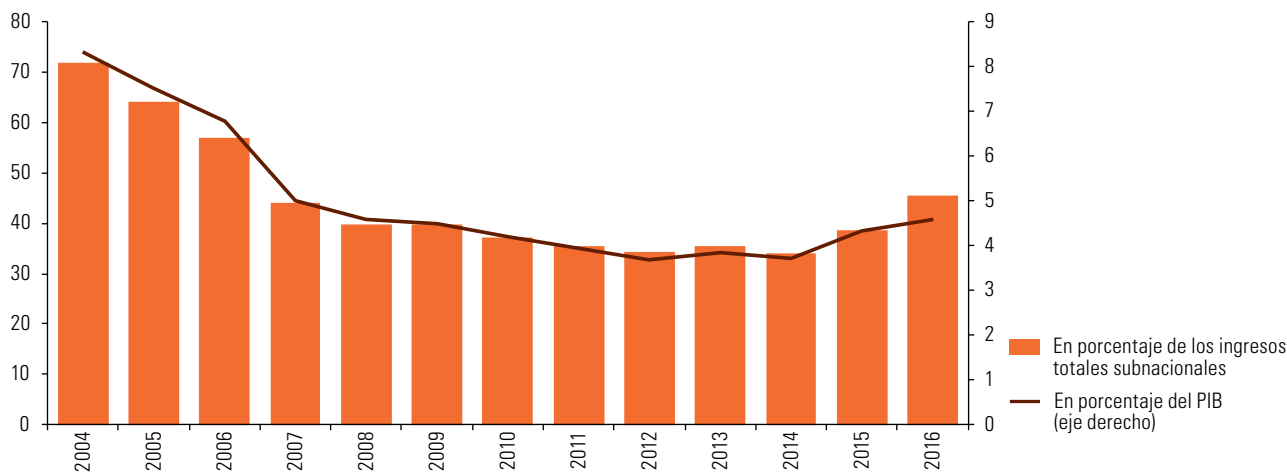
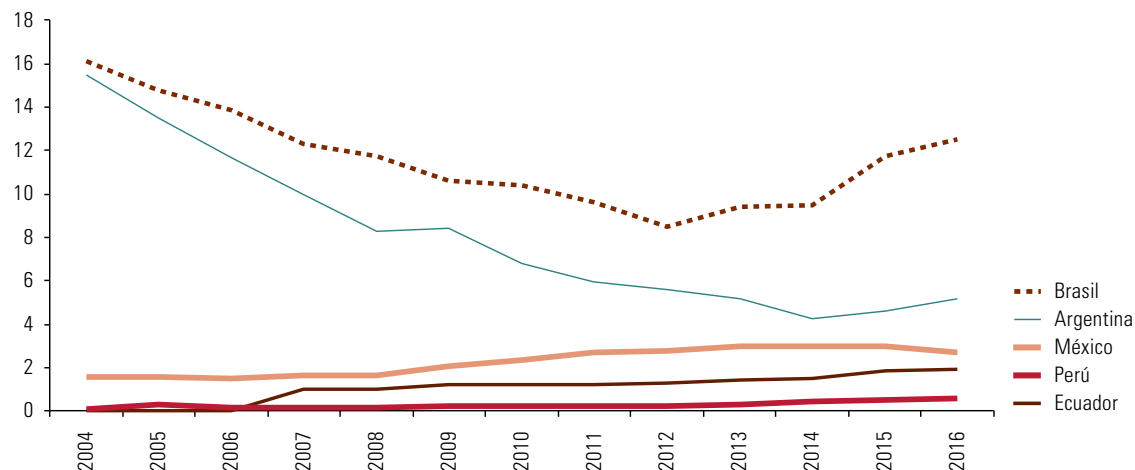
Al realizar una comparación entre países (véase el gráfico I.38B), se observan claras diferencias en los niveles de deuda. De los países que se analizan, la Argentina y el Brasil, a pesar de la significativa disminución de su deuda en el período, muestran aún notorias diferencias respecto del nivel de deuda de los gobiernos subnacionales del resto. En el caso de la Argentina, en promedio, en el decenio analizado la deuda de los gobiernos provinciales ha sido cercana al 8% del PIB y disminuyó más de 8 puntos porcentuales durante ese período; en el caso del Brasil, la deuda subnacional, en promedio, asciende a casi el 14% del producto y su reducción superó los 4 puntos porcentuales en el mismo período; de todas formas, en ambos casos se registró un aumento en los dos últimos años.

⁴⁰ En OCDE/CEPAL/CIAT (2017) se hace un análisis detallado por país y por tipo de impuestos a nivel subnacional.

⁴¹ Véanse mayores detalles en Jiménez y Ter-Minassian (2016).

⁴² Se incluye información de cinco países: Argentina, Brasil, Ecuador, México y Perú. Véanse mayores detalles en Jiménez y Ruelas (2017).

⁴³ A propósito de esta discusión, la razón entre deuda e ingresos subnacionales es un mejor indicador de la capacidad de servicio y, por ende, de la sostenibilidad de la deuda que la razón entre deuda y PIB.

Gráfico I.38América Latina (5 países): evolución de la deuda subnacional, 2004-2016^a**A. Promedio de 5 países^b***(En porcentajes del PIB y de los ingresos totales)***B. Argentina, Brasil, Ecuador, México y Perú***(En porcentajes del PIB)***Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.^a Los datos de 2016 corresponden a estimaciones.^b Los países considerados son: Argentina, Brasil, Ecuador, México y Perú.

6. Los gestores de políticas han empleado el espacio que tienen para estimular la demanda agregada interna, pero en algunos países este espacio se ha reducido de manera notable

La desaceleración de la demanda agregada interna que han experimentado la mayoría de las economías de la región, sobre todo en variables como la inversión y el consumo privado, ha llevado a los gestores de las políticas monetaria y cambiaria a adoptar políticas expansivas. Sin embargo, en algunos casos, el espacio del que disponen las autoridades se ha reducido de manera considerable, en parte porque, pese al escaso dinamismo de la demanda agregada, la inflación se mantuvo por encima de las metas oficiales y en parte por factores de índole externa, que incrementaron la incertidumbre macrofinanciera y la volatilidad cambiaria en muchos países de la región.

En general, en los países que emplean las tasas de referencia de la política monetaria (TPM) como su principal instrumento de política, estas se han movido en la misma dirección en que lo ha hecho la inflación. Así, en los países de América del Sur en los que la inflación se ha reducido, los bancos centrales han bajado sus TPM. Si bien este proceso se inició en 2016, ha continuado durante los primeros meses de 2017. En los primeros cinco meses de 2017, la reducción de las tasas fue de 350 puntos básicos en el Brasil, 100 puntos básicos en Chile, 100 puntos básicos en Colombia y 25 puntos básicos en el Perú.

En otras economías de América del Sur, como la Argentina y el Paraguay, la dinámica de las TPM fue diferente. A partir de enero de 2017, la Argentina adoptó el sistema de metas de inflación como referente en la conducción de la política monetaria, por lo que emplea las TPM como su principal instrumento de política. Si bien la inflación se ha reducido desde mediados de 2016, los niveles actuales superan los establecidos como meta, por lo que en los primeros cinco meses de 2017 el banco central ha incrementado las tasas de referencia en 150 puntos básicos. Por su parte, en el Paraguay, el banco central ha decidido mantener la TPM sin modificaciones, pese a la caída registrada en la inflación.

Los bancos centrales del norte de la región han visto reducido el espacio de las autoridades para estimular la actividad económica y han respondido al incremento de la inflación y a la volatilidad cambiaria que han experimentado algunas de las monedas de la subregión desde mediados de 2016 con aumentos de sus tasas de referencia. En el caso de México, dicho proceso cobró fuerza en 2016, cuando, en paralelo con el aumento de la inflación, tuvo lugar una depreciación del peso, a causa de la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales en los Estados Unidos y el posterior triunfo de Donald Trump. Los efectos de esta volatilidad cambiaria se han prolongado durante los primeros cinco meses de 2017.

De hecho, en los primeros cinco meses de 2017, las TPM se han incrementado dos veces en México, con una variación acumulada de 100 puntos básicos, en tres ocasiones en Costa Rica y una vez en la República Dominicana, con incrementos de 225 puntos básicos y 25 puntos básicos, respectivamente. En Guatemala, pese a que la inflación ha cedido, el banco central ha optado por no modificar la TPM (véase el gráfico I.39).

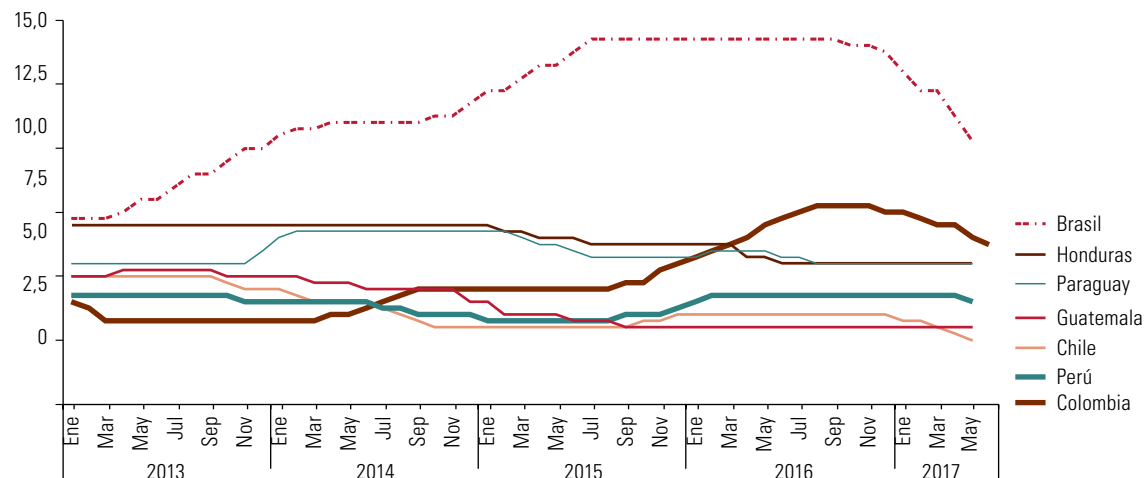
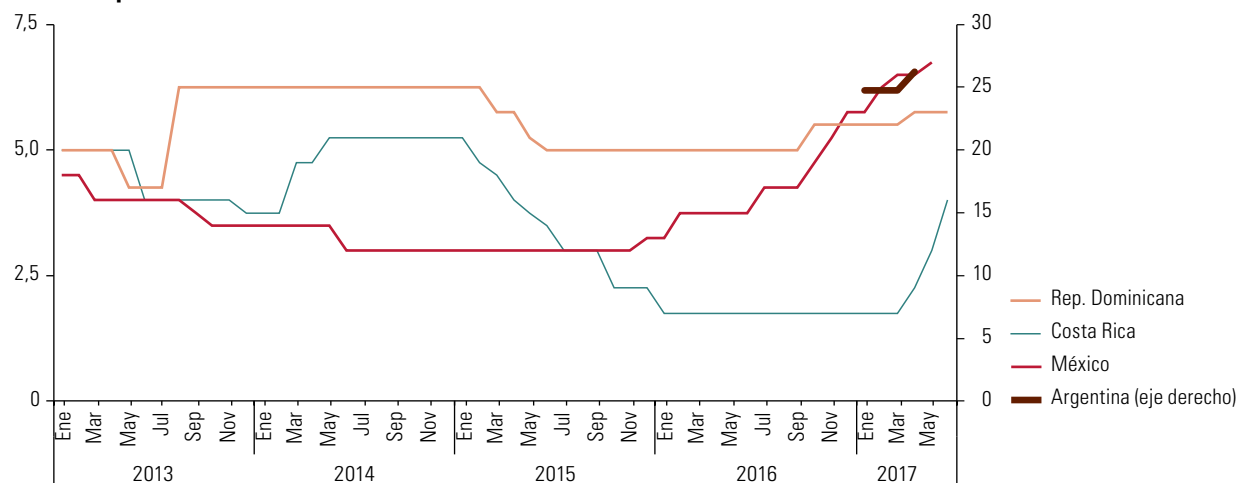
En 2016 y el primer trimestre de 2017, las economías en que las autoridades usan los agregados como su principal instrumento de política monetaria mostraron tasas de crecimiento positivas y, en general, crecientes en los principales agregados monetarios. Esto parece indicar que los bancos centrales de estos países aprovecharon el espacio que ofrecen los niveles de inflación relativamente bajos y estables⁴⁴ para adoptar políticas monetarias que estimulen la demanda agregada.

En el primer trimestre de 2017, el incremento de la base monetaria fue superior al 10% en Haití, Honduras y el Uruguay e implicó una aceleración del crecimiento en Nicaragua y el Uruguay. En el caso del Estado Plurinacional de Bolivia, si bien la base monetaria se contrajo en el primer trimestre de 2017, la caída observada es inferior a la de 2016 y se debe a una disminución de las reservas bancarias excedentes para orientarlas al crédito. En el caso de la República Bolivariana de Venezuela, con el incremento del 300% registrado en el primer trimestre de 2017, ya son 13 trimestres consecutivos en que la tasa de crecimiento de la base monetaria es superior al 70%, y el octavo con un incremento superior al 90%. No obstante, dado que estos agregados crecieron a un ritmo menor que el de la inflación estimada, se evidencia una caída de la demanda de dinero en esta economía. En el caso de M1, la dinámica fue muy parecida. Este agregado registró tasas de crecimiento superiores al 4,5% en todos los países de América Latina que usan agregados como principal instrumento de política monetaria.

⁴⁴ Las excepciones dentro de este grupo son Haití, Suriname y Venezuela (República Bolivariana de), países en que la inflación en el período que se analiza muestra tasas de dos o tres dígitos.

Gráfico I.39

América Latina (países seleccionados): tasa de política monetaria en los países que la emplean como principal instrumento, enero de 2013 a mayo de 2017
(En porcentajes)

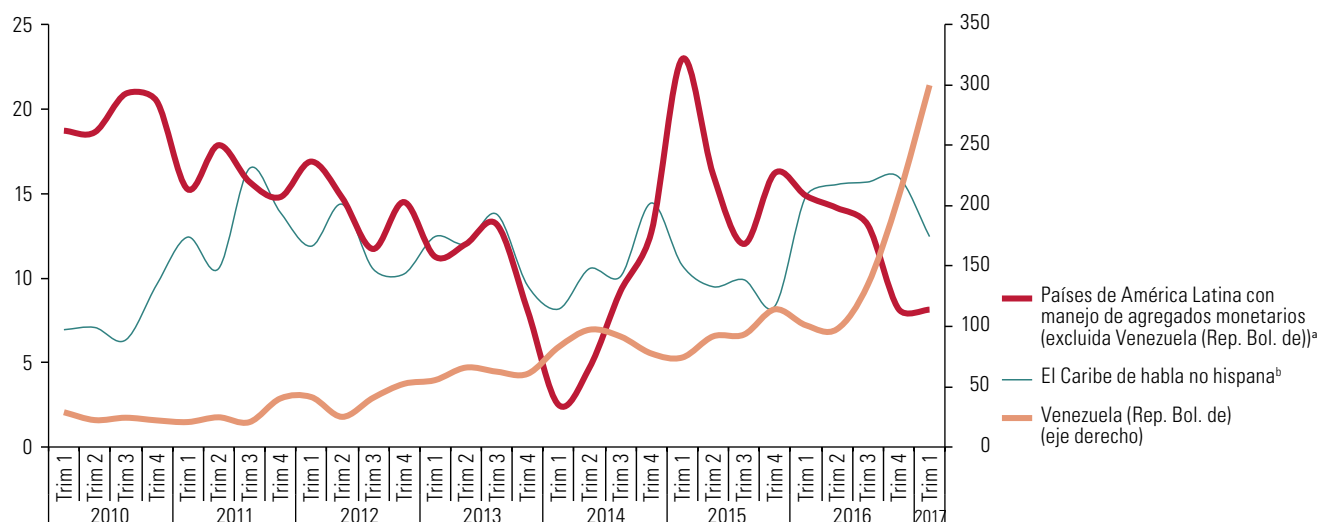
A. Países que mantuvieron o redujeron sus tasas**B. Países que incrementaron sus tasas**

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

En las economías del Caribe de habla no hispana, la dinámica de los agregados muestra una tendencia a la desaceleración y es bastante más heterogénea que en el resto de la región. Por un lado, en economías como Antigua y Barbuda, Belice, Santa Lucía y Trinidad y Tabago, la base monetaria experimentó una contracción en 2016, que se ha profundizado en los primeros tres meses de 2017. En otros países, como Granada y Saint Kitts y Nevis, pese a que la base monetaria había crecido en 2016, en el primer trimestre de 2017 se redujo. Por otra parte, en economías como Dominica, Jamaica y Suriname, la base se ha incrementado en 2016 y el ritmo de crecimiento se ha acelerado en los primeros tres meses de 2017 (véase el gráfico I.40).

Gráfico I.40

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): evolución de la base monetaria en los países que emplean agregados como principal instrumento de política monetaria, primer trimestre de 2010 a primer trimestre de 2017
(En porcentajes)



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

^a Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, El Salvador, Haití, Nicaragua, Panamá y Uruguay.

^b Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

7. En los primeros cinco meses de 2017, las tasas de interés activas muestran una reducción y el crédito destinado al sector privado crece a un menor ritmo

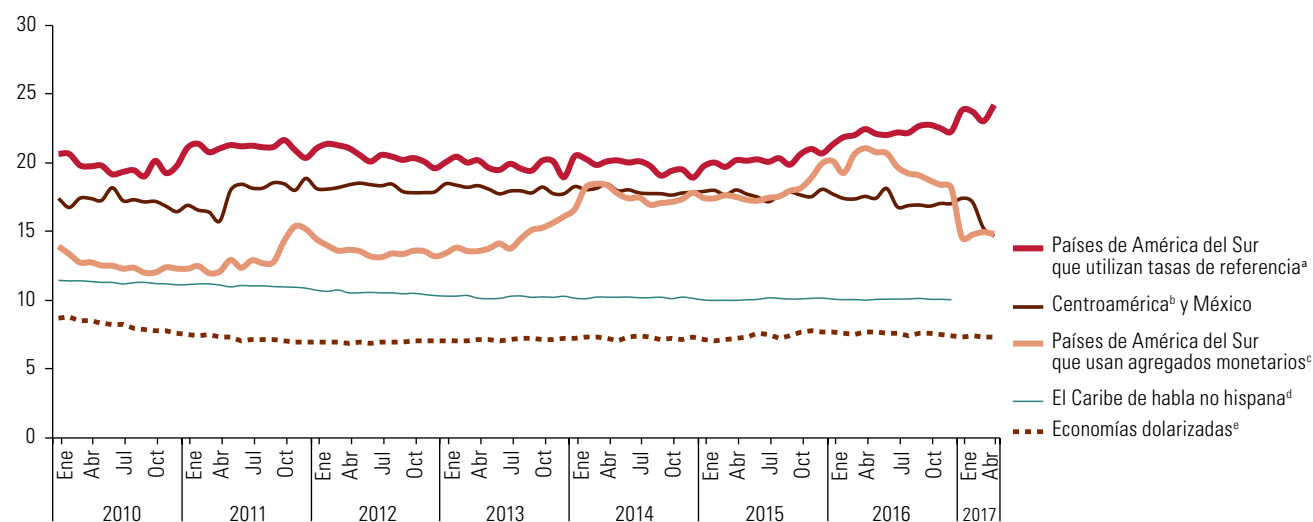
Las políticas antes descritas se han traducido en tasas de interés de mercado con tendencias bastantes estables, aunque desde mediados de 2016 estas tasas muestran un ligero sesgo a la baja en las economías dolarizadas y en las economías del Caribe de habla inglesa y bajas más pronunciadas en las economías de América del Sur que usan agregados como su principal instrumento de política y en las economías de Centroamérica y México. Por otra parte, en las economías de América del Sur que emplean las tasas de interés como su principal instrumento de política, estas han tendido a incrementarse desde 2016, aunque con una leve reducción en los primeros cuatro meses de 2017 (véase el gráfico I.41).

En el primer trimestre de 2017, se registró una desaceleración del crecimiento del crédito interno destinado al sector privado en términos nominales, especialmente en las economías de América del Sur. Al realizar el ajuste por la inflación, destacan las caídas en términos reales que tuvieron lugar en el Brasil (-7,4%), el Paraguay (-2,5%), el Uruguay (-10,05%) y Venezuela (República Bolivariana de) (-57,9%). En otras economías del sur de la región, como la Argentina, Chile, Colombia y el Perú, el crecimiento real del crédito es muy bajo. Solo en Bolivia (Estado Plurinacional de) y el Ecuador, el crédito destinado al sector privado en términos reales crece a tasas interanuales superiores al 7,0%.

En las economías de Centroamérica y México (como grupo), el crédito interno en términos reales creció en promedio a una tasa del 6,9% en el primer trimestre de 2017 y a tasas superiores al 6,0% en México (7,2%), Nicaragua (11,2%) y la República Dominicana (9,5%). En las economías dolarizadas se evidencia un aumento del crédito en términos reales, con incrementos superiores al 5,0% en el Ecuador, El Salvador y Panamá. En cuanto al Caribe de habla inglesa, el crédito interno destinado al sector privado creció un 19,9% en Jamaica y se contrajo un 14,5% en Suriname (véase el gráfico I.42).

Gráfico I.41

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): promedio de las tasas de interés activas, enero de 2010 a abril de 2017
(En porcentajes)



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

^a Argentina (desde 2017), Brasil, Chile, Colombia, Paraguay y Perú.

^b Costa Rica, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua y República Dominicana.

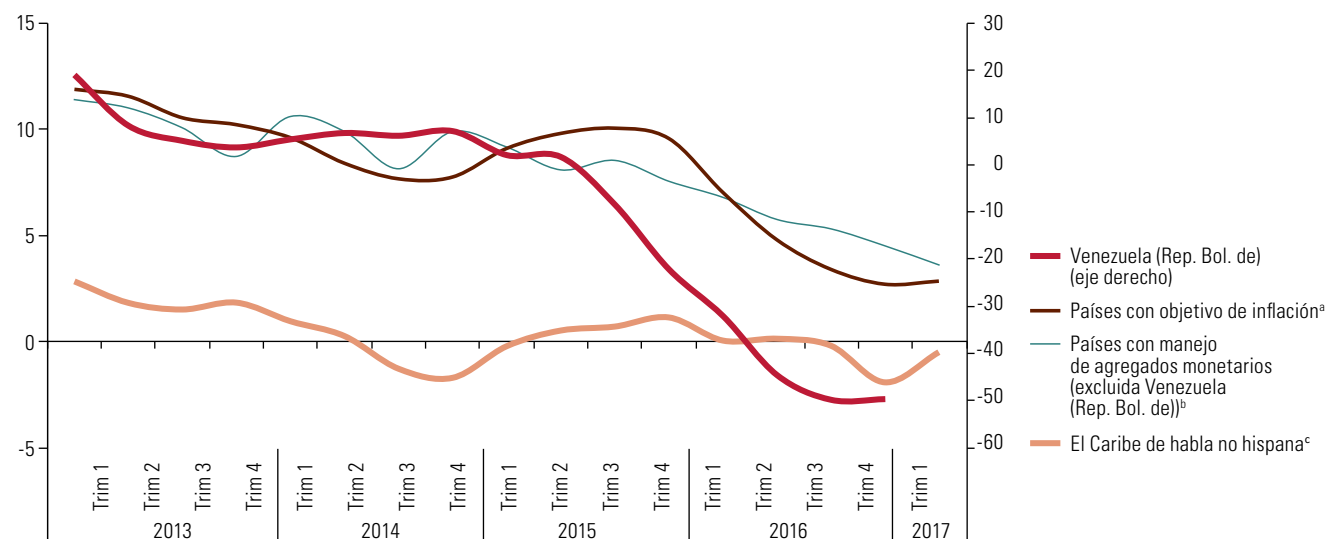
^c Argentina (hasta 2016), Bolivia (Estado Plurinacional de), Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

^d Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

^e Ecuador, El Salvador y Panamá.

Gráfico I.42

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): evolución del crédito interno otorgado al sector privado, promedios de las tasas anualizadas, primer trimestre de 2013 a primer trimestre de 2017
(En porcentajes)



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

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, Perú y República Dominicana.

^b Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, El Salvador, Haití, Nicaragua, Panamá y Uruguay.

^c Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

El menor dinamismo del crédito interno podría limitar una eventual recuperación de la actividad económica en la región, en especial en aquellas economías que vienen presentando una contracción de la inversión.

8. La dinámica de las monedas de la región fue heterogénea en 2016 y los primeros cuatro meses de 2017: en general, en las economías del sur las monedas se fortalecieron, mientras que en las economías del norte sufrieron depreciaciones y en algunos países, como México, experimentaron ambos fenómenos en distintos momentos

En 2016, los niveles promedio de los tipos de cambio nominales de 19 países fueron mayores que los de 2015 (lo que significa que sufrieron una depreciación) y siete monedas se depreciaron más del 10%. Sin embargo, los tipos de cambio de países como el Brasil, Chile, Colombia, el Perú y el Uruguay experimentaron una apreciación o una pequeña depreciación entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, como se muestra en el gráfico I.43.

A. Brasil, Chile, Colombia y Uruguay

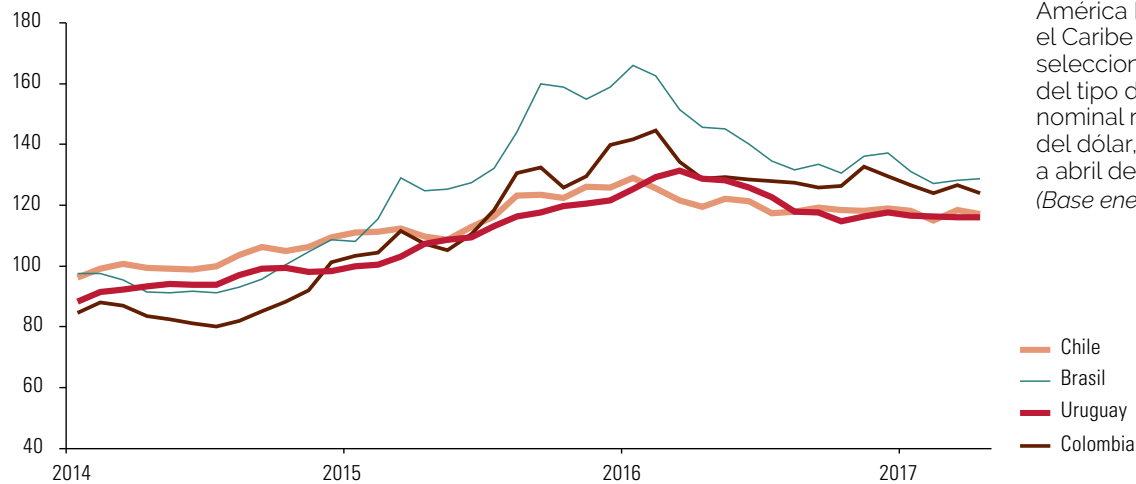
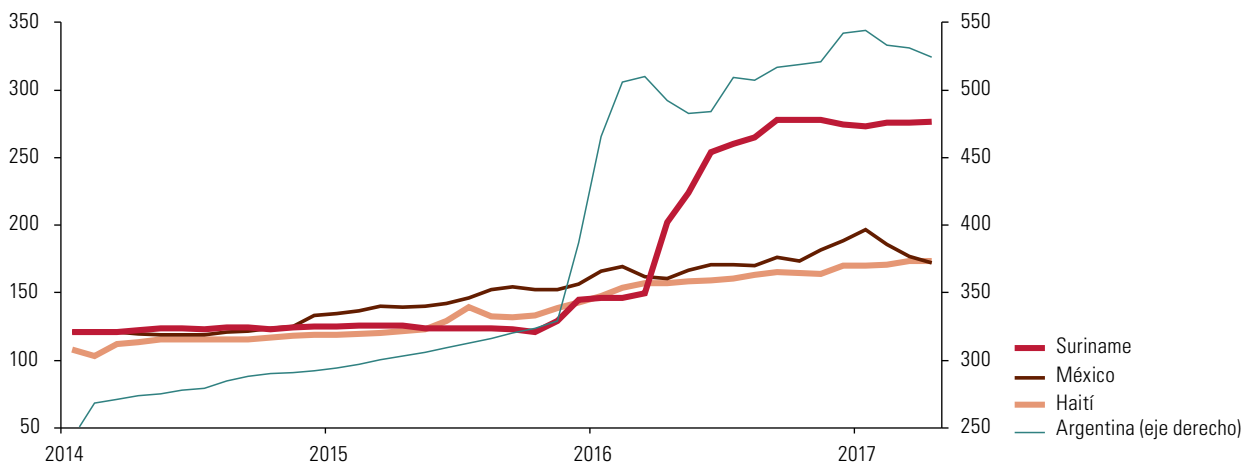


Gráfico I.43
América Latina y el Caribe (países seleccionados): índice del tipo de cambio nominal respecto del dólar, enero de 2014 a abril de 2017
(Base enero de 2005=100)

B. Argentina, Suriname, Haití y México



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

En general, factores como la política monetaria expansiva aplicada en los países desarrollados (particularmente en Europa), las expectativas de recuperación en ciertas economías de la región, como el Brasil, y otros eventos puntuales reavivaron el apetito por activos de mercados emergentes durante una parte del período, en un contexto de estabilización de los precios de los productos básicos exportados por la región en niveles menores que los de 2014.

Al mismo tiempo, en países como la Argentina, Haití, México y Suriname se registró una fuerte depreciación de las monedas, por distintas razones, entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016.

En Suriname, la pronunciada caída de los precios del petróleo y el oro, así como el cierre de la producción de bauxita/alúmina, en un contexto de déficit fiscal, problemas de balanza de pagos, recesión e inflación provocaron una marcada depreciación del dólar surinamés. En noviembre de 2015, el banco central devaluó la moneda, poniendo fin a la paridad cambiaria; en marzo de 2016, estableció un sistema de subastas de divisas, y en mayo de ese año decidió introducir un régimen de libre flotación del dólar surinamés. En conjunto, estas medidas provocaron una depreciación nominal de la moneda del 89,17% entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, que fue acompañada de una inflación del 52,4% durante el período.

En la Argentina, tras la eliminación, en diciembre de 2015, de una serie de restricciones a las operaciones del mercado cambiario (que habían provocado una gran brecha entre el dólar oficial y el paralelo), la cotización oficial del peso se depreció fuertemente al principio y, más tarde, durante 2016, su evolución siguió la de la inflación, cuyo crecimiento se desaceleró. Como resultado de ello, el peso se depreció en promedio un 59,41% entre 2015 y 2016, pero solo un 40,08% entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016.

En México, la cotización nominal del peso se vio afectada por la incertidumbre asociada a la campaña electoral en los Estados Unidos, un contexto de bajo crecimiento, el bajo nivel del precio del petróleo, los ajustes de política internos y sus costos políticos, y una inflación por encima de la meta establecida por el banco central. Dados estos factores, el peso mexicano registró una depreciación respecto del dólar del 20,2% entre diciembre de 2015 y el mismo mes de 2016.

Por su parte, la gourde de Haití se depreció durante el mismo período un 18,91%, en un contexto marcado por la incertidumbre política y los graves daños provocados por el huracán Matthew, así como por una brecha cuantiosa en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En los primeros cuatro meses de 2017, se mantuvo la tendencia a la apreciación respecto de diciembre de 2016 de las monedas de países como el Brasil, Colombia, el Paraguay y el Perú, como respuesta a las mejoras de los precios de algunos productos básicos (por ejemplo, el cobre) y a la disminución de la incertidumbre que afectó al dólar tras las elecciones en los Estados Unidos. Esto ocurrió a pesar de la reducción de las tasas de interés de política monetaria en países como el Brasil, Colombia y el Perú.

El peso mexicano se apreció a partir de enero de 2017, como respuesta a las mejoras en las expectativas de los agentes, con respecto al período anterior a las elecciones presidenciales en los Estados Unidos, sobre las futuras relaciones comerciales entre ese país y México.

Sin embargo, en otros países que siguen enfrentando grandes desafíos macroeconómicos, como Haití, Suriname y Venezuela (República Bolivariana de), continuó produciéndose una depreciación nominal de la moneda.

En el caso de la República Bolivariana de Venezuela, tras registrarse una devaluación del 286% en 2016, el Gobierno, en conjunto con el banco central, introdujo cambios en el

sistema existente y, el 22 de mayo de 2017, anunció que las ventas de divisas a través del Sistema de Divisas de Tipo de Cambio Complementario Flotante de Mercado (DICOM) (tipo de cambio complementario usado para financiar importaciones prioritarias no esenciales) se efectuarán en el marco de una banda que oscila entre los 1.800 y los 2.000 bolívares por dólar, lo que implica una devaluación del 147%, al comparar la cotización del DICOM antes de la adopción de la medida con el límite inferior de la banda. Sin embargo, esta cotización estaría muy por debajo del tipo de cambio del mercado paralelo y sería 180 veces mayor al tipo de cambio del DIPRO (tipo de cambio protegido para actividades prioritarias), empleado para las importaciones del sector público.

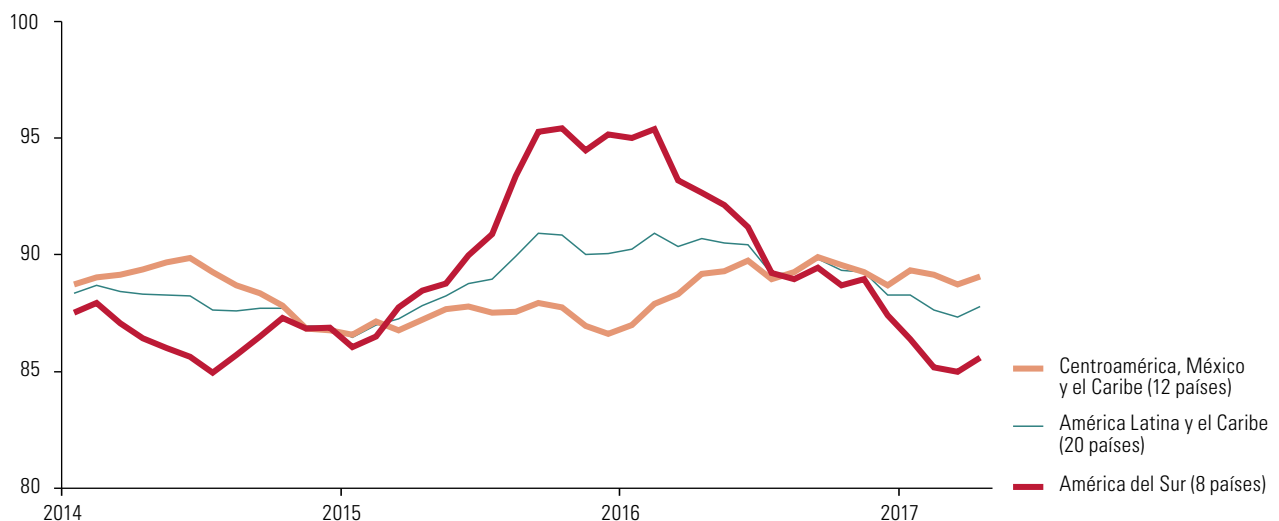
9. El tipo de cambio real efectivo de la región se depreció en 2016

Entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, la combinación de apreciación nominal respecto del dólar, inflación interna y, en algunos casos, depreciación de las monedas de sus socios comerciales se tradujo en la apreciación del tipo de cambio efectivo total de nueve países, cinco de los cuales registraron apreciaciones superiores al 5% (Brasil, Chile, Colombia, Guatemala y Uruguay).

En lo referente a la evolución del tipo de cambio real efectivo extrarregional promedio de América del Sur, se observó durante el período una situación similar a la descrita en relación con el tipo de cambio nominal: el promedio de ocho países de América del Sur registró una depreciación efectiva respecto del resto del mundo del 0,01%, mientras que la comparación de diciembre de 2015 con diciembre de 2016 arroja una apreciación efectiva del 8,16% para la subregión. Esto afectó fuertemente el comportamiento del tipo de cambio real efectivo extrarregional de América Latina y el Caribe en su conjunto, que se depreció en promedio un 1,12% entre 2015 y 2016, pero se apreció un 1,96% entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016. El tipo de cambio real efectivo extrarregional del grupo formado por Centroamérica, México y el Caribe se depreció en ambos períodos un 1,87% y un 2,41%, respectivamente, y reflejó, sobre todo, el comportamiento del tipo de cambio efectivo de México. La dinámica antes descrita se mantuvo durante los primeros cuatro meses de 2017 (véase el gráfico I.44).

Gráfico I.44

América Latina y el Caribe: índice del tipo de cambio real efectivo extrarregional por subregiones, enero de 2014 a abril de 2017
(Base 1990-2009=100)



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

10. Las reservas internacionales de la región crecieron en los primeros cinco meses de 2017, aunque cayeron con respecto al PIB

En los primeros cinco meses de 2017, las reservas internacionales de América Latina y el Caribe se incrementaron un 2,2% respecto del valor registrado al cierre de 2016. Esto equivale a una acumulación de 17.996 millones de dólares. Si bien las reservas se incrementaron en la región en su conjunto, la acumulación observada en la Argentina (6.370 millones de dólares) y en el Brasil (11.961 millones de dólares) da cuenta de casi la totalidad del aumento de las reservas en la región.

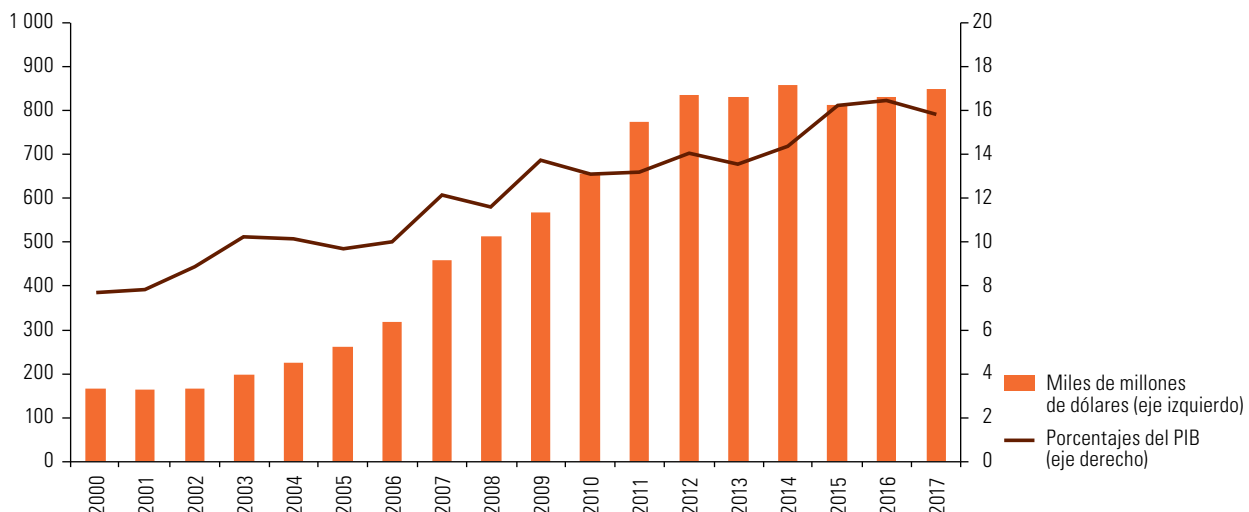
Entre diciembre de 2016 y mayo de 2017, las reservas se incrementaron en 15 países de la región, y los incrementos relativos más importantes fueron los observados en la Argentina (24,3%), Honduras (15,2%), El Salvador (14,7%), el Paraguay (10,6%) y Guatemala (6,9%). Por el contrario, en este mismo lapso, los países en que las reservas internacionales presentaron las mayores contracciones fueron el Ecuador (-26,5%), Panamá (-16,6%), el Uruguay (-6,4%), Venezuela (República Bolivariana de) (-5,3%) y Chile (-5,0%).

Vale la pena destacar que en Suriname y Venezuela (República Bolivariana de) el saldo de las reservas internacionales se ha contraído más de un 60% entre diciembre de 2012 y mayo de 2017. Esta pérdida de reservas se produce al mismo tiempo que las cotizaciones de las monedas de esas dos economías pierden valor respecto del dólar estadounidense.

En cuanto a la relación entre las reservas internacionales y el PIB, los datos registrados al cierre de 2016 dan cuenta de una situación muy estable en comparación con la observada en 2015 (véase el gráfico I.45). Destaca el hecho de que los países en los que la relación de las reservas respecto del PIB se incrementó más en 2016 fueron la Argentina, Dominica, el Paraguay y San Vicente y las Granadinas, mientras que las reducciones más significativas se registraron en Belice, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). En los cinco primeros meses de 2017, la relación de las reservas respecto del PIB de la región en su conjunto se redujo 0,6 puntos porcentuales.

Gráfico I.45

América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales brutas, 2000-2017
(En miles de millones de dólares y porcentajes del PIB)



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

F. Proyecciones del crecimiento económico

1. En 2017 el PIB de América Latina y el Caribe crecería un 1,1% en promedio y las economías de Centroamérica y México aún mostrarían un dinamismo notoriamente mayor al de las de América del Sur

Se espera que en 2017 el PIB de América Latina y el Caribe crezca un 1,1% en promedio, después de dos años consecutivos de contracción económica.

Esta proyección considera un contexto internacional que, en términos generales, es más favorable que el de los dos últimos años. En particular, la economía mundial muestra un mayor dinamismo y crecería este año a una tasa del 2,7%, tres décimas por encima del crecimiento de 2016, impulsada por un mejor desempeño tanto de las economías desarrolladas como de las economías en desarrollo. El volumen de comercio mundial está mostrando una mejor dinámica, ya que ha acelerado su tasa de crecimiento respecto de la observada en los últimos años, aunque todavía permanece en niveles bajos; también los precios de los productos básicos han mostrado una recuperación respecto de los niveles promedio observados el año pasado. Además, los mercados financieros internacionales han mostrado durante la primera mitad de este año niveles históricamente bajos de volatilidad, los flujos de capital de cartera hacia las economías emergentes han aumentado y los precios de los activos financieros, en particular en los mercados accionarios, se han fortalecido de forma casi generalizada, apoyados en las mejores perspectivas de crecimiento de la actividad económica para este año. A pesar de la menor volatilidad financiera, se ha observado un aumento en los indicadores que miden la incertidumbre global respecto de las políticas económicas. Esto último responde principalmente a la percepción de mayores riesgos vinculados con factores geopolíticos, así como riesgos respecto de políticas comerciales tendientes al proteccionismo.

Un hecho distintivo respecto de 2016 es que se espera que este año todos los países de la región presenten tasas positivas de crecimiento, con excepción de la República Bolivariana de Venezuela —cuyo PIB caería un 7,2%— y dos países del Caribe (Santa Lucía y Suriname, cuyo PIB caería un 0,2%) (véase el gráfico I.46).

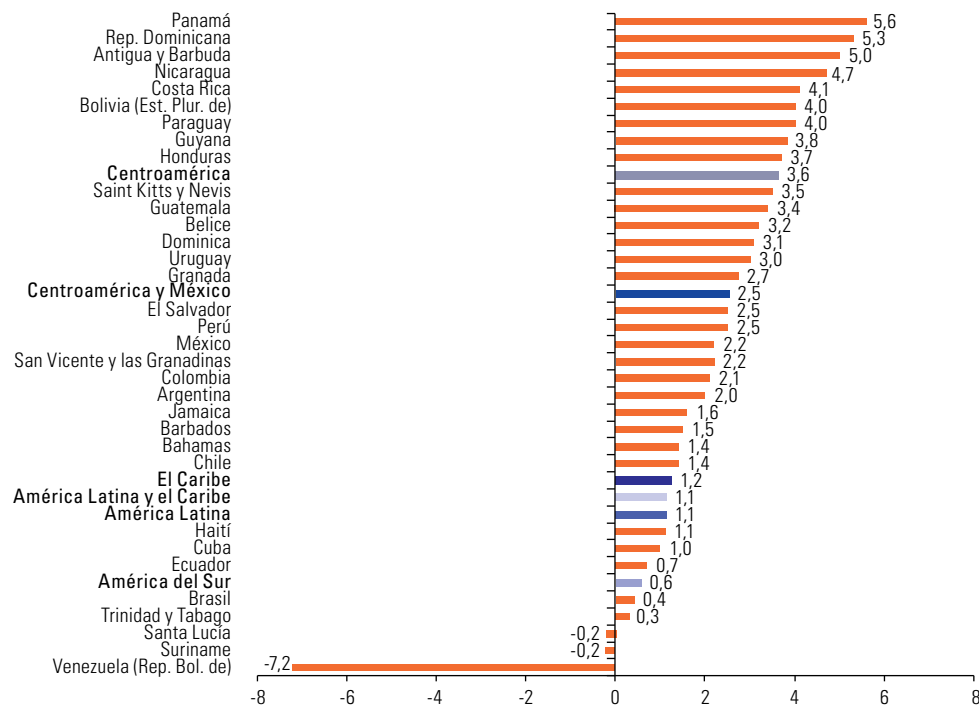


Gráfico I.46
América Latina y el Caribe: tasa proyectada de crecimiento del PIB, 2017
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)

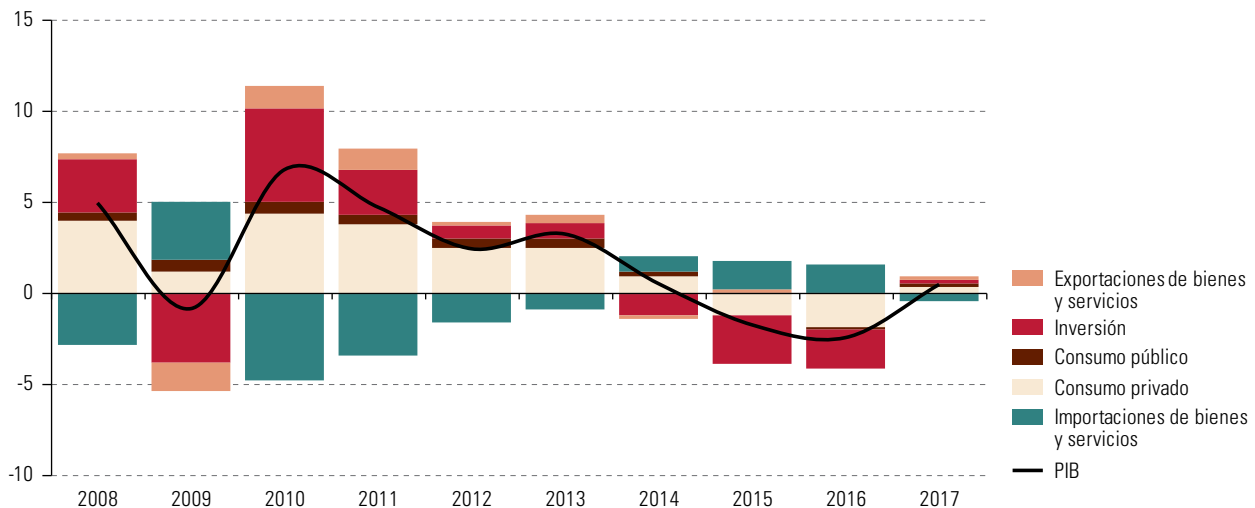
2. Al igual que en años anteriores, se proyecta una dinámica de crecimiento cuya intensidad es distinta entre países y subregiones, y que responde, no solo a los impactos diferenciados del contexto internacional en cada economía, sino también a la dinámica de los componentes del gasto —principalmente el consumo y la inversión—, muy distinta en las economías del norte y en las del sur

Para las economías de América del Sur se conjugan este año los efectos positivos de un mayor crecimiento global y, por ende, de la demanda agregada externa, tras las mejoras en los precios de los productos básicos, que favorecen no solo los términos de intercambio y el valor exportado por los países, sino también los ingresos fiscales. En este contexto, se espera que en América del Sur el crecimiento sea del 0,6%, después de dos años consecutivos de contracción económica en esta subregión. Destacan, en este caso, la recuperación proyectada para la Argentina (2%), el Brasil (0,4%) y el Ecuador (0,7%), tres países que el año pasado habían sufrido contracciones en sus niveles de actividad.

En términos de gasto, se observa que este año, por primera vez desde 2013, la inversión total presentaría una tasa de crecimiento positiva del 0,9%. Asimismo, el consumo privado mostraría una recuperación, con un aumento de 0,6%. Finalmente, la contribución neta del sector externo sería negativa, del -0,2% (véase el gráfico I.47), como resultado de la recuperación de la demanda interna, que haría crecer las importaciones un 2,6%, mientras que las exportaciones crecerían tan solo un 1,0%.

Gráfico I.47

América del Sur: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2008 a 2017^a
(En porcentajes)



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

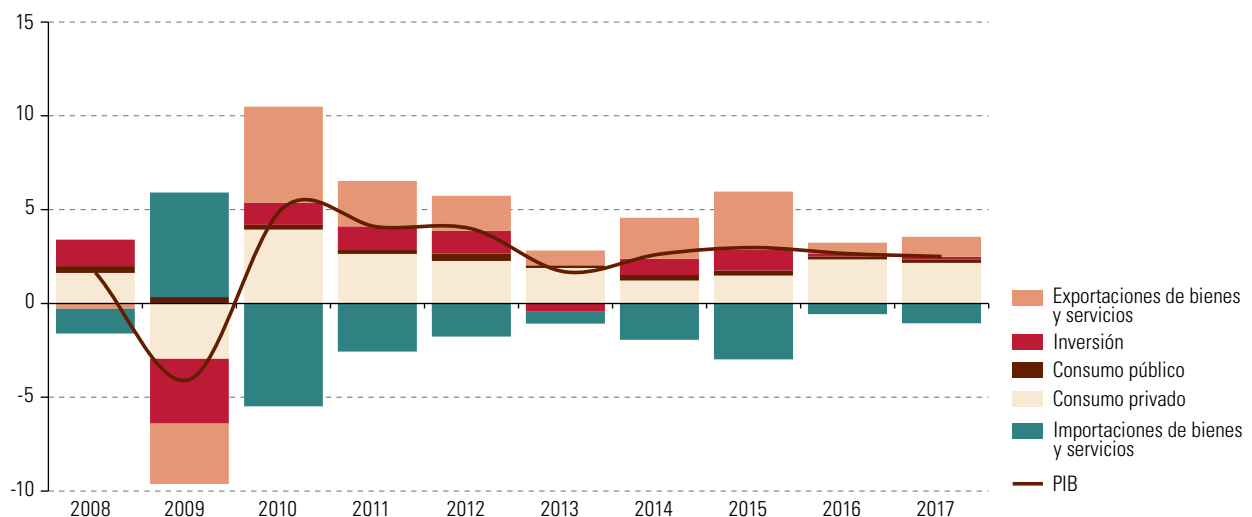
^a Las cifras de 2017 son proyecciones.

Por su parte, en 2017 se espera que las economías de Centroamérica crezcan un 3,6% en promedio. Las economías de Panamá y la República Dominicana serían las que tendrían un mayor dinamismo, con un crecimiento del 5,6% y el 5,3% respectivamente⁴⁵. En esta subregión continúan los efectos positivos de los ingresos por remesas —que aumentarían alrededor del 8% en promedio respecto de 2016— a lo que se agregan mayores expectativas de crecimiento del mundo, en general, y de los Estados Unidos, el principal socio comercial, en particular. Sin embargo, mientras que hasta el año pasado estos países recibían, en general, el impulso de un menor precio de la energía y los alimentos, de los cuales son importadores netos, este año los aumentos de precio de estos productos básicos repercuten de manera desfavorable en sus términos de intercambio y, por ende, en el valor del comercio y el ingreso nacional disponible.

En el caso de México, se espera una tasa de crecimiento del 2,2%, solo una décima por debajo del crecimiento de 2016. Por una parte, México está recibiendo este año los mismos impulsos positivos externos que la región centroamericana: mayores remesas de migrantes y mayor crecimiento de la demanda agregada externa. Por otra parte, la incertidumbre inicial respecto de los potenciales efectos negativos de las políticas de los Estados Unidos hacia México se ha reducido y, con ello, han mejorado las expectativas respecto de la dinámica del país, al menos en el corto plazo. A nivel de gasto, para la subregión de Centroamérica y México en su conjunto se observa que este año la inversión total mantendría su bajo dinamismo y crecería un 0,7%. Por su parte, el consumo privado continúa aportando considerablemente al crecimiento (véase el gráfico I.48), con un crecimiento proyectado del 3,6% en 2017, impulsado por las bajas tasas de inflación y el crecimiento de las entradas de remesas.

Gráfico I.48

Centroamérica y México: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2008 a 2017^a
(En porcentajes)



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

^a Las cifras de 2017 son proyecciones.

Para las economías del Caribe de habla inglesa y neerlandesa se espera un crecimiento del 1,2% tras la contracción del 0,8% registrada en 2016. Destaca el caso de Trinidad y Tabago, el país de mayor tamaño de esta subregión, que en 2017 tendría un crecimiento positivo (0,3%) después de tres años consecutivos de contracción debida a la caída de los precios de sus principales productos de exportación: el petróleo y sus derivados y el gas natural.

⁴⁵ Centroamérica comprende a estos efectos: Costa Rica, Cuba, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

Bibliografía

- Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2017), "Global liquidity indicators" [en línea] <http://www.bis.org/statistics/gli.htm>.
- Banco Federal de la Reserva de St. Louis (s/f), Federal Reserve Economic Data (FRED) [en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>.
- Brosio, G. y J. P. Jiménez (2016), "Territorial inequality, equalization transfers and asymmetric sharing of non renewable natural resources in Latin America"; inédito.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2017), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe, 2017* (LC/PUB.2017/6-P), Santiago.
- (2016a), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2016* (LC/G.2684-P), Santiago.
- (2016b), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2016* (LC/G.2698-P), Santiago.
- (2014), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2014* (LC/G.2619-P), Santiago.
- CEPAL/OIT (Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Organización Internacional del Trabajo) (2017), "La inmigración laboral en América Latina"; *Coyuntura Laboral en América Latina y el Caribe*, N° 16 (LC/TS.2017/30), Santiago, mayo.
- Financial Times* (2017), "World Bank warns of China debt risk from backdoor local borrowing"; 6 de mayo.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2016), *World Economic Outlook (WEO). Subdued Demand: Symptoms and Remedies*, octubre.
- GAO (Oficina de Rendición de Cuentas del Gobierno) (2016), *Report to the Ranking Member, Committee on the Budget, U.S. Senate*, marzo [en línea] <http://www.gao.gov/assets/680/675844.pdf>.
- Jiménez, J. P. y I. Ruelas (2017), "El endeudamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: evolución, institucionalidad y desafíos"; Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), inédito.
- Jiménez, J. P. y T. Ter-Minassian (2016), "Política fiscal y ciclo en América Latina: el rol de los gobiernos subnacionales"; *serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 173 (LC/L.4192), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Naciones Unidas (2017), *World Economic Situation and Prospects, 2017*, Nueva York.
- OCDE/CEPAL/CIAT (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos/Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Centro Interamericano de Administraciones Tributarias) (2017), *Estadísticas tributarias en América Latina y el Caribe 2017*, París.
- OMC (Organización Mundial del Comercio) (2017), "Estadísticas y perspectivas comerciales. Se prevé una recuperación del comercio en 2017 y 2018, en un contexto de incertidumbre sobre las políticas"; *Comunicado de Prensa* (Press/791), 12 de abril [en línea] https://www.wto.org/spanish/news_s/pres17_s/pr791_s.pdf.
- OMT (Organización Mundial del Turismo) (2017), *Barómetro OMT del Turismo Mundial*, vol. 15, enero.
- Pérez Caldentey, E. (2017), "Quantitative easing (QE), changes in global liquidity and financial instability"; *International Journal of Political Economy*, por aparecer.
- Reuters (2017), "Foreign investors to pour nearly \$1 trillion into emerging markets in 2017 –IIF"; 6 de junio [en línea] <http://www.reuters.com/article/emerging-flows-iif-idUSL1N1J304W>.
- Shin, H. S. (2013), "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies"; discurso de apertura de la Conferencia sobre la Política Económica de Asia (Asia Economic Policy Conference), San Francisco, 3 a 5 de noviembre.
- The Guardian* (2017), "Juncker will find me 'bloody difficult woman' in Brexit talks, says May"; 2 de mayo [en línea] <https://www.theguardian.com/politics/2017/may/02/may-juncker-will-find-me-bloody-difficult-woman-in-brexit-talks>.
- Weller, J. (2014), "Aspectos de la evolución reciente de los mercados laborales de América Latina y el Caribe"; *Revista CEPAL*, N° 114 (LC/G.2629-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

La dinámica del ciclo económico actual y los desafíos de política para dinamizar la inversión y el crecimiento



Introducción

La coyuntura de 2016 y 2017 en América Latina y el Caribe y sus subregiones puede interpretarse a la luz del análisis del ciclo económico, que constituye el tema central de la segunda parte de esta edición del *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*. Esta segunda parte busca, por un lado, analizar las características del ciclo actual que vive la región (2009-2016) y contrastarlas con las de los dos ciclos anteriores (1990-2001 y 2002-2008); por otro lado, tiene como objetivo identificar y explicar algunos de los determinantes del ciclo y delinear posibles estrategias para retomar el crecimiento.

La dinámica del ciclo actual se ve impulsada esencialmente por el consumo privado y el gasto de gobierno. En cambio, la inversión y las exportaciones, que son los determinantes más importantes de la demanda agregada para la acumulación de capital, la generación de capacidades productivas y el crecimiento de largo plazo, han jugado un papel secundario en el crecimiento económico.

El ciclo actual y sus características responden a los cambios en las economías desarrolladas, que se han plasmado en una disminución de la tasa de crecimiento del PIB tendencial y el estancamiento de la inversión bruta debido al impacto de la crisis financiera mundial. Esto se explica por la incertidumbre respecto de las condiciones económicas y, sobre todo, las incertidumbres de índole política que afectan negativamente las decisiones de inversión del sector corporativo no financiero, pese a las condiciones financieras más estables y favorables.

La debilidad de la demanda agregada mundial ha incidido significativamente en la caída del comercio. Los datos disponibles desde 1990 hasta 2016 muestran que la tasa de crecimiento del comercio a nivel mundial pasó, en promedio, del 7,3% en la década de 1990 al 4,5% en la década de 2000.

El desempeño del comercio responde, en parte, a factores de carácter estructural, como la pérdida de importancia de las cadenas globales de valor, pero también al comportamiento de la demanda agregada. Un ejercicio de descomposición entre estos factores llevado a cabo por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) muestra que en el período 2011-2015 más del 40% de las variaciones del comercio obedecen a la demanda agregada mundial¹.

Pese a los cambios acaecidos en la esfera de la actividad real, la globalización financiera ha seguido su curso. Ha podido resistir los embates de la crisis financiera mundial y la brecha de financiamiento provocada por el impacto de esta crisis en el sistema financiero y, sobre todo, en la banca mundial ha sido cubierta por el dinamismo del mercado de capitales y, en particular, del mercado de bonos. Además, en vista de la caída de sus tasas de beneficio, los bancos mundiales han vuelto a adoptar estrategias basadas, en parte, en el aumento del volumen de derivados y la interconectividad para expandir su rentabilidad.

Este nuevo contexto mundial, caracterizado por un menor dinamismo de la demanda externa y una globalización financiera que sigue su curso, ha llevado a que los impulsos externos hacia la región se transmitan a través de los canales reales, más que de los financieros, y, en particular, a través del canal comercial. Dado el estrecho vínculo entre el comercio y la estructura productiva de las economías, el impacto de los choques externos ha sido heterogéneo en la región. En términos comparativos,

¹ Véase Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), "Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?", *OECD Economic Policy Paper*, N° 18, 2016.

los países productores y exportadores de hidrocarburos y productos minerales han sido los más afectados por el contexto externo, mientras que el impacto en los países centroamericanos ha sido menor.

La globalización financiera ha permitido mantener el dinamismo de los flujos financieros hacia la región con dos consecuencias importantes. Por una parte, la región ha experimentado un rápido aumento del crédito al sector privado con la consecuente expansión de los niveles de deuda de los hogares. Por otra parte, el endeudamiento también ha afectado al sector corporativo no financiero de América Latina, que al igual que ocurrió en otras economías emergentes, aprovechó la creciente importancia de los mercados internacionales de bonos.

El ciclo actual presenta importantes desafíos para el manejo de la coyuntura en el corto plazo y para retomar el crecimiento de mediano y largo plazo de la región. El bajo dinamismo de la demanda agregada a nivel mundial hace difícil que el crecimiento se retome en el corto y mediano plazo a través del sector exportador, como ocurrió en el período anterior 2002-2008. Este argumento se refuerza por la baja elasticidad de las exportaciones de la región hacia el resto del mundo. Finalmente, los ajustes que se hagan en el tipo de cambio pueden resultar poco eficaces para potenciar las exportaciones si existe un estancamiento en la demanda agregada mundial.

Estimular la demanda a través del consumo privado tampoco constituye una opción viable para lograr un crecimiento sostenible de largo plazo. Este tipo de estrategia en un contexto de bajo crecimiento puede conllevar la posibilidad de que una situación de endeudamiento imponga una carga financiera desproporcionada respecto del ingreso, lo que puede generar situaciones insostenibles en el tiempo.

En cuanto al consumo público, aunque un aumento de los déficits fiscales puede incentivar el crecimiento por el lado de la demanda, su impulso es limitado debido al escaso peso que tienen las transacciones gubernamentales en el PIB. Más importante aún, un aumento del déficit fiscal genera mayores necesidades de financiamiento, que suelen conllevar un incremento de la deuda pública. Si esta tiene un componente importante de deuda externa, esto puede incidir en el costo del financiamiento externo en un contexto de bajo crecimiento, así como en la calificación crediticia internacional de las economías de América Latina y el Caribe.

Para retomar el crecimiento de mediano y largo plazo es necesario cambiar la dinámica del ciclo. Para lograrlo es necesario contar con políticas anticíclicas que no solo se centren en reducir las fluctuaciones cíclicas; también deben afrontar el desafío de modificar las características específicas del ciclo que influyen negativamente en el crecimiento y en la estructura productiva de los países de la región. Esto implica fortalecer el marco contracíclico de la política fiscal e impulsar el papel de la inversión pública. Este marco fiscal deber ir acompañado de una política financiera de estabilización del crédito y una política monetaria que apoye el crecimiento de la inversión.

Un análisis comparativo de los ciclos económicos en América Latina y el Caribe en el período 1990-2016

Introducción

- A. Una comparación entre el ciclo actual (2009-2016) y los ciclos anteriores
- B. Las características de la inversión en el ciclo 2009-2016
- C. El comportamiento del consumo
- D. El comportamiento del gasto de gobierno en el período 2009-2016
- E. El comportamiento heterogéneo del ciclo de las exportaciones

Conclusiones

Bibliografía

Anexo II.A1

Anexo II.A2

Introducción

En este capítulo se examinan las características de los ciclos económicos en los países de América Latina y el Caribe en el período comprendido entre 1990 y 2016. El análisis empírico permite distinguir tres ciclos a lo largo del período de estudio. El primero se extiende de 1990 a 2001, el segundo de 2002 a 2008 y el tercero de 2009 a 2016¹.

Al comparar los tres ciclos se observan marcadas diferencias en la importancia relativa de los componentes de la demanda agregada que guían cada uno de ellos. En el último (2009-2016), la importancia relativa de la inversión para explicar la dinámica del ciclo económico es menor que en los ciclos anteriores. En este ciclo, destaca el significativo papel que cumple el consumo privado en la fase ascendente, que es el componente de la demanda agregada que a nivel regional y subregional tiene la mayor duración y amplitud en la fase expansiva del ciclo.

La evidencia muestra que la tasa de crecimiento del consumo en términos reales alcanzó un promedio del 2,7% en el período 1990-2001 y aumentó casi al doble a partir de 2002. La mayor importancia del consumo se explica por el crecimiento del crédito al consumo a partir de la década de 2000. Este fenómeno se destaca con particular relevancia en el caso de Centroamérica². A esto hay que añadir que en la década de 2000 el aumento de los términos de intercambio de América del Sur y el crecimiento de las remesas en el caso de Centroamérica, que redundan en un aumento del ingreso disponible, han desempeñado un papel significativo en el impulso del consumo privado.

Junto con la importancia del consumo privado en la fase expansiva del ciclo 2009-2016 también se detecta una mayor relevancia del gasto de gobierno en esa misma fase. Este comportamiento se explica por los programas anticíclicos que se pusieron en marcha en varios países de América Latina para mitigar el impacto de la crisis financiera mundial (2008-2009) y el incremento del gasto de gobierno como proporción del PIB a partir de 2011, pese a la desaceleración y la caída de los ingresos tributarios que se ha producido en la mayoría de las economías de la región.

Finalmente, el análisis también revela el menor papel que han jugado las exportaciones como impulsor del crecimiento en la fase expansiva del último ciclo, en comparación con los dos ciclos anteriores. No obstante, este hecho estilizado está más influido por el comportamiento de las exportaciones de América del Sur que de Centroamérica.

En el caso de América del Sur, el limitado papel que cumplen las exportaciones se explica por la disminución del comercio en el mundo desde el inicio de la crisis financiera mundial, la caída de los términos de intercambio como efecto del fin del superciclo de las materias primas y la desaceleración del crecimiento económico de algunos de los socios principales de esta subregión, como China.

En el caso de Centroamérica, las exportaciones tienen un papel mucho más significativo en el ciclo. Esta subregión, en promedio, no se especializa en la exportación de materias primas y sus principales socios comerciales son los Estados Unidos y el Canadá, que desde la crisis financiera mundial han logrado mantener tasas de crecimiento relativamente estables.

¹ El período 2001-2008 se asocia al superciclo de las materias primas y es el período de mayor crecimiento que ha experimentado la región desde la década de 1970 (de un 3,7%, en comparación con un 3,2% en el período 1970-1980). El período 1990-2001 se conoce como “la década perdida de América Latina y el Caribe”. En este período la región registró la tasa de crecimiento promedio más baja desde la crisis de la deuda en la década de 1980 (de un 1,6%, en comparación con un -0,8% en el período 1980-1990). Las tasas de crecimiento se calculan sobre la base del PIB per cápita en términos reales. La metodología empleada para el análisis del ciclo se basa en la metodología clásica y se centra esencialmente en la análisis de la duración (medida en trimestres o en meses, según se indique) y la amplitud, medida en porcentajes (véase una explicación más detallada de la metodología empleada en el anexo II.A1). El ciclo actual incluye el impacto de la crisis financiera mundial en la región, que se dejó sentir en 2009, la posterior recuperación en forma de V de la región en su conjunto y sus subregiones en 2010, seguida por la desaceleración que la mayoría de los países han experimentado desde 2011.

² Los países que se incluyen en Centroamérica, en este capítulo, son Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

Otro elemento destacado es la estrecha relación, que se mantiene a lo largo de los tres ciclos, entre la dinámica de la inversión y la dinámica de las importaciones, que se explica por el hecho de que el principal componente de las importaciones lo constituyen los bienes de capital. Estos representan más del 60% del valor de las importaciones totales en la región y en sus subregiones.

La pérdida del peso relativo de la inversión entre los componentes de la demanda agregada a lo largo de este último ciclo disminuye la probabilidad de que las expansiones económicas presionen las cuentas externas, lo que a su vez conlleva ajustes más pausados y menos drásticos en el ciclo.

Sin embargo, este comportamiento de la inversión tiene efectos negativos, ya que el escaso dinamismo de este componente en la fase ascendente del ciclo aunado a la importancia del consumo privado y público implica que el crecimiento económico se sustenta sobre la base de variables que no necesariamente generan como contrapartida un aumento de las capacidades productivas de las economías. La falta de construcción de capacidades en infraestructura y productividad, así como en las bases de la innovación, limita las posibilidades de generar un crecimiento sostenido en el tiempo. Además, el aumento del gasto de gobierno en ausencia de un ingreso correspondiente puede eventualmente redundar en una restricción de financiamiento externo hacia la región.

En lo que sigue del capítulo, se compara el ciclo actual (2009-2016)³ con los dos ciclos anteriores (2002-2008 y 1990-2001) y luego se analizan las características de la inversión en cada ciclo y el comportamiento del consumo, el gasto público y las exportaciones de bienes y servicios, como impulsores del ciclo económico.

³ El ciclo actual continúa y el último año con información disponible que se incluye en el análisis es 2016.

A. Una comparación entre el ciclo actual (2009-2016) y los ciclos anteriores

La comparación del ciclo actual (2009-2016) con los correspondientes a los períodos 1990-2001 y 2002-2008 permite observar diferencias significativas en la importancia relativa de los componentes de la demanda agregada en las fases expansiva y contractiva del ciclo.

La evidencia muestra, en primer lugar, que el ciclo de la inversión ha tendido a atenuarse en el tiempo. El análisis de la fase contractiva en América Latina revela que, en comparación con los otros ciclos, la inversión en el ciclo actual tiene una duración menor o igual y una menor amplitud. La duración promedio de la contracción de la inversión en esta fase del ciclo es de cuatro trimestres en el ciclo 1990-2001 y de dos trimestres en los dos ciclos siguientes. La amplitud de la contracción de la inversión es de un 11,2% en el ciclo actual, menor que la registrada en los dos ciclos anteriores (en el ciclo 1990-2001 fue del 18,5% y en el ciclo 2002-2008 del 13,7%) (véase el cuadro II.1).

A nivel de subregiones dentro de América Latina, la amplitud de la contracción de la inversión en la fase contractiva también es menor en el último ciclo que en los anteriores. En el ciclo 1990-2001, la amplitud de la contracción de la inversión fue del 21,6% en América del Sur y del 15,4% en Centroamérica, y en el último ciclo considerado disminuyó al 13,2% y el 11,2%, respectivamente (véase el cuadro II.2).

Cuadro II.1

América Latina: duración, amplitud y efecto acumulativo de la contracción o expansión del PIB y de los componentes de la demanda agregada, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016

	Cantidad de fases	1990-2001			Cantidad de fases	2002-2008			Cantidad de fases	2009-2016		
		Medianas				Medianas				Medianas		
		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo
Contracción PIB	41	3	3,7	0,059	28	2	2,9	0,036	21	2	2,2	0,070
Consumo	33	2	4,7	0,071	22	2	2,7	0,033	20	2	3,0	0,035
Inversión	52	4	18,5	0,375	55	2	13,7	0,145	60	2	11,2	0,151
Gasto público	55	2	6,3	0,063	40	2	3,2	0,027	30	2	3,3	0,025
Exportaciones	54	2	8,7	0,082	53	2	6,8	0,097	55	2	5,7	0,068
Importaciones	52	3,5	14,7	0,205	41	2	10,7	0,112	55	2	6,5	0,109
Expansión PIB	42	7	8,5	0,319	26	18,5	22,2	2,746	27	20	22,4	1,957
Consumo	34	6,5	10,2	0,262	21	18	25,2	2,521	24	15	21,4	1,372
Inversión	51	4	27,6	0,536	54	4	24,8	0,462	53	4	18,8	0,286
Gasto público	56	4	10,1	0,161	47	5	8,4	0,295	35	8	11,1	0,830
Exportaciones	52	4	17,3	0,322	51	4	16,1	0,402	56	5	11,8	0,282
Importaciones	49	3	20,9	0,314	37	6	23,6	0,723	49	4	13,4	0,302

Fuente: É. Dubois y E. Michaux, "Grocer: an econometric toolbox for Scilab", 2017 [en línea] <http://dubois.ensae.net/grocer.html>.

Cuadro II.2

América del Sur y Centroamérica: duración, amplitud y efecto acumulativo de la contracción o expansión del PIB y de los componentes de la demanda agregada, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016

A. América del Sur

	Cantidad de fases	1990-2001			Cantidad de fases	2002-2008			Cantidad de fases	2009-2016			
		Mediana				Mediana				Mediana			
		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo	
Contracción	PIB	29	3	5,0	0,084	15	2	3,0	0,046	18	2,5	4,2	0,052
	Consumo	26	3	6,0	0,096	15	2	2,7	0,037	16	2	3,4	0,040
	Inversión	34	4	21,6	0,397	30	2	15,6	0,158	31	3	13,2	0,264
	Gasto público	38	2,5	6,7	0,071	24	2	3,2	0,022	15	2	3,2	0,030
	Exportaciones	35	2	9,2	0,083	35	2	6,4	0,065	38	2	6,4	0,073
	Importaciones	34	4	15,9	0,249	24	2	11,8	0,118	34	2,5	8,4	0,178
Expansión	PIB	31	7	8,5	0,319	14	20	26,5	3,904	19	10	16,1	0,849
	Consumo	26	6	10,2	0,228	15	20	25,7	2,707	17	13	23,2	1,326
	Inversión	34	4	27,9	0,525	30	4	29,6	0,604	26	5	25,9	0,522
	Gasto público	38	4	10,3	0,171	30	4	7,7	0,151	19	8	13,2	0,997
	Exportaciones	35	4	16,7	0,351	33	4	17,8	0,394	38	4,5	11,4	0,188
	Importaciones	30	4	20,9	0,444	21	6	26,2	0,843	28	5	12,7	0,330

B. Centroamérica^a

	Cantidad de fases	1990-2001			Cantidad de fases	2002-2008			Cantidad de fases	2009-2016			
		Mediana				Mediana				Mediana			
		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo	
Contracción	PIB	9	2	2,0	0,016	12	2	2,7	0,025	2	1,5	1,4	0,053
	Consumo	6	1,5	1,7	0,012	5	2	1,9	0,029	2	1,5	1,8	0,020
	Inversión	15	2	15,4	0,225	21	2	13,0	0,134	24	2	11,2	0,137
	Gasto público	13	2	7,0	0,035	13	2	4,3	0,060	13	2	3,9	0,021
	Exportaciones	18	2	6,7	0,067	15	2	11,4	0,169	14	2	5,7	0,066
	Importaciones	16	3	10,8	0,149	15	2	8,0	0,086	18	3	4,7	0,074
Expansión	PIB	9	6	8,4	0,149	11	4	9,2	0,255	7	30	29,5	4,137
	Consumo	6	7,5	10,2	0,388	4	11	17,6	1,668	5	29	25,2	3,447
	Inversión	14	3,5	33,2	0,520	20	3,5	23,9	0,325	23	4	17,1	0,220
	Gasto público	14	3,5	12,9	0,191	14	7	13,7	0,346	14	8	10,4	0,637
	Exportaciones	15	3	18,6	0,144	15	6	16,1	0,476	16	6	16,9	0,465
	Importaciones	17	2	16,5	0,189	14	6	19,5	0,552	18	4	13,2	0,228

C. América del Sur sin incluir el Brasil ni Venezuela (República Bolivariana de)

	Cantidad de fases	1990-2001			Cantidad de fases	2002-2008			Cantidad de fases	2009-2016			
		Mediana				Mediana				Mediana			
		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo		Duración (trimestres)	Amplitud (porcentajes)	Efecto acumulativo	
Contracción	PIB	22	3	5,6	0,099	11	2	3,0	0,046	13	2	2,2	0,024
	Consumo	20	3	6,4	0,096	12	2	2,7	0,033	12	1,5	2,6	0,030
	Inversión	29	4	24,1	0,453	27	2	16,4	0,164	29	3	13,2	0,264
	Gasto público	30	2	6,9	0,071	19	2	3,8	0,045	10	2	3,5	0,028
	Exportaciones	27	2	9,5	0,079	26	2	6,1	0,059	33	2	5,6	0,071
	Importaciones	28	4	15,4	0,249	19	2	11,6	0,116	29	2	8,4	0,153
Expansión	PIB	24	8,5	10,6	0,442	11	19	26,6	4,296	15	11	20,9	1,044
	Consumo	20	6,5	10,2	0,228	12	17,5	25,9	2,299	14	11,5	24,3	1,186
	Inversión	28	4	27,9	0,609	27	4	29,7	0,620	24	5	25,9	0,522
	Gasto público	30	4	9,4	0,160	24	4	7,8	0,147	13	8	21,6	1,836
	Exportaciones	27	4,5	17,6	0,371	25	5	18,3	0,406	32	4	11,6	0,188
	Importaciones	25	4	20,0	0,314	18	5,5	25,2	0,783	23	4	12,6	0,256

Fuente: É. Dubois y E. Michaux, "Grocer: an econometric toolbox for Scilab", 2017 [en línea] <http://dubois.ensae.net/grocer.html>.

^a Se incluyen Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

En cuanto a las fases expansivas, una comparación de la inversión en estas fases del ciclo muestra que la duración promedio de la expansión es similar en todos los ciclos (cuatro trimestres) y que, al igual que en la fase contractiva, su amplitud ha tendido a disminuir. En América Latina en su conjunto, esta fue de un 27,6% en el ciclo 1990-2001, un 24,8% en el ciclo 2002-2008 y un 18,8% en el ciclo 2009-2016.

Una segunda diferencia relevante que se aprecia en el último ciclo es que el gasto en consumo privado figura como el componente más importante de la demanda agregada en la fase expansiva. La ganancia acumulativa (medida por el producto entre la amplitud y la duración) del consumo es muy superior a la de la inversión y de las exportaciones.

En tercer lugar, el gasto de gobierno central juega un papel impulsor de la fase expansiva del ciclo actual. Este comportamiento se explica por los programas anticíclicos que varias economías de América Latina adoptaron para mitigar el impacto de la crisis financiera mundial (2008-2009) y el incremento del gasto de gobierno como proporción del PIB a partir de 2011, pese a la desaceleración o la caída de los ingresos tributarios que se ha producido en la mayoría de las economías de esta subregión.

Finalmente, hay que destacar el limitado rol que cumplen las exportaciones como impulsor del crecimiento en la fase expansiva de este ciclo, en comparación con los dos ciclos anteriores. Esto se explica por la caída del comercio a nivel mundial desde el inicio de la crisis financiera de 2008 y 2009, que se ha consolidado en el ciclo actual, la disminución de los términos de intercambio como consecuencia del fin del superciclo de las materias primas y la desaceleración del crecimiento económico de algunos de los principales socios de América Latina.

B. Las características de la inversión en el ciclo 2009-2016

En la región y sus subregiones, la inversión es, en general, la variable de mayor relevancia en el ciclo económico. Un examen detallado de su comportamiento en relación con el resto de las variables incluidas en el análisis permite observar que la inversión tiene cinco características distintivas.

En primer lugar, la duración del ciclo de la inversión en la fase contractiva del ciclo es similar a la duración del ciclo del PIB y del resto de los componentes de la demanda agregada. En cambio, en la fase expansiva el ciclo de la inversión es de menor duración que el ciclo del PIB y, como promedio, que el ciclo del resto de los componentes de la demanda agregada. Según se muestra en los cuadros II.1 y II.2, los ciclos de la inversión duran un 35% menos que los ciclos del PIB, y Centroamérica es la subregión donde se observa la menor duración del ciclo de la inversión (que es un 74% menor que la del ciclo del PIB). En consecuencia, el ciclo completo de la inversión es menor que el ciclo del PIB y que el ciclo del resto de las variables que integran la demanda agregada.

La segunda característica es que la inversión tiende a experimentar una contracción más intensa que la del PIB. Este hecho se registra en América del Sur y Centroamérica, y también en las grandes economías, como el Brasil y México.

En América Latina, en el último ciclo, la amplitud de la contracción de la inversión (11%) en la fase contractiva supera ampliamente la del resto de los componentes de la demanda agregada, que varía en un rango comprendido entre un 2,2% (en el caso del PIB) y un 6,5% (en el caso de las importaciones). A nivel de subregiones dentro de América Latina se produce el mismo fenómeno. En América del Sur, la caída de la inversión en la fase contractiva del ciclo es del 13,2%, mientras que la disminución del PIB alcanza un 4,2%, la del consumo un 3,4%, la del gasto público un 3,2%, la de las exportaciones un 6,4% y la de las importaciones un 8,4%. En suma, la contracción de la inversión aproximadamente triplica la del PIB y los componentes de la demanda agregada. En Centroamérica la inversión se contrae también en proporción de tres a uno en relación con el promedio de los componentes de la demanda agregada.

En el ciclo actual, la caída de la inversión se ha producido de manera progresiva y se ha expandido a través del tiempo a la mayor parte de los sectores. En el cuadro II.3 se presenta la tasa de crecimiento del gasto en activos fijos e inversión de largo plazo de 5.120 empresas de la Argentina, el Brasil, Chile, México y el Perú de 15 sectores de actividad económica en el período 2010-2015. Las cifras muestran que el gasto en activos fijos e inversión de largo plazo ha experimentado una desaceleración progresiva a partir de 2010 hasta transformarse en una contracción generalizada en 2015. La mediana del gasto en activos fijos e inversión de largo plazo pasó de crecer a una tasa positiva del 10,2% en 2010 a una tasa negativa del 5,8% en 2015.

A nivel de sectores, en 2010 solo tres sectores de actividad económica (un 20% del número total) presentaron una reducción del gasto en activos fijos e inversión de largo plazo. En 2013, el gasto en activos fijos e inversión de largo plazo se contrajo en diez sectores (un 67% del total). Finalmente, en 2015 la contracción del gasto en capital fijo e inversión de largo plazo fue generalizada.

Sector	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Automóviles y sus partes	19,9	5,2	7,7	-1,5	0,2	-4,5
Recursos básicos	10,2	4,5	4,0	-0,3	-1,4	-14,8
Productos químicos	11,8	4,5	4,6	1,6	2,1	0,4
Construcción y materiales	-3,5	-3,8	0,0	1,7	8,1	-16,4
Alimentos y bebidas	17,3	7,3	3,0	1,0	-4,7	-5,8
Cuidado de la salud	16,4	4,1	7,0	-2,1	0,2	-3,8
Bienes y servicios industriales	15,6	3,8	4,5	-0,4	-7,6	-5,5
Medios de comunicación	17,8	-4,6	10,4	4,2	3,8	-2,0
Petróleo y gas	-30,7	34,9	9,1	-3,9	-2,2	-2,8
Bienes personales y para el hogar	9,1	-10,1	4,3	-7,6	-6,9	-15,0
Comercio al por menor	20,2	-4,2	9,8	1,5	-2,4	-11,4
Tecnología	7,2	0,5	-11,9	-17,9	13,7	-15,2
Telecomunicaciones	8,9	12,9	-4,3	-3,0	-2,1	-1,8
Viajes y tiempo libre	4,3	-15,1	0,7	-8,0	4,2	-6,9
Utilidades	-0,3	-2,6	-7,8	-7,6	-5,4	-13,4
Mediana	10,2	3,8	4,3	-0,15	-1,4	-5,8

Cuadro II.3

América Latina (promedio de 6 países): tasa de variación nominal del gasto en activos fijos e inversión de largo plazo, 2010-2015^a (En porcentajes)

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

^a Los países considerados son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú, y se incluye un total de 5.120 empresas.

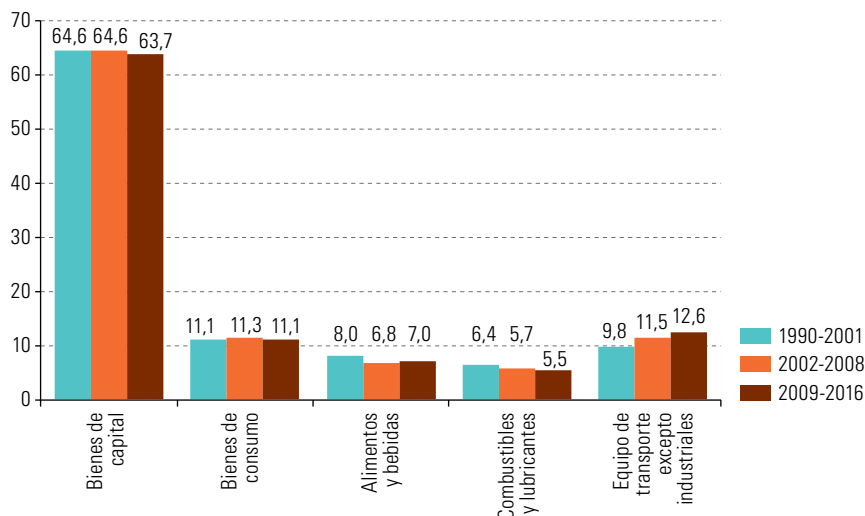
No obstante, como se señaló anteriormente, la amplitud de la contracción de la inversión en la fase contractiva del ciclo ha disminuido a lo largo de los ciclos y en el último de ellos se observa la menor amplitud de todos los ciclos considerados. En América Latina, la amplitud de la contracción de la inversión fue del 18,5% en el ciclo 1990-2001, del 13,7% en el ciclo 2002-2008 y del 11,2% en el ciclo 2009-2016. Esto no solo ocurre en América Latina en su conjunto, sino que también se observa al analizar el comportamiento de la inversión en esta fase del ciclo en América del Sur (donde la amplitud de la contracción de la inversión fue del 21,6%, el 15,6% y el 13,2% en cada uno de los ciclos, respectivamente) y en Centroamérica (donde dicha amplitud fue del 15,4%, el 13,0% y el 11,2%, respectivamente). Del mismo modo, en América del Sur la duración del ciclo contractivo pasó de cuatro trimestres en el ciclo 1990-2001 a dos y tres trimestres en los dos ciclos siguientes.

La mayor amplitud de la contracción de la inversión en relación con la del PIB y otros componentes de la demanda agregada se refleja en un tercer elemento, que es el hecho de que, en general, la pérdida acumulada de la inversión en el ciclo (estimada como el producto de su amplitud por su duración) durante la fase contractiva del ciclo económico supera a la ganancia acumulada en su fase de auge. Para América Latina, la pérdida acumulada durante la fase contractiva equivale a casi dos veces la ganancia acumulada en la fase expansiva. A nivel subregional, se observa el mismo comportamiento, con algunos matices. En Centroamérica y el Caribe se observan la mayor y la menor pérdida acumulada, respectivamente. En tanto, en América del Sur la pérdida acumulada durante la contracción es un 56% superior a la ganancia acumulada en la expansión.

Una cuarta característica surge al comparar la amplitud de la contracción de la inversión con las del PIB y los restantes componentes de la demanda agregada. A nivel de América Latina y las subregiones que la conforman, así como en los casos particulares del Brasil y México, la amplitud de la contracción de la inversión supera la experimentada por esos componentes. La diferencia es notoria al comparar la amplitud de la contracción de la inversión con la del consumo público y privado, que es inferior a la del PIB. En el caso de las exportaciones, la amplitud de la contracción tiende, por lo general, a ser superior a la del PIB, lo que implica que son también un factor importante de la evolución y el comportamiento del PIB en el ciclo.

La quinta característica es que la contracción de la inversión se refleja sobre todo en las importaciones y en menor medida en el consumo. Esto se debe a que los bienes de capital constituyen el principal componente de las importaciones totales de América Latina y el Caribe. Las cifras de los períodos 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016 muestran que, en promedio, cerca del 64% del valor de las importaciones de bienes corresponde a bienes de capital. En cambio, los bienes de consumo constituyen solo una décima parte de las importaciones totales de la región (véase el gráfico II.1).

Gráfico II.1
América Latina y el Caribe: composición de las importaciones totales de bienes, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016
(En porcentajes del valor total)

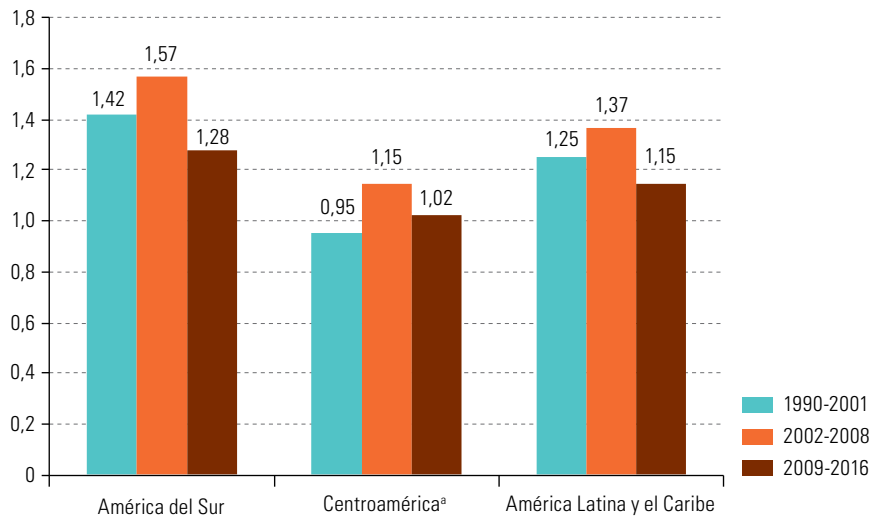


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Base de Datos Estadísticos de las Naciones Unidas sobre el Comercio de Productos Básicos (COMTRADE).

El análisis por subregiones no muestra grandes discrepancias con las estimaciones correspondientes a la región (véase el cuadro II.A2.1 en los anexos). En el caso de América del Sur las importaciones de bienes de capital representan el 62% del valor total, en el de Centroamérica el 55% y en el de México el 69%. Por su parte, la participación de las importaciones de bienes de consumo en estas subregiones llega en promedio al 13,1%, el 18,3% y el 10,2% del total, respectivamente, con un aumento a lo largo de los tres períodos considerados, en los casos de América del Sur y Centroamérica (véase la sección C).

La elasticidad de las importaciones con respecto al PIB ha venido variando a lo largo de los tres ciclos analizados, como reflejo de la dinámica de la inversión, y es menor en el último ciclo. En el caso de América Latina y el Caribe, la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB fue de 1,25 en el período 1990-2001, aumentó a 1,37 en el período 2002-2008 y disminuyó a 1,15 en el último período considerado (2009-2016). La elasticidad de las importaciones con respecto al PIB de América del Sur sigue un patrón de evolución similar (fue de 1,42, de 1,57 y de 1,28, respectivamente, en los tres períodos considerados). En el caso de Centroamérica, la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB ha tendido a aumentar a través de los tres períodos analizados (fue de 0,95, de 1,15 y de 1,02, respectivamente) (véase el gráfico II.2).

Por otra parte, un análisis más detallado, en que se distingue el comportamiento de las importaciones según la fase del ciclo económico, muestra que la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB es menor en la fase contractiva del ciclo que en la fase expansiva. Como promedio de América Latina, la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB es de 1,60 en la fase expansiva y de 1,58 en la fase contractiva del ciclo. En el caso de América del Sur la diferencia es aún más notoria (1,79 en la fase expansiva y 1,67 en la fase recesiva) (véase el gráfico II.3).

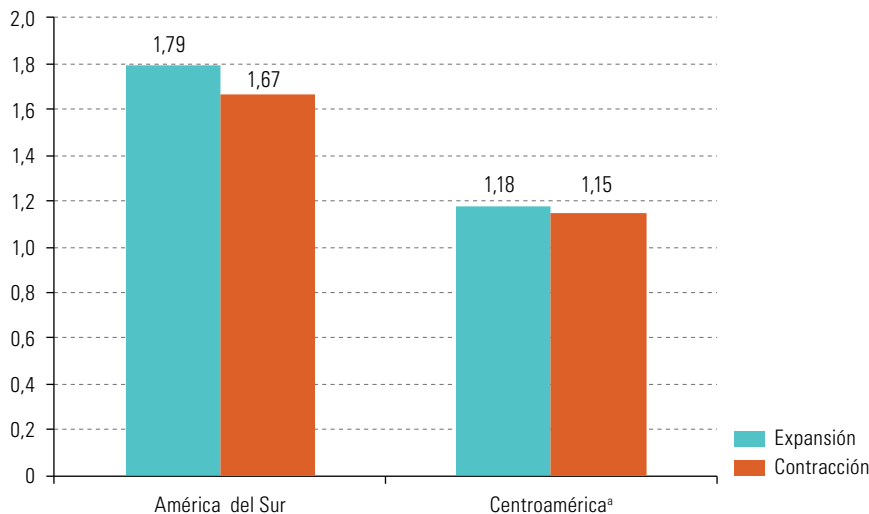
**Gráfico II.2**

América Latina y el Caribe: elasticidad de las importaciones de bienes y servicios con respecto al PIB, promedios, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016

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

Nota: Para calcular la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB se utilizó el método de Engle y Granger (1987), que consiste en validar que las series de PIB e importaciones sean estacionarias en primeras diferencias, $I(1)$. De ser así, se estima un modelo a través de mínimos cuadrados ordinarios con la forma funcional $\ln(\text{Impor}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{PIB}) + \varepsilon$. Si los residuos de la regresión (ε) resultan ser $I(0)$, entonces se concluye que las variables cointegran y β_1 se interpreta como la elasticidad de largo plazo de las importaciones con respecto al PIB.

^a Se incluyen Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

**Gráfico II.3**

América del Sur y Centroamérica: elasticidad de las importaciones con respecto al PIB en las distintas fases del ciclo económico, 1990-2016

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

Nota: Para calcular la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB durante las fases de contracción y expansión se creó una variable ficticia (*dummy*) que toma el valor 1 cuando hay una fase expansiva y el valor 0 en las fases contractivas. Esta variable se multiplicó por el PIB para hallar la elasticidad durante los períodos de expansión. A través del método de Engle y Granger (1987) se determinó la existencia de cointegración entre las variables PIB e importaciones. En primer lugar, mediante la prueba Dickey Fuller aumentada se validó si ambas series eran $I(1)$. En segundo lugar, si ambas series eran $I(1)$, entonces se estimaba un modelo por mínimos cuadrados ordinarios de la forma: $\ln(\text{import}) = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 \ln(\text{PIB}) + \beta_3 \ln(\text{PIB}) * D + \varepsilon$. En tercer lugar, se validó si los errores (ε) eran $I(0)$ y, de ser así, se concluyó la existencia de cointegración entre las variables. El parámetro β_2 representa la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB en los períodos de contracción; $(\beta_2 + \beta_3)$ representa la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB en los períodos de expansión; finalmente, β_3 representa la diferencia entre la elasticidad en la fase de expansión y la elasticidad en la fase de contracción.

^a Se incluyen Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

C. El comportamiento del consumo

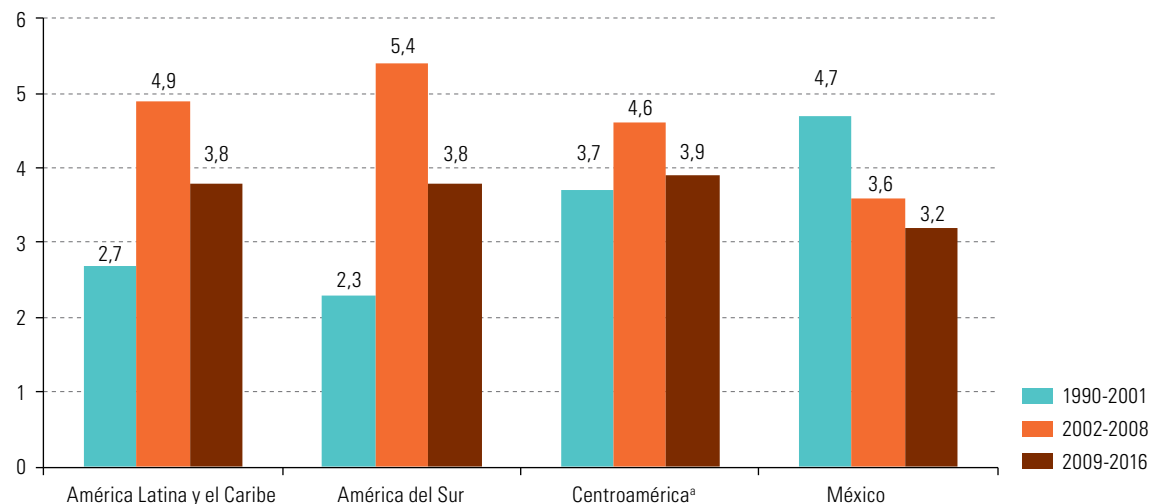
El ciclo actual (2009-2016) y el ciclo anterior (2002-2008) comparten una característica en común: la importancia del consumo privado en la fase expansiva del ciclo. Este fenómeno se observa en América Latina en su conjunto, así como en América del Sur y Centroamérica. Tanto en el caso de América del Sur como en el de Centroamérica el consumo es el componente de la demanda agregada que tiene la mayor duración en la fase expansiva del ciclo y el mayor efecto acumulativo. Además, una comparación entre ambas subregiones muestra que en el último ciclo el impacto relativo del consumo es mayor en el caso de Centroamérica que en el de América del Sur.

En suma, en los ciclos 2002-2008 y 2009-2016 las fases expansivas del consumo tuvieron una duración de 20 y 13 trimestres, respectivamente, en el caso de América del Sur y de 11 y 29 trimestres, respectivamente, en el caso de Centroamérica. Por su parte, los efectos acumulativos de dichos ciclos fueron de 2,7 y 1,3, respectivamente, en el caso de América del Sur, y de 1,66 y 3,44, respectivamente, en el caso de Centroamérica.

Estos resultados reflejan el dinamismo que adquirió el consumo a partir de la década de 2000. La tasa de crecimiento del consumo en América Latina y el Caribe alcanzó un promedio en términos reales de un 2,7% en el período 1990-2001, aumentó a casi el doble en el período 2002-2008 (llegando a un 4,9%) y mantuvo un impulso notorio en el período 2009-2016 (cuando fue de un 3,8%) (véase el gráfico II.4). A nivel de subregiones, la expansión más significativa del consumo se registró en América del Sur (la tasa de crecimiento fue del 2,3% en el período 1990-2001, del 5,4% en el período 2002-2008 y del 3,8% en el período 2009-2016). En Centroamérica también se produjo un alza de la expansión del consumo entre las décadas de 1990 y de 2000, menos pronunciada pero más consistente en el tiempo (las tasas de crecimiento fueron del 3,7%, el 4,6% y el 3,9%, respectivamente, en los tres períodos considerados).

Gráfico II.4

América Latina y el Caribe (subregiones seleccionadas): tasa de variación promedio del consumo privado en términos reales, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016
(En porcentajes)



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

^a Se incluyen Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

Esto también se refleja en el dinamismo que adquirieron las importaciones de bienes de consumo. Entre el ciclo 1990-2001 y los ciclos posteriores se produjo un aumento de las importaciones de bienes de consumo en América del Sur y, sobre

todo, en Centroamérica. En América del Sur, la participación de las importaciones de bienes de consumo aumentó del 12,6% del valor total en el período 1990-2001 a más del 13% en los períodos 2002-2008 y 2009-2016. En Centroamérica, el aumento fue del 13,9% a más del 20% entre los mismos períodos.

El comportamiento del consumo en la fase expansiva del ciclo se explica, por una parte, por el aumento del crédito al sector privado y, en particular, del crédito al consumo. A continuación se muestra la tasa de crecimiento del crédito bancario al consumo en América del Sur y en Centroamérica en el período 2000-2008, el año 2009 y el período 2010-2016 (véase el gráfico II.5) y su participación en el total del crédito otorgado en el período 2002-2016 (véase el gráfico II.6). En el gráfico II.5 se puede observar que la tasa de crecimiento del crédito al consumo aumentó en ambas subregiones entre 2000 y 2008, luego disminuyó en 2009 y posteriormente volvió a incrementarse en el período 2010-2016.

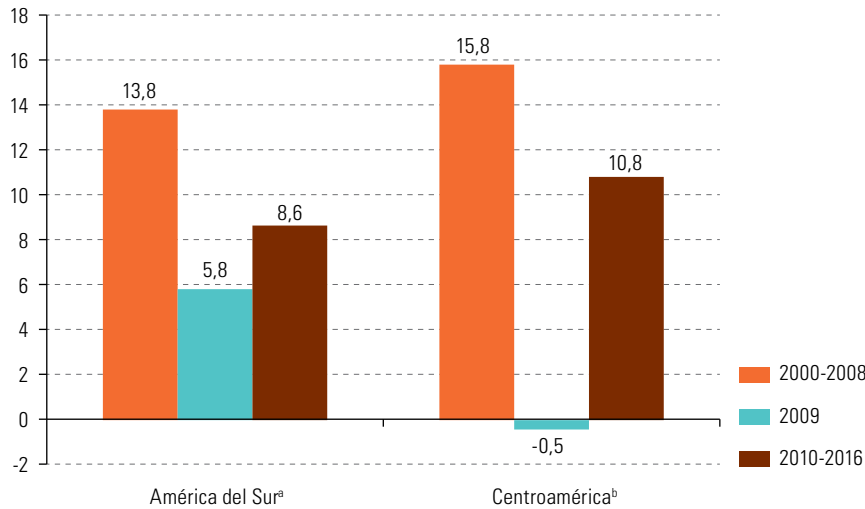


Gráfico II.5
América del Sur y Centroamérica: tasa de variación del crédito al consumo, mediana, período 2000-2008, 2009 y período 2010-2016 (En porcentajes)

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

^a Los países incluidos son: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

^b Los países incluidos son: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

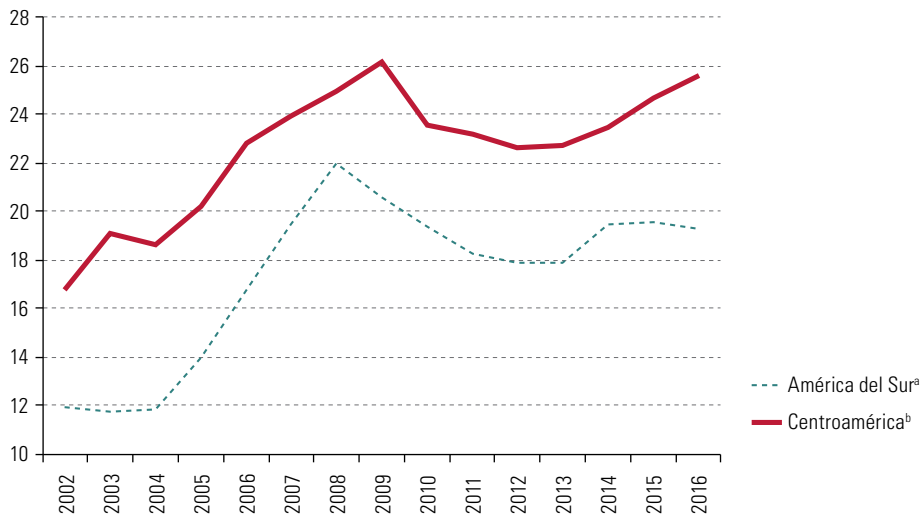


Gráfico II.6
América del Sur y Centroamérica: participación del crédito al consumo en el total del crédito otorgado por la banca comercial, mediana, 2002-2016 (En porcentajes)

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

^a Los países incluidos son: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

^b Los países incluidos son: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

No obstante, la recuperación de la tasa de crecimiento del crédito al consumo a partir de 2009 fue mucho mayor en Centroamérica que en América del Sur. Asimismo, en el periodo 2010-2016 la tasa de crecimiento promedio del crédito al consumo fue superior en Centroamérica (10,8%) que en América del Sur (8,6%). De la misma manera, la participación del crédito al consumo de Centroamérica fue mayor que la de América del Sur y mostró una tendencia más pronunciada al aumento a partir de 2012 (véase el gráfico II.6).

Existe un segundo factor que explica el comportamiento del consumo en América del Sur y Centroamérica. Se trata del papel que desempeñan los términos de intercambio y los flujos de remesas. Ambos factores inciden en el ingreso nacional bruto disponible (véase el recuadro II.1).

Recuadro II.1

Producto interno bruto (PIB) e ingreso nacional bruto disponible

El ingreso nacional bruto disponible (IN_t) puede expresarse como el producto interno bruto (PIB_t) más el pago neto de factores al resto del mundo ($PNRM_t$), las transferencias corrientes (TC_t) y el efecto de la relación de términos de intercambio (ETI_t). Es decir:

$$(1) IN_t = PIB_t + PNRM_t + TC_t + ETI_t$$

El efecto de la relación de términos de intercambio es igual al volumen de exportaciones (o exportaciones a precios constantes) de bienes y servicios (X_t) multiplicado por la variación del índice de precios del intercambio:

$$(2) ETI_t = X_t \frac{(P_x - P_m)}{P_m} = X_t \left(\frac{P_x}{P_m} - 1 \right)$$

Donde P_x , P_m índices de precio unitario de las exportaciones y de las importaciones.

Utilizando la ecuación (2) para sustituir ETI_t en la ecuación (1) se obtiene:

$$(3) IN_t = PIB_t + PNRM_t + TC_t + X_t \left(\frac{P_x}{P_m} - 1 \right)$$

De acuerdo con la ecuación (3), una mejora de los términos de intercambio ($\Delta \frac{P_x}{P_m}$) se traduce, si los demás factores se mantienen sin variación, en un aumento del ingreso nacional bruto disponible (IN_t). A partir de la ecuación (3) se puede descomponer la diferencia entre el ingreso nacional bruto disponible (IN_t) y el producto interno bruto (PIB_t) en el pago neto de factores al resto del mundo ($PNRM_t$), las transferencias corrientes (TC_t) y el efecto de la relación de términos de intercambio (ETI_t). En el caso de América Latina y el Caribe, el efecto de la relación de términos de intercambio (ETI_t) es el principal factor explicativo de dicha diferencia.

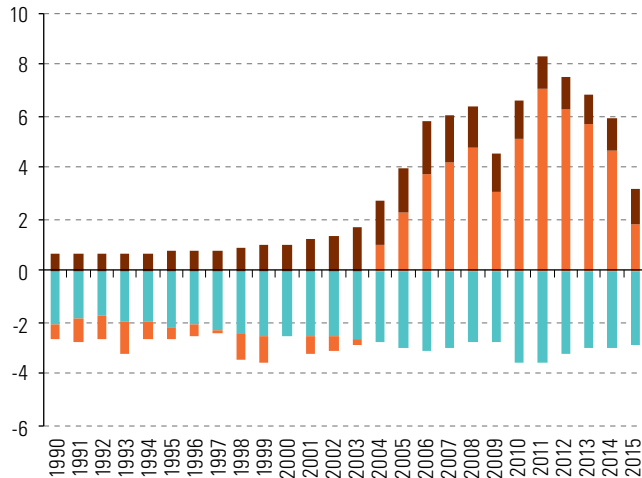
Fuente: O. Kacef y S. Manuelito, "El ingreso nacional bruto disponible en América Latina: una perspectiva de largo plazo", *serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 69 (LC/L.2982-P/E), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2008.

En América Latina, el ingreso nacional bruto disponible se mantuvo por debajo del valor del PIB entre 1990 y 2003. En 2004 la relación se invirtió y el ingreso nacional bruto disponible comenzó a superar el valor del PIB, lo que se extendió hasta 2014; la mayor parte de la diferencia correspondió al efecto de la relación de términos de intercambio, que llegó a su máximo en 2011, cuando representó el 7% del PIB. La evolución creciente de los términos de intercambio se mantuvo entre 2005 y 2011, y a partir de entonces el efecto de los términos de intercambio fue perdiendo participación en el PIB, hasta llegar al 1,83% en 2015. En América del Sur, a partir de 2006 el ingreso nacional bruto disponible empezó a superar al PIB debido al aumento del efecto de la relación de términos de intercambio, que llegó a representar el 8,23% del PIB regional en 2011, año a partir del cual dicha participación empezó a decrecer, hasta llegar al 3,36% en 2015 (véase el gráfico II.7).

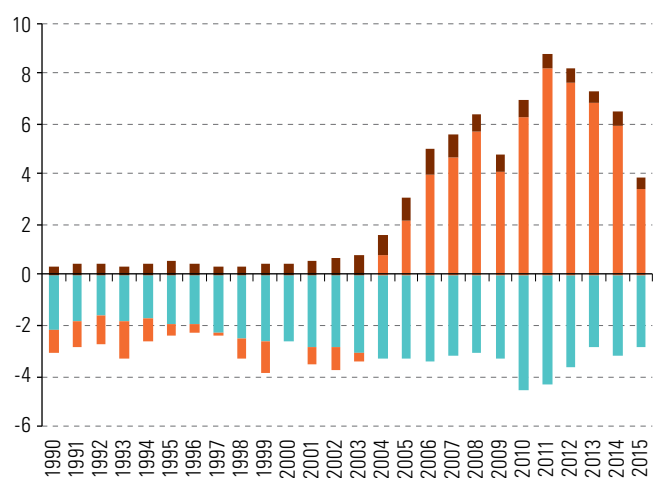
Gráfico II.7

América Latina (subregiones seleccionadas) y México: descomposición del ingreso nacional bruto, por componentes, 1990-2015
(En porcentajes del PIB)

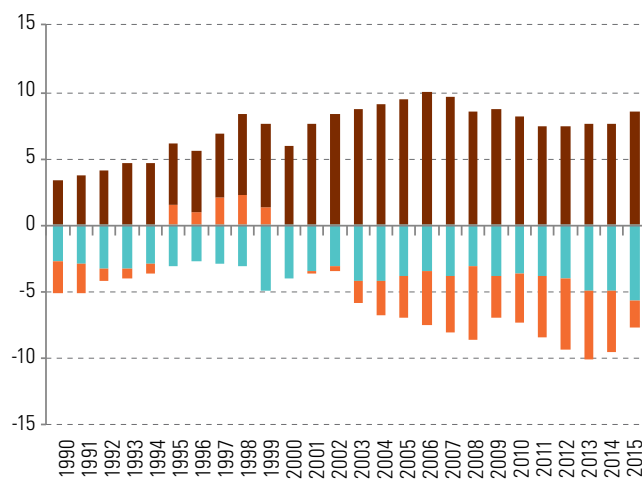
A. América Latina



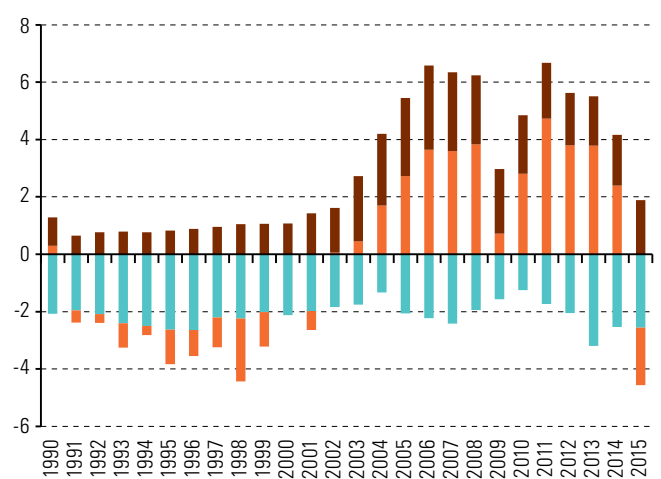
B. América del Sur



C. Centroamérica^a



D. México



■ Transferencias corrientes netas (= balance de transferencias corrientes) ■ Efecto de la relación de términos de intercambio
■ Pagos netos de factores al resto del mundo (= balance de renta)

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

^a Se incluyen Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

Centroamérica presentó un aumento de las transferencias corrientes netas como porcentaje del PIB a partir de 2000. En el período 1990-2000, estas transferencias se mantuvieron en una proporción promedio en torno al 5% del PIB, mientras que en el período 2001-2015 llegaron a un promedio del 8,5% del PIB. Este aumento de las transferencias se vio compensado por el efecto negativo de la relación de términos de intercambio, sobre todo a partir de 2003, de modo que no se han presentado períodos sostenidos de diferencia significativa entre el PIB y el ingreso nacional bruto disponible.

Por su parte, México se benefició en el período 2002-2014 tanto de un efecto positivo de los términos de intercambio como de un aumento de las remesas. En este período, el efecto de los términos de intercambio representó en promedio un 2,3% del PIB, mientras que las transferencias corrientes netas se situaron en un 2,8% del PIB.

D. El comportamiento del gasto de gobierno en el período 2009-2016

La importancia del gasto público durante el período 2009-2016 responde a dos tipos de consideraciones. En primer lugar, varios países de la región (incluidos el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, el Perú y el Uruguay) adoptaron políticas contracíclicas de aumento del gasto público para enfrentar el impacto de la crisis financiera mundial de 2008 y 2009. Los paquetes contracíclicos también incluyeron medidas de carácter impositivo. En los casos del Brasil, Chile, México y el Perú se aplicaron planes discrecionales de estímulo que representaron un 3,2%, un 1,8%, un 1,7% y un 3,5% del PIB, respectivamente. Las medidas se dirigieron a otorgar facilidades de financiamiento empresarial, reducción de impuestos y aumento de las ayudas por desempleo, así como a la inversión en infraestructura. En otros países, como Colombia y el Uruguay, no se implementaron programas discrecionales de estímulo, pero no se redujeron los niveles de gasto público y a la vez se priorizaron los gastos de inversión en infraestructura y de tipo social (véase el recuadro II.2).

Recuadro II.2

Medidas contracíclicas seleccionadas para atenuar los efectos de la crisis financiera mundial en países seleccionados de América Latina

Brasil

2009 El estímulo económico se dio a través de tres canales principales. Primero, a fin de evitar una crisis crediticia, el Tesoro autorizó un crédito al Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) de 43.730 millones de dólares (3,2% del PIB). La tasa de interés a largo plazo cobrada por este crédito se redujo del 2,5% al 1% en abril de 2009, con lo que disminuyó el costo para el BNDES y las empresas. Asimismo, el BNDES anunció la flexibilización de las reglas de préstamos para inversiones y para capital de trabajo, y la ampliación del financiamiento específico para vehículos de trabajo usados. Se extendió una línea de crédito adicional del BNDES para los estados de 1.750 millones de dólares.

En segundo lugar, se implementó un paquete de medidas fiscales discrecionales, consistentes en exenciones tributarias (para impuestos a la renta personal, compras de vehículos, transacciones financieras, importaciones de bienes de capital y compras de materiales de construcción), así como transferencias a grupos vulnerables, un programa de subsidios hipotecarios y el aumento de la duración de las prestaciones por desempleo.

En tercer lugar, se aprobaron aumentos del gasto público en inversiones del Gobierno. Se aprobó la creación de un fondo soberano cuyo monto inicial sería de un 0,5% del PIB (alrededor de 5.000 millones de dólares) para dotar al país de un ahorro que permita compensar las oscilaciones económicas en el futuro, así como financiar la internacionalización de empresas brasileñas.

2010-2011 El Gobierno central continuó proporcionando cantidades decrecientes de préstamos de políticas al Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) (2,7% del PIB en 2010, 1,0% del PIB en 2011 y 1,5% del PIB en 2012). Para su financiamiento se emitirían títulos públicos del tesoro nacional. En 2011 se mantuvieron reducciones impositivas para bienes de capital, vehículos de transporte y material de construcción, y en los impuestos a las personas físicas e inversionistas extranjeros.

Chile

2009 En 2009 se promulgó un paquete de medidas de estímulo fiscal que incluyó: el aumento del gasto en varios programas temporales (un 0,5% del PIB en obras públicas, un 0,16% del PIB para una asignación única en efectivo dirigida a los hogares de bajos ingresos y un 0,13% del PIB destinado a un aumento temporal de los subsidios para capacitación); varias reducciones de impuestos (una disminución temporal de los pagos del impuesto sobre la renta de las empresas, equivalente a un 0,33% del PIB, y una aceleración de los reembolsos del impuesto sobre la renta de las personas físicas, por un 0,16% del PIB), y la eliminación temporal del impuesto de timbres y estampillas (0,45% del PIB). Las medidas incluyeron asimismo la recapitalización del estatal Banco Estado y de la Corporación Nacional del Cobre de Chile (CODELCO), así como el aumento de capital de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) y del Fondo de Garantías para Pequeños Empresarios (FOGAPE), que también apoyan el financiamiento a los exportadores y las pequeñas empresas. El estímulo fiscal se estima en un 2,8% del PIB. El Gobierno también promulgó reformas más permanentes para apoyar el empleo y atenuar el impacto de los despidos en la economía.

Recuadro II.2 (conclusión)

Colombia	
2009-2010	No hubo un programa de estímulo discrecional, pero se hizo un esfuerzo por priorizar el gasto en infraestructura y social. Se creó un fondo de infraestructura por un monto de 500 millones de dólares, por hasta 12 años.
México	
2009	El paquete de estímulo anunciado a principios de 2009 incluía subsidios al empleo, beneficios adicionales de salud y transferencias de ingresos para los desempleados y otro apoyo a los ingresos de los ciudadanos más pobres, que representaba alrededor del 0,2% del PIB. Las medidas también incluyeron inversiones adicionales en infraestructura (0,74% del PIB) y mayores inversiones de la petrolera estatal PEMEX y los estados (0,26% del PIB). La magnitud del paquete de estímulo fiscal total fue de alrededor del 1,7% del PIB. Si bien muchas medidas de estímulo fueron diseñadas para ser temporales (como los subsidios al empleo y las transferencias sociales), el apoyo en materia de los precios de la energía estaba vinculado al desarrollo de los precios del petróleo y no tenía una cláusula de expiración clara.
Perú	
2009	En enero de 2009, el Gobierno lanzó un paquete semestral de estímulo fiscal por un monto del 3,5% del PIB como promedio del periodo 2009-2010. La mayor parte del estímulo se destinó a inversiones en infraestructura y una pequeña cuota se dirigió a financiar medidas de protección social. Se introdujeron reducciones en los impuestos a las transacciones financieras y la disminución de la alícuota del impuesto general a las ventas.
Uruguay	
2009	No se puso en marcha ningún programa importante de estímulo discrecional. Sin embargo, se mantuvo el fuerte crecimiento de los gastos corrientes, en particular de las transferencias de asistencia en materia de salud y los desembolsos destinados a pensiones (debido a las reformas implementadas en el periodo 2007-2008). También se implementaron medidas de reducción y exoneración tributaria para impulsar el empleo y el crecimiento económico.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), "La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: seguimiento a las medidas de política, actualización al 31 de diciembre de 2011", Santiago, abril de 2012; "La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de diciembre de 2009" (LC/L.3025/Rev.6), Santiago, enero de 2010; Fondo Monetario Internacional (FMI), International Financial Statistics (IFS) [en línea] <http://www.imf.org/external/data.htm> y "Política fiscal en América Latina: lecciones y legados de la crisis financiera mundial", *Documentos de Análisis del Personal Técnico del FMI*, N° 15/6, 2015 [en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Fiscal-Policy-in-Latin-America-Lessons-and-Legacies-of-the-Global-Financial-Crisis-42856>.

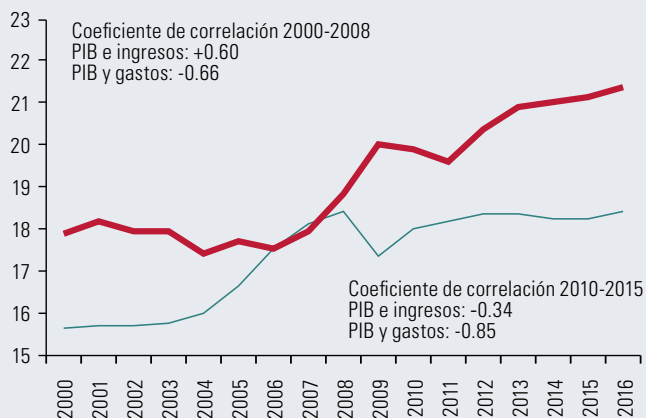
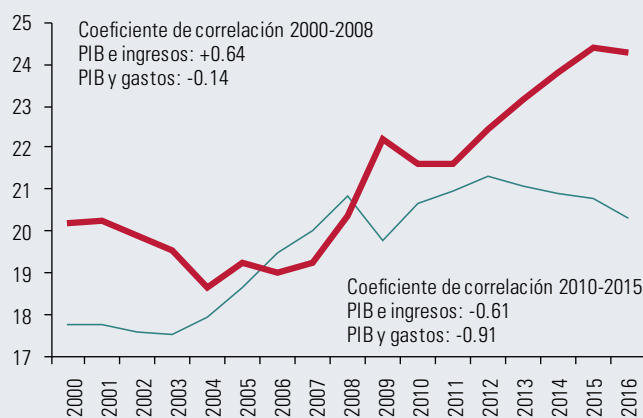
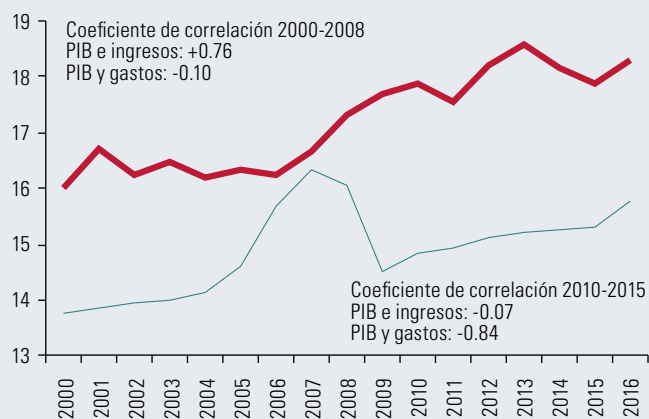
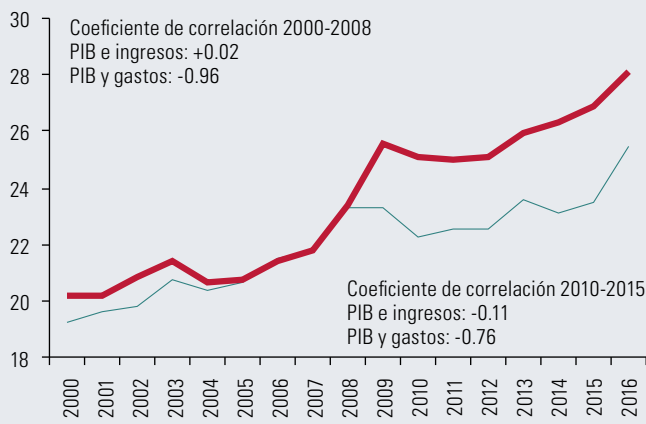
Las cifras muestran que entre el período 2002-2008 y el año 2009, el gasto de gobierno, como proporción del PIB, aumentó del 17,9% al 20,0% en América Latina, del 16,5% al 17,7% en Centroamérica y del 19,4% al 22,2% en América del Sur. La contraciclicidad se refleja en que los coeficientes de correlación entre la tasa de crecimiento del PIB y el gasto de gobierno como proporción del PIB son negativos tanto en el caso de América Latina como de las subregiones mencionadas (el coeficiente de América Latina es -0,66, el de América del Sur -0,14 y el de Centroamérica -0,10) (véase el gráfico II.8)⁴.

En segundo lugar, luego de una disminución del gasto de gobierno registrada en todas las subregiones entre 2009 y 2011, los países han vuelto a aumentar el gasto, en promedio, pese a la desaceleración económica que se ha producido en la mayoría de ellos a partir de 2011, que ha afectado negativamente la recaudación. Las cifras muestran que entre 2011 y 2015 el gasto público como proporción del PIB aumentó, en promedio, del 19,6% al 21,4% en la región en su conjunto. A nivel de subregiones, América del Sur presenta el mayor aumento, del 21,6% al 24,3% del PIB entre 2011 y 2015. Por su parte, en la subregión conformada por Centroamérica se registró un aumento promedio del 17,6% al 18,3% del PIB entre esos dos años.

⁴ Si se considera el período 2000-2009, los coeficientes de correlación entre PIB y gastos toman valores de -0,71 para América Latina, -0,77 para América del Sur, -0,48 para Centroamérica y -0,67 para México.

Gráfico II.8

América Latina (subregiones seleccionadas): ingresos y gastos totales del gobierno central, 2000-2016
(En porcentajes del PIB)

A. América Latina**B. América del Sur^a****C. Centroamérica^b****D. México**

— Ingresos — Gastos

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

^a Los países incluidos son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

^b Los países incluidos son: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

E. El comportamiento heterogéneo del ciclo de las exportaciones

La importancia de las exportaciones como motor del crecimiento ha disminuido sobremanera en el último ciclo. En América Latina, la amplitud en la fase expansiva del ciclo se situó en un 17,3% y un 16,1% en los ciclos correspondientes a los períodos 1990-2001 y 2002-2008, respectivamente, y luego cayó a un 11,8% en el último ciclo (2009-2016).

Un análisis más detallado a nivel de subregiones muestra que este comportamiento refleja principalmente la evolución de las exportaciones de América del Sur, ya que la importancia de las exportaciones de Centroamérica en el ciclo ha aumentado a lo largo del tiempo y no se registra una disminución significativa en el último ciclo. El efecto acumulativo de las exportaciones de Centroamérica pasó del 14,4% en el primer ciclo (1990-2001) al 47,6% en el segundo (2002-2008) y el 46,5% en el último (2009-2016).

Esta diferencia entre el desempeño exportador de América del Sur y de Centroamérica se explica por la composición de las exportaciones de cada una de estas subregiones y por la diferencia en cuanto a sus países de destino. El análisis de la composición de las exportaciones de América del Sur muestra que los recursos naturales representan el grueso de las ventas externas de esta subregión. Además, una parte significativa de las exportaciones se destina a China.

Por una parte, la pérdida de importancia de las exportaciones se explica por la caída de los precios de las materias primas y, por ende, de los términos de intercambio. Un análisis de las características de los ciclos de los precios de las materias primas (minerales, energía y productos agrícolas) muestra que en el último ciclo (período 2009-2016) se produjo la mayor contracción de los tres ciclos considerados, tanto en términos de amplitud como de duración. Al comparar las cifras de la fase contractiva del ciclo, se observa que en el ciclo 1990-2001 los precios de los minerales, la energía y los productos agrícolas presentan una amplitud del -36%, el -54% y el -21%, respectivamente, en tanto que en el último ciclo la amplitud fue del -48%, el -71% y el -26%, respectivamente (véase el cuadro II.4).

Cuadro II.4

Duración y amplitud de los ciclos de los precios de los minerales, la energía y los productos agrícolas, datos mensuales, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016
(En meses y porcentajes)

		Expansión		Contracción	
		Duración (meses)	Amplitud (porcentajes)	Duración (meses)	Amplitud (porcentajes)
1990-2001	Minerales	10,25	29	17,75	-36
	Energía	27,7	60	21	-54
	Productos agrícolas	12,7	13	25	-21
2002-2008	Minerales	67	138	...	...
	Energía	...	...	...	...
	Productos agrícolas	44	71	7	-10
2009-2016	Minerales	6	14	26,5	-48
	Energía	15	16	21	-71
	Productos agrícolas	7	8	26	-26

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators, 2017 [en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators> y É. Dubois y E. Michaux, "Grocer: an econometric toolbox for Scilab", 2017 [en línea] <http://dubois.ensae.net/grocer.html>.

Fuera de los efectos de los precios (capturados por los indicadores de los ciclos de los precios de materias primas seleccionadas), los efectos del ingreso también explican el comportamiento de las exportaciones a nivel subregional.

Casi la mitad de las exportaciones de la subregión conformada por Centroamérica (un 47,3% de su valor total en 2015) se destina a los Estados Unidos y el Canadá (véase el cuadro II.A2.2 en los anexos). Ambos países han logrado mantener tasas de crecimiento relativamente estables luego de los efectos de la crisis financiera mundial que se dejaron sentir en 2008 y, sobre todo, en 2009⁵. Esto ha favorecido el desempeño exportador de esta subregión.

En cambio, las exportaciones de América del Sur se han visto afectadas por la disminución del crecimiento de China, su principal socio comercial, que en los períodos considerados fue del 9,7% (1990-2001), el 11,0% (2002-2008) y el 8,5% (2009-2015). Como principal destino de las ventas externas de América del Sur, China concentró el 14,2% del valor total de las exportaciones de esta subregión en 2015 (véase el cuadro II.A2.2 en los anexos).

Conclusiones

Al comparar la dinámica de los ciclos 1990-2001 y 2002-2008 con la del ciclo más reciente, que cubre el período 2009-2016, se aprecia que la dinámica de este último se sustenta sobre todo en el consumo y también, aunque en menor medida, en el gasto de gobierno, más que en componentes como la inversión y las exportaciones, que impulsaron la demanda agregada en los otros ciclos.

Estas características imponen desafíos para el manejo de la coyuntura en el corto plazo. En un contexto de desaceleración económica como el que caracteriza a la mayoría de los países de la región, el crecimiento del consumo se basa, en parte, en la expansión del crédito. Esto plantea preocupaciones relacionadas con el crecimiento de la deuda y su sustentabilidad en el tiempo y también genera interrogantes respecto al rol que debería desempeñar en el crecimiento económico.

Por su parte, el crecimiento del gasto de gobierno no ha ido acompañado de un aumento de los ingresos, lo que ha ensanchado la brecha fiscal en la mayoría de las economías de América Latina. Si bien mayores déficits fiscales pueden incentivar el crecimiento por el lado de la demanda, su impulso es limitado debido al bajo peso que tienen las transacciones gubernamentales en el PIB.

Más importante aún, un aumento del déficit fiscal genera mayores necesidades de financiamiento, que suelen conllevar un incremento de la deuda pública. Si esta tiene un componente elevado de deuda externa, esto puede incidir en el costo del financiamiento externo en un contexto de bajo crecimiento y en la calificación crediticia internacional de las economías de América Latina y el Caribe.

Debido al crecimiento moderado de las importaciones, varias de las economías de América Latina y el Caribe no han experimentado en este ciclo restricciones externas vinculantes por el lado de la cuenta corriente, como fue el caso en otros ciclos. No obstante, pueden enfrentar mayores restricciones financieras externas, lo que incide en el resultado de la balanza de pagos.

Las características del ciclo actual también plantean interrogantes en relación con el sostenimiento del crecimiento en el mediano y largo plazo. El comportamiento cíclico afecta la trayectoria de crecimiento de mediano y largo plazo, esencialmente a

⁵ En 2009, los PIB de los Estados Unidos y el Canadá registraron contracciones del 2,8% y el 2,9%, respectivamente; en el período 2010-2015 los promedios de su tasas de crecimiento fueron del 2,9% (con una desviación estándar del 0,4%) y el 2,3% (con una desviación estándar del 0,8%), respectivamente.

través de la dinámica de la inversión, que se ha caracterizado en el ciclo actual por un comportamiento menos dinámico que en el pasado.

Menores niveles inversión no solo se traducen en una menor capacidad productiva instalada, sino que además un bajo crecimiento puede por sí mismo inhibir el proceso de inversión. La inversión se caracteriza por un elevado grado de irreversibilidad. Esto significa que las decisiones de inversión perduran en el tiempo, ya que las empresas o firmas no pueden desinvertir (o lo pueden hacer con un alto costo o muy gradualmente, a través de la depreciación de los activos inmovilizados) y el gasto en inversión se transforma así en un costo irre recuperable (*sunken cost*). La irreversibilidad puede transformarse en un importante factor determinante de la propia decisión de no invertir en un ciclo de bajo crecimiento como el actual, debido a los riesgos asociados a la inversión en esa fase, como la incertidumbre del contexto macroeconómico futuro.

Los bajos niveles de inversión también inciden negativamente en la productividad. La inversión y la productividad tienen una asociación positiva. A medida que se acumula capital, las sucesivas unidades del acervo de capital que se van utilizando en el proceso productivo incorporan mayor progreso tecnológico e innovación. De esta manera, la acumulación de capital se asocia a aumentos de la productividad. La desaceleración de la inversión debilita esta asociación positiva.

Bibliografía

- Bry, G. y C. Boschan (1971), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programmes*, Nueva York, National Bureau of Economic Research (NBER).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2016), *Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible* (LC/G.2660/Rev.1), Santiago.
- _____(2012), “La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: seguimiento a las medidas de política, actualización al 31 de diciembre de 2011”, Santiago, abril.
- _____(2010), “La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de diciembre de 2009” (LC/L.3025/Rev.6), Santiago, enero.
- Dubois, E. y E. Michaux (2017), “Grocer: an econometric toolbox for Scilab” [en línea] <http://dubois.ensae.net/grocer.html>.
- Engle, R. y C. Granger (1987), “Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing”, *Econometrica*, vol. 55, N° 2.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2017), International Financial Statistics (IFS) [en línea] <http://www.imf.org/external/data.htm>.
- _____(2015), “Política fiscal en América Latina: lecciones y legados de la crisis financiera mundial”, *Documentos de Análisis del Personal Técnico del FMI*, N° 15/6 [en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Fiscal-Policy-in-Latin-America-Lessons-and-Legacies-of-the-Global-Financial-Crisis-42856>.
- Kacef, O. y S. Manuelito (2008), “El ingreso nacional bruto disponible en América Latina: una perspectiva de largo plazo”, *serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 69 (LC/L.2982-P/E), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Anexo II.A1

Metodología para el análisis de los ciclos

La metodología usada es la del ciclo clásico. Esta consiste en identificar los puntos de inflexión (máximos y mínimos) de la serie del producto interno bruto (PIB) en términos reales en niveles, utilizando datos trimestrales. Se empleó una muestra de 59 países de las distintas regiones del mundo en desarrollo y desarrollado para el período comprendido entre 1990 y 2016.

En particular, se determinaron los puntos de inflexión (*turning points (tp)*) de las series en niveles expresadas con logaritmos naturales, $y_{i,t}$, mediante un algoritmo que permite identificar máximos (*peaks*) y mínimos (*troughs*) locales, en ventanas de cinco trimestres (véase Bry y Boschan, 1971). Es decir, existe un máximo local en t : $tp = 1$ si $y_{i,t} > y_{i,t-k} \forall k = -1, -2, 1, 2$ y un mínimo local en t : $tp = -1$ si $y_{i,t} < y_{i,t-k} \forall k = -1, -2, 1, 2$; $tp = 0$ en otro caso.

Entre las condiciones para identificar un tp se encuentran las siguientes: no puede haber dos máximos o mínimos consecutivos; la duración mínima de una fase máxima a mínima es de dos trimestres, y de máxima a máxima de seis trimestres, y los tp se calculan utilizando el algoritmo computacional con el uso del programa Grocer (Dubois y Michaux, 2017). A partir de los tp , se define la variable dicotómica $s_{i,t}$ para identificar fases de expansión: $s_{i,t} = 1$ si la serie $y_{i,t}$ está en fase expansiva; $s_{i,t} = 0$ si la serie $y_{i,t}$ está en fase contractiva.

De manera similar, se define la variable $c_{i,t}$ para las fases de contracción: $c_{i,t} = 1 - s_{i,t}$. Para el cálculo de la variable $s_{i,t}$ se consideran únicamente las fases completas, de modo que cada serie empiece y termine ya sea con un máximo o con un mínimo. Es necesario hacerlo así porque si se tiene una fase incompleta no es posible conocer su duración ni su amplitud.

Los puntos de inflexión permitieron identificar a su vez las fases de expansión y contracción del PIB. Una fase de expansión se refiere a un período en que la tasa de crecimiento del PIB es positiva. Una fase de contracción se refiere a un período en que la tasa de crecimiento del PIB es negativa. Una vez identificados los períodos de expansión y contracción, se procedió a estimar para los países, las regiones y subregiones la duración y amplitud de las fases de expansión y contracción de la actividad económica. La duración es una medida de la persistencia de la fase expansiva o contractiva. Por su parte, la amplitud es una medida del cambio de la actividad económica durante las fases del ciclo.

La duración promedio (D) de una expansión (o contracción) se define como la razón entre el total de trimestres de expansión y el total de máximos:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^T S_{i,t}}{\sum_{t=1}^{T-1} (1 - S_{i,t+1}) S_{i,t}}$$

Donde, $s_{i,t}$ es una variable dicotómica; $y_{s_{i,t}} = 1$, si la serie $y_{i,t}$ está en fase expansiva, $y_{s_{i,t}} = 0$, si la serie $y_{i,t}$ está en fase contractiva. La amplitud promedio (A) de una expansión es la sumatoria del cambio de la variable en cada trimestre en el que $s_{i,t} = 1$, dividido por el total de máximos:

$$A = \frac{\sum_{t=1}^T S_{i,t} \Delta y_{i,t}}{\sum_{t=1}^{T-1} (1 - S_{i,t+1}) S_{i,t}}$$

Donde $y_{i,t}$ = logaritmo natural del PIB.

Cuando $y_{i,t}$ está expresado como un logaritmo, $\Delta y_{i,t}$ es el cambio porcentual y entonces A es un porcentaje. Si $y_{i,t}$ está expresado como porcentaje del PIB, entonces A se lee en puntos porcentuales.

Anexo II.A2

Cuadro II.A2.1

América Latina y el Caribe (subregiones seleccionadas): composición de las importaciones y las exportaciones, 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016
(En porcentajes del valor total)

	Región	Periodo	Bienes de capital	Bienes de consumo	Alimentos y bebidas	Combustibles y lubricantes	Equipo de transporte excepto industrial	Otros
Importaciones	América Latina y el Caribe	1990-2001	64,6	11,1	8,0	6,4	9,8	0,1
		2002-2008	64,6	11,3	6,8	5,7	11,5	0,1
		2009-2016	63,7	11,1	7,0	5,5	12,6	0,1
	América del Sur ^a	1990-2001	61,8	12,6	8,5	7,0	10,0	0,1
		2002-2008	62,0	13,3	7,5	7,4	9,7	0,1
		2009-2016 ^b	62,1	13,5	7,6	6,0	10,6	0,1
	Centroamérica ^c	1990-2001 ^d	54,0	13,9	11,1	11,7	9,3	0,1
		2002-2008	55,5	20,9	11,7	4,5	7,5	0,0
		2009-2016 ^e	54,7	20,3	13,5	4,9	6,5	0,1
	México	1990-2001	69,8	12,2	7,4	1,4	9,2	0,0
2002-2008		69,3	9,7	5,8	2,0	13,2	0,0	
2009-2016		69,0	8,6	6,1	1,9	14,4	0,0	
Exportaciones	América Latina y el Caribe	1990-2001	46,9	11,0	18,1	14,5	9,5	0,0
		2002-2008	48,7	10,9	15,0	16,0	9,4	0,0
		2009-2016	49,5	8,2	17,7	14,8	9,9	0,0
	América del Sur ^a	1990-2001	44,3	6,9	27,9	18,2	2,7	0,0
		2002-2008	40,2	5,8	24,1	27,3	2,6	0,0
		2009-2016 ^b	38,6	3,7	26,1	29,5	2,1	0,0
	Centroamérica ^c	1990-2001 ^d	23,7	12,2	62,0	1,4	0,6	0,1
		2002-2008	29,8	22,6	45,8	1,1	0,6	0,0
		2009-2016 ^e	35,2	22,4	40,3	1,3	0,8	0,0
	México	1990-2001	45,8	15,3	7,2	14,3	17,5	0,0
2002-2008		49,6	16,5	5,4	12,7	15,8	0,0	
2009-2016		50,5	13,4	6,7	10,6	18,8	0,0	

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Base de Datos Estadísticos de las Naciones Unidas sobre el Comercio de Productos Básicos (COMTRADE).

^a Los países incluidos son: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

^b En los casos de la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, el Ecuador y el Uruguay se incluyen datos hasta 2015; en el caso de la República Bolivariana de Venezuela hasta 2013.

^c Los países incluidos son: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

^d No se incluyen datos de la República Dominicana.

^e En los casos de Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana se incluyen datos hasta 2015; en el caso de Honduras hasta 2014.

Cuadro II.A2.2

América Latina y el Caribe (subregiones seleccionadas): principales destinos de las exportaciones, 2015
(En porcentajes del valor total)

América Latina y el Caribe		América del Sur ^a		Centroamérica ^b		México	
Estados Unidos	41,5	China	14,2	Estados Unidos	44,6	Estados Unidos	81,6
China	8,4	Estados Unidos	12,0	Canadá	2,7	Canadá	2,7
Canadá	2,1	Países Bajos	3,2	Países Bajos	2,6	China	1,3
Países Bajos	2,0	Japón	2,7	Alemania	1,8	España	0,9
Japón	1,9	República de Corea	2,0	Bélgica	1,7	Alemania	0,9
Otros	44,0	Otros	65,8	Otros	46,6	Otros	12,6

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Base de Datos Estadísticos de las Naciones Unidas sobre el Comercio de Productos Básicos (COMTRADE).

^a Los países incluidos son: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

^b Los países incluidos son: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.



La región en un contexto internacional de lento crecimiento y de globalización financiera

Introducción

- A. El contexto internacional se caracteriza por una pérdida de dinamismo de la demanda agregada en el mundo desarrollado
- B. La débil demanda agregada ha incidido significativamente en la caída del comercio
- C. Pese al bajo dinamismo de la actividad real, la globalización financiera ha seguido su curso
- D. Los impulsos externos hacia la región se han transmitido a través de canales reales
- E. La globalización financiera ha permitido mantener el dinamismo de los flujos financieros hacia la región
- F. El dinamismo de las finanzas ha tenido dos consecuencias en la región: el crecimiento del crédito para los hogares y una mayor dependencia del sector corporativo no financiero de las fuentes externas de financiamiento

Bibliografía

Anexo II.A1



Introducción

El ciclo actual por el que atraviesa la región (véase el capítulo I) y sus características responden, en parte, a los cambios ocurridos en la economía internacional y a la manera en que se transmiten los impulsos desde los países más avanzados hacia las economías en desarrollo.

A partir de la crisis financiera mundial (2008-2009), las economías desarrolladas han experimentado cambios significativos que afectan sobre todo la esfera real de la actividad económica. Estos cambios incluyen, por una parte, un menor dinamismo de la tasa de crecimiento del PIB y de la inversión y un virtual estancamiento de esta última. También el crecimiento de la productividad ha tendido a la baja. La pérdida de dinamismo de la demanda agregada a nivel global ha incidido negativamente en el desempeño del comercio mundial.

Pese al magro desempeño de la actividad real, la globalización financiera ha seguido su curso. Esto se refleja en la importancia que ha adquirido el mercado de capitales, en particular el de bonos a nivel mundial, y en las estrategias de negocios de los bancos globales, basadas en el aumento de los derivados y la interconectividad.

Los impulsos externos hacia la región se han transmitido a través de canales reales más que financieros y, en particular, a través del canal comercial. Dado el estrecho vínculo existente entre el comercio y la estructura productiva de las economías, el impacto de los choques externos ha sido heterogéneo en la región. La menor demanda agregada y la caída de los términos de intercambio han afectado sobre todo a los países cuya estructura productiva y exportadora está sesgada hacia los recursos naturales.

Por el contrario, el impulso continuo de la globalización financiera ha permitido mantener el dinamismo de los flujos financieros hacia la región. Los flujos financieros se han mantenido en niveles históricamente elevados. Pese a los efectos de la crisis financiera mundial, la región no ha registrado interrupciones súbitas de flujos financieros. Además, la evidencia muestra que la dinámica de los flujos financieros no está estadísticamente relacionada con la estructura productiva y en este sentido su impacto ha sido más homogéneo a nivel subregional.

El dinamismo de las finanzas ha tenido como consecuencia el crecimiento del crédito y el endeudamiento de los hogares y una mayor dependencia del sector corporativo no financiero de las fuentes externas de financiamiento. Estos fenómenos se producen de manera más intensa en las economías que son más vulnerables a los choques reales.

A. El contexto internacional se caracteriza por una pérdida de dinamismo de la demanda agregada en el mundo desarrollado

A partir de la crisis financiera mundial, las economías desarrolladas han experimentado cambios significativos que afectan sobre todo la esfera real de la actividad económica. Estos cambios se han plasmado, en primer lugar, en una menor tasa de crecimiento del PIB tendencial de las principales economías desarrolladas.

En el cuadro III.1 se muestran las tasas de crecimiento del PIB tendencial de las economías avanzadas en su conjunto, la zona del euro, los Estados Unidos y China en los períodos 2003-2008 y 2010-2016. Entre ambos períodos, la tasa de crecimiento promedio del PIB de las economías avanzadas en su conjunto disminuyó del 2,1% al 1,4%, la de los Estados Unidos del 2,4% al 1,5% y la de la zona del euro del 1,5% al 0,9% (lo que representó una caída promedio del 39% de sus respectivas tasas de crecimiento).

Cuadro III.1

Tasas de crecimiento anual de las economías a nivel mundial, 2003-2008 y 2010-2016
(En porcentajes del PIB tendencial)

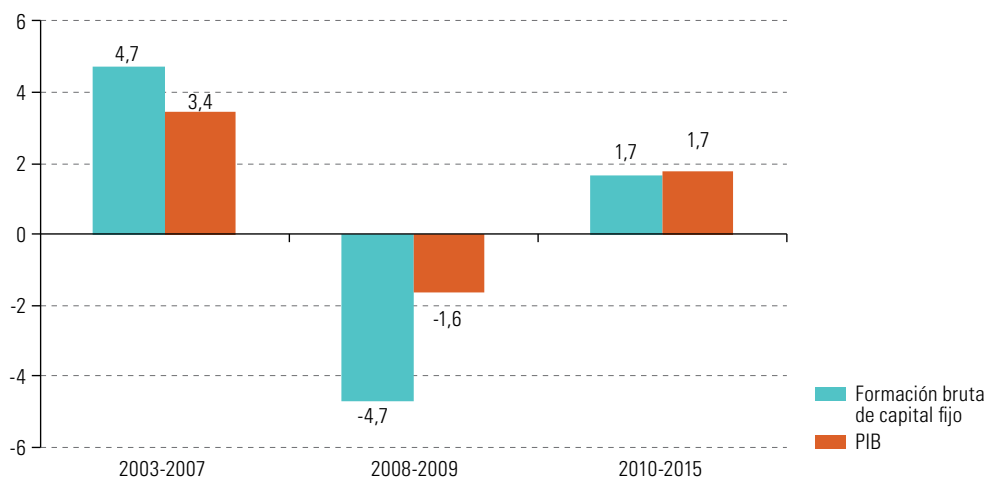
Región o país	2003-2008	2010-2016	Disminución (en porcentajes)
Zona del euro	1,5	0,9	-43,2
Economías avanzadas	2,1	1,4	-34,0
Estados Unidos	2,4	1,5	-38,4
China	9,4	6,6	-29,8

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook*, abril de 2017.

En segundo lugar, en un proceso asociado a la disminución de su crecimiento, se ha producido en las economías avanzadas una caída de la expansión de la formación bruta de capital fijo, después de la crisis financiera mundial (2008-2009), seguida de un virtual estancamiento. En el gráfico III.1 puede observarse que entre el período 2003-2007 y el período 2010-2015 la tasa de crecimiento promedio de la inversión en las economías avanzadas se redujo de un 4,7% a un 1,7%, lo que representa una desaceleración (de un 64%) mayor que la del PIB (que fue del 50%). El estancamiento de la inversión en el período 2010-2015 se resume en el hecho de que la razón entre la inversión y el producto, a nivel del agregado mundial, apenas aumentó un 0,5% como promedio anual, prácticamente la mitad de lo que aumentó en el período 2003-2007, fenómeno que se repite en el conjunto de las economías avanzadas.

Gráfico III.1

Tasa de crecimiento anual del PIB y de la formación bruta de capital fijo en las economías avanzadas, 2003-2007, 2008-2009 y 2010-2015
(En porcentajes)

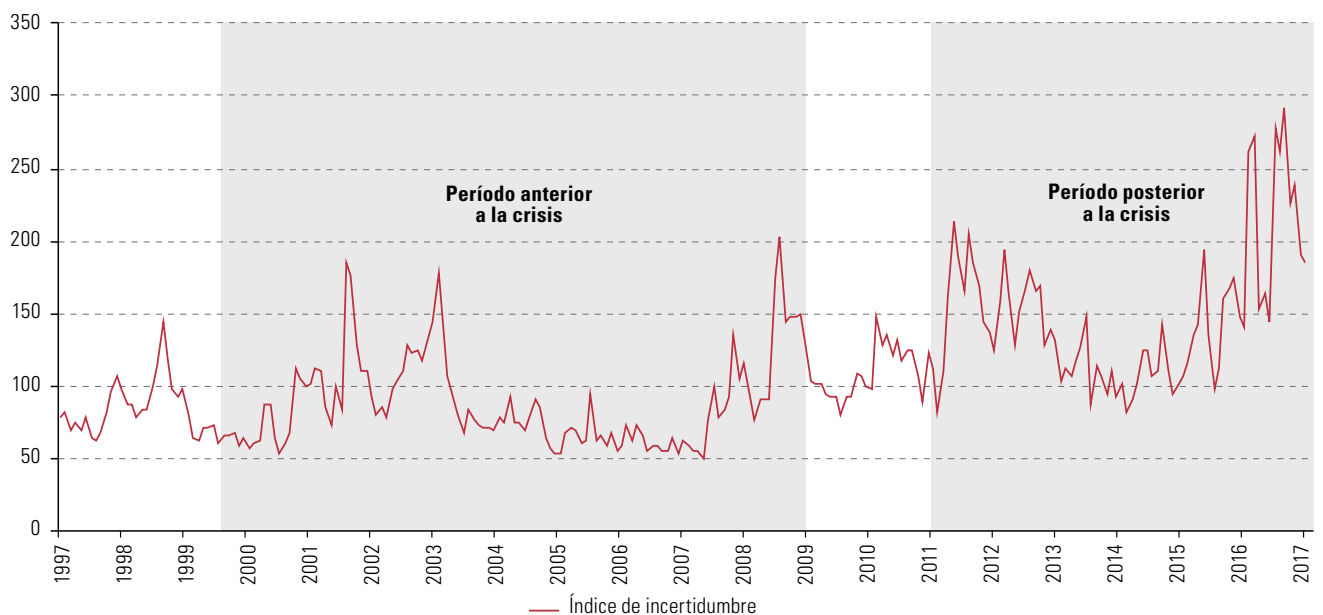


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, "Datos de libre acceso del Banco Mundial" 2017 [en línea] <http://data.worldbank.org/>.

La desaceleración que ha experimentado la inversión se explica por la incertidumbre en torno a las condiciones de la demanda, que afecta negativamente las decisiones de inversión del sector corporativo no financiero, pese a las condiciones financieras favorables¹. De manera más precisa, la causa apunta a que el choque de incertidumbre que trajo consigo la crisis financiera mundial ha mantenido la incertidumbre en niveles más altos que los anteriores a 2008, por lo que las estimaciones de los retornos ajustados por los niveles de riesgo están por debajo de lo que las firmas estimarían en tiempos normales. Esto implica que las condiciones de financiamiento a bajo costo y de fácil acceso no son determinantes clave de la inversión. Esta hipótesis se ilustra mediante la evolución del índice de incertidumbre económica, que muestra un aumento después de la crisis financiera mundial (véase el gráfico III.2).

Gráfico III.2

Evolución del índice de incertidumbre económica, 1997-2017
(Base 1990=100)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Economic Policy Uncertainty [en línea] <http://www.policyuncertainty.com/>.

Nota: El índice de incertidumbre económica es un promedio ponderado por el tamaño del PIB de los índices nacionales de incertidumbre. Cada índice nacional mide la frecuencia de aparición de palabras clave relacionadas con incertidumbre de política económica en los principales periódicos; los índices han sido normalizados para que la media sea igual a 100 en el período que cubren.

Un factor que explica el comportamiento de la inversión, complementario al de la incertidumbre, es la disminución de los beneficios. Un ejercicio econométrico referente a tres economías avanzadas (Canadá, Estados Unidos y Francia) muestra un efecto positivo y significativo de los beneficios sobre la inversión, al menos en el corto plazo, como se expone en el recuadro III.1. En consonancia con la explicación desarrollada en dicho recuadro, los resultados revelan que las variables monetarias, incluidas las de política monetaria y el acceso al crédito, no presentan un impacto estadísticamente significativo sobre la inversión. En el gráfico III.3 se muestra la estrecha correlación existente entre las tasas de variación de los beneficios y de la inversión. Los coeficientes de correlación son positivos y estadísticamente significativos.

¹ En otra explicación, se argumenta que el comportamiento de la inversión puede explicarse sobre la base del descalce que se aprecia entre condiciones financieras favorables y oportunidades de inversión. En particular, se sostiene que las empresas que tienen las mejores oportunidades pueden no contar con fondos propios suficientes para invertir o que es posible que su acceso al financiamiento externo esté muy restringido. Sin embargo, a la luz del crecimiento sostenido del crédito y de la emisión accionaria, y considerando que las firmas pequeñas —que son las que con mayor probabilidad enfrentan algún problema de financiamiento— concentran una fracción muy menor de la inversión agregada, esta explicación presenta falencias importantes. Véase Banerjee, Kearns y Lombardi (2015).

Recuadro III.1

Un ejercicio econométrico de los determinantes de la inversión en los países desarrollados

En este ejercicio empírico se estima el impacto de distintas variables macroeconómicas sobre la inversión en el Canadá, los Estados Unidos y Francia, utilizando vectores autorregresivos estructurales (VAR) sobre datos trimestrales expresados en logaritmo^a. El VAR subyacente del modelo a estimar, representado como $B\mathbf{y}_{it} = \gamma_0 + \Gamma_1\mathbf{y}_{it-1} + \varepsilon_t$ incorpora en su vector " \mathbf{y}_i " (a la izquierda de la ecuación) seis variables endógenas en el tiempo t y sus respectivos rezagos, a la derecha de la ecuación. Estas variables son: tasa de política monetaria, diferencial entre tasas cortas y largas (entre bonos del tesoro a tres meses y bonos de gobierno a diez años), crédito total a corporaciones no financieras (deflactado por el IPC), beneficios operacionales de corporaciones no financieras (deflactados por el IPC), formación bruta y real de capital no residencial e importación de bienes de capital, en ese orden, expresados en trimestres y en logaritmo en el caso del crédito, los beneficios y la inversión.

Adicionalmente, se estimó la relación de causalidad a largo plazo entre inversión y beneficios mediante un modelo de corrección de errores. Dada la restricción que impone la disponibilidad de información, esta estimación comprende el período que abarca desde el primer trimestre de 1990 hasta el cuarto trimestre de 2014 para los Estados Unidos, desde el tercer trimestre de 1992 hasta el segundo trimestre de 2016 para el Canadá, y desde el primer trimestre de 1999 hasta el primer trimestre de 2015 para Francia.

Las variables utilizadas en el modelo fueron seis. Cuatro de ellas (diferencial entre tasas cortas y largas, formación bruta de capital fijo no residencial, beneficios operacionales no financieros y crédito total a entidades no financieras) siguen la estructura presentada en Banerjee, Kearns y Lombardi (2015), mientras que las otras dos (tasa de política monetaria —tasa de interés interbancaria en el caso de Francia— e importación de bienes de capital) son adiciones de la presente estimación. En el caso de los Estados Unidos, estas dos últimas fueron obtenidas del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Federal de la Reserva de St. Louis, respectivamente^b. En el caso del Canadá, la cifra sobre importación de bienes de capital se construyó con información de la Oficina de Estadísticas del Canadá^c, y en el de Francia se utilizaron como fuentes de ambas variables el Banco Federal de la Reserva de St. Louis y la Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas (EUROSTAT)^d.

Con la guía de las funciones de impulso-respuesta, se encuentra —en los tres países analizados— un impacto positivo de las utilidades sobre el nivel de inversión. Por el contrario, la política monetaria, por medio de la tasa de política monetaria o el diferencial entre tasas cortas y largas, al igual que el acceso al crédito, no presentan un efecto estadísticamente significativo sobre los niveles de inversión. En el caso de Francia, se observa un resultado contraintuitivo, en el que la tasa de interés interbancaria es la única variable de tasa de interés que parece influir sobre la inversión, pero de forma positiva^e.

Finalmente, se encuentra un efecto negativo de los choques a las importaciones de bienes de capital sobre la inversión en el caso de los Estados Unidos y Francia, pero un efecto positivo en el caso del Canadá.

En cuanto a la relación entre inversión y beneficios a largo plazo, se observa que el modelo de vector de corrección de errores entrega una relación de causalidad temporal unidireccional, desde beneficios hacia inversión, para los Estados Unidos, mientras que en los casos de Francia y el Canadá la relación causal de largo plazo es inversa: va de inversión a beneficios.

En conclusión, la evidencia se inclina por un efecto positivo y significativo de los beneficios sobre la inversión, al menos en el corto plazo. Las variables de política monetaria y el acceso al crédito, por otro lado, no presentan un impacto significativo sobre la inversión, al menos en el período analizado. Finalmente, dado el efecto negativo de las importaciones sobre la inversión en los casos de los Estados Unidos y Francia, se podría pensar que la importación de bienes de capital sustituye a la inversión bruta de capital fijo en estos países, mientras que en el Canadá podría darse el caso de una posible complementariedad entre ambas.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Federal de la Reserva de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED) [en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>; Fondo Monetario Internacional (FMI), International Financial Statistics (IFS) [en línea] <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>; Oficina de Estadísticas del Canadá, Clasificación de Productos para América del Norte (SICPAN) [en línea] <http://www23.statcan.gc.ca/imdb/p3VD.pl?Function=getVD&TV=347883>; Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas (EUROSTAT), Clasificación Industrial General de Actividades Económicas de las Comunidades Europeas (NACE) Rev. 2 [en línea] <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF>.

^a Las variables de tasas de interés se dejaron expresadas como porcentajes y las importaciones de bienes de capital como índice (2009=100).

^b Las importaciones consideradas son las de bienes de capital (excepto del sector automotor), de acuerdo al criterio de Federal Reserve Economic Data (FRED), expresadas en un índice —no en logaritmo— en que 2009=100. La serie es trimestral y desestacionalizada.

^c Las importaciones que se consideraron como de bienes de capital fueron obtenidas del Sistema de Clasificación de Productos para América del Norte (SICPAN), en valores reales. Lamentablemente, no se encontró el cuadro de Clasificación por Grandes Categorías Económicas (CGCE), en que se realiza la separación directa entre bienes de capital y de consumo, al menos no para datos trimestrales ni mensuales. Tampoco se encontraron cuadros de equivalencia entre los sistemas CGCE y SICPAN; sin embargo, se utilizó la equivalencia entre la CGCE y el Sistema Armonizado de Designación y Codificación de Mercancías (SA) para aproximarse a dicha separación y realizarla manualmente sobre la base del SICPAN.

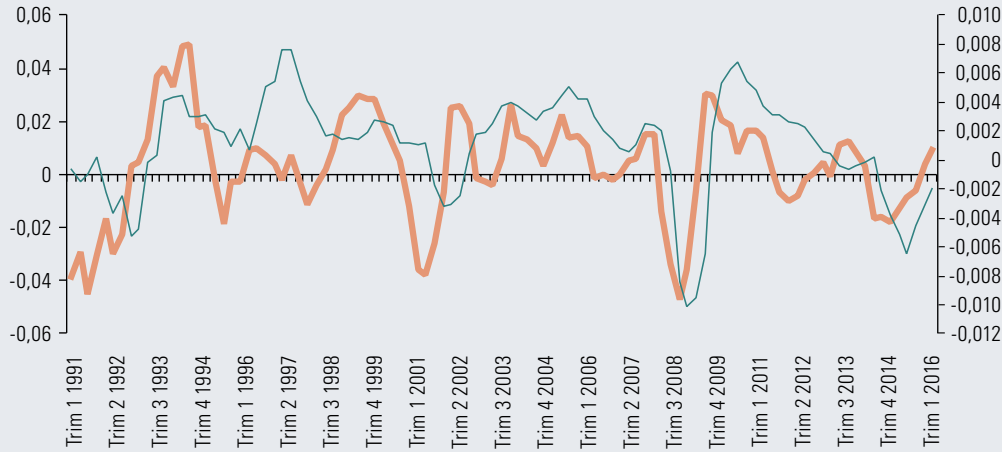
^d Las importaciones consideradas son las de bienes de capital y bienes intermedios, de acuerdo al criterio de EUROSTAT (Clasificación Industrial General de Actividades Económicas de las Comunidades Europeas (NACE), Rev. 2), expresadas en un índice —no en logaritmo— en que 2010=100. La serie original es mensual y no desestacionalizada, por lo que se tomaron los promedios simples de grupos de tres meses, para transformarla en una serie trimestral.

^e Una posible explicación es que el modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) no permita distinguir la doble causalidad entre ambas variables.

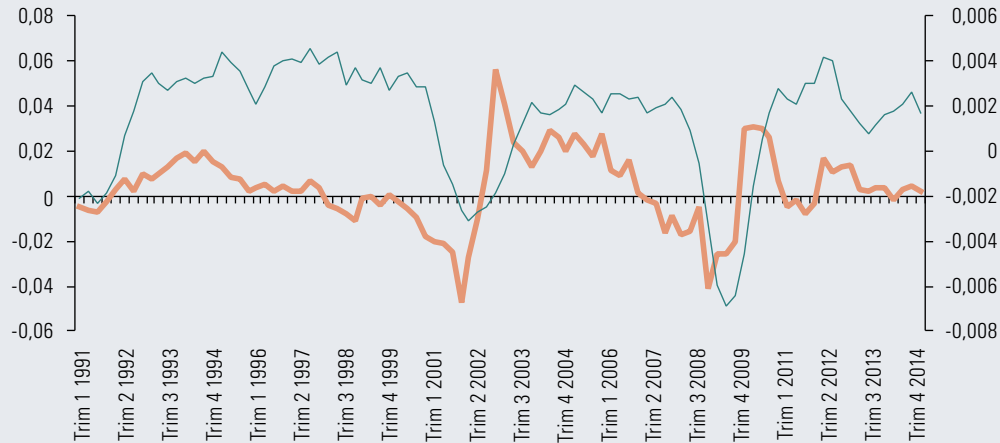
Gráfico III.3

Canadá, Estados Unidos y Francia: tasas de variación de los beneficios y de la inversión, 1991-2016
(En porcentajes)

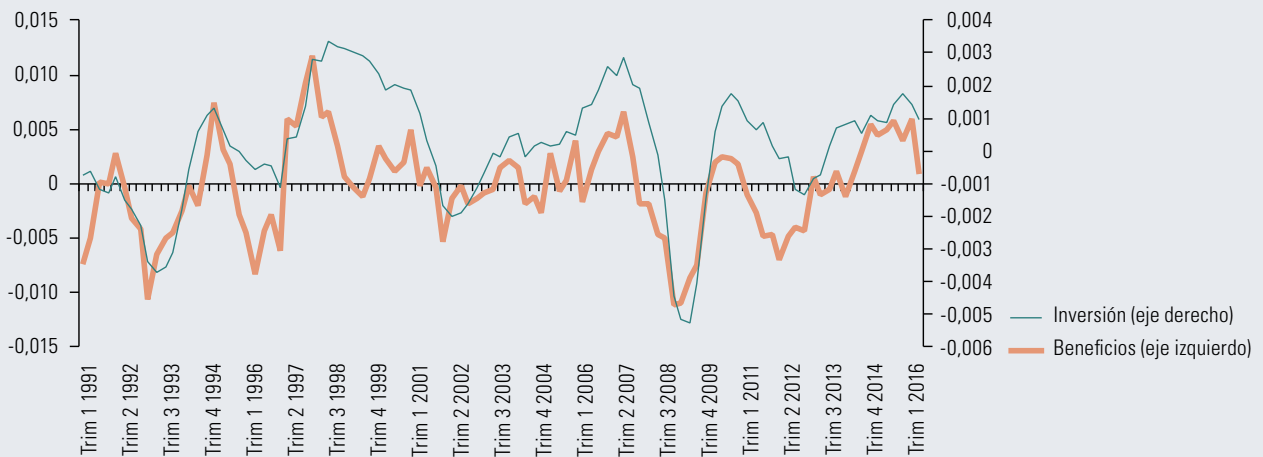
A. Canadá



B. Estados Unidos



C. Francia



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Federal de la Reserva de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED) [en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>.

Este escenario externo se caracteriza también por una disminución del crecimiento de la productividad. En el caso de los Estados Unidos la productividad media del trabajo aumentó en la década de 1990 a una tasa promedio que pasó del 1,7% en el período 1990-1995 al 3,1% en el período 1996-2000. Luego disminuyó a menos del 1% en los últimos años de la década de 2000 y se mantuvo en torno al 1% en el período 2010-2016. Por su parte, en la zona del euro también se registró una clara disminución de la tasa de crecimiento de la productividad a partir de la crisis financiera mundial (véase el cuadro III.2).

Cuadro III.2
Crecimiento de la
productividad en
economías desarrolladas
(En porcentajes)

Región o país	1990-1995	1996-2000	2001-2006	2007-2009	2010-2016
Estados Unidos	1,7	3,1	2,0	0,8	1,1
Economías avanzadas	1,8	2,4	1,8	0,2	1,2
Zona del euro	1,7	1,3	0,9	-0,7	0,7
China	5,9	4,8	8,8	8,2	6,5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de The Conference Board, Total Economy Database 2017 [en línea] <https://www.conference-board.org/>.

A nivel más específico del sector manufacturero también se nota una pérdida de dinamismo de la productividad en las economías más desarrolladas. La tasa de crecimiento anual del producto por hora trabajada para un conjunto de economías desarrolladas bajó del 4,8% al 1,5% entre los períodos 1998-2006 y 2010-2014. Una evolución similar se registró en el caso del producto por trabajador, cuya tasa de crecimiento disminuyó del 4,7% al 1,4% entre los mismos períodos.

B. La débil demanda agregada ha incidido significativamente en la caída del comercio

El escenario descrito se ha traducido en una caída del comercio a nivel global. El comercio mantuvo hasta el inicio de la crisis financiera mundial un elevado dinamismo. No obstante, desde entonces también ha mostrado señales de desaceleración. Las cifras disponibles del período comprendido entre 1990 y 2016 revelan que la tasa de crecimiento del comercio mundial pasó, en promedio, del 7,3% en la década de 1990 al 4,5% en el período 2001-2016 (véase el cuadro III.3).

Cuadro III.3

Regiones seleccionadas: crecimiento de las exportaciones, 1992-2016
(En porcentajes)

	1992-1995	1996-2000	2001-2007	2008-2011	1992-2000	2001-2016
Comercio mundial	6,9	7,7	6,6	2,7	7,3	4,5
Exportaciones mundiales	7,0	7,4	6,6	2,8	7,2	4,5
Economías avanzadas	6,6	7,6	5,4	1,9	7,2	3,8
Estados Unidos	7,3	6,7	3,9	3,6	6,9	3,3
América Latina y el Caribe	9,9	7,8	4,9	1,2	8,7	3,2
Economías emergentes y en desarrollo	9,0	6,8	10,0	4,5	7,8	6,4
Oriente Medio y Norte de África	6,4	3,2	6,6	3,4	4,6	4,9
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	13,4	8,6	15,0	7,1	10,7	9,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook*, abril de 2017.

La desaceleración del comercio afecta sobre todo a las economías avanzadas y en menor medida al mundo en desarrollo. La tasa de crecimiento de las exportaciones de las economías industrializadas en su conjunto ha disminuido en promedio de un rango entre el 6% y el 7% en la década de 1990 a menos del 4% en el período 2001-2016. La desaceleración del comercio afecta con una intensidad similar a la mayoría de las economías avanzadas.

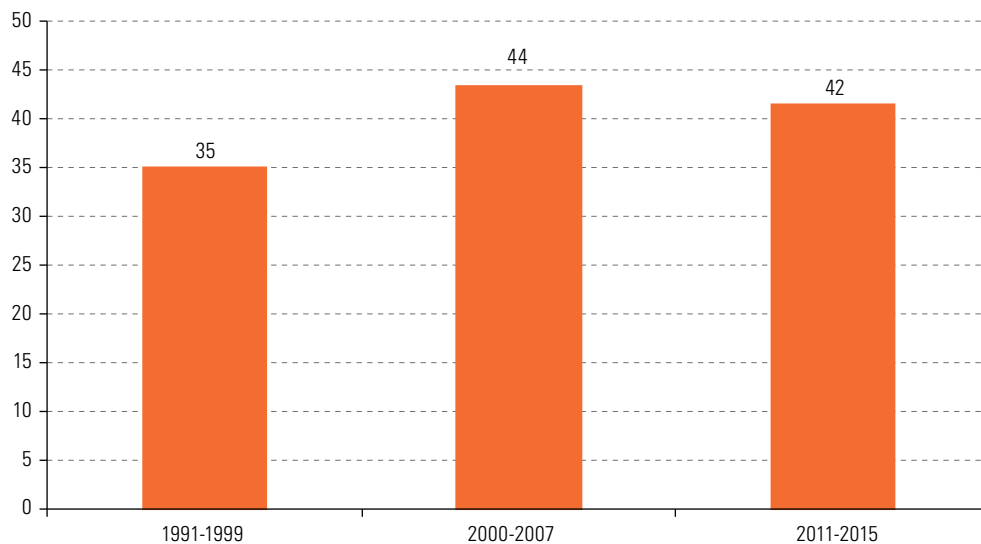
Contrariamente, en el caso de las economías en desarrollo la intensidad de la desaceleración del comercio es heterogénea. Se concentra en América Latina y el Caribe así como en Oriente Medio y el Norte de África más que en Asia.

La desaceleración del comercio responde en parte a factores de carácter estructural, incluida una ralentización del crecimiento de las cadenas de valor a nivel mundial. La evidencia disponible muestra que la razón entre el valor añadido externo y el valor añadido interno de las exportaciones mundiales aumentó 8,4 puntos porcentuales entre 1995 y 2007, y solo 2,5 puntos porcentuales en el período 2010-2015. Una forma alternativa de medir esto es a través del crecimiento del comercio de bienes intermedios, que según las últimas estimaciones disponibles se ha estancado.

Sin embargo, la evolución del comercio también responde al comportamiento de la demanda agregada. Un ejercicio de descomposición del crecimiento del comercio entre estos factores llevado a cabo por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE, 2016) muestra que en el período 2011-2015 la demanda agregada mundial explicó más del 40% de la variación del comercio (véase el gráfico III.4).

Gráfico III.4

Contribución de la demanda agregada mundial al crecimiento del comercio, 1991-1999, 2000-2007 y 2011-2015 (En porcentajes)



Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), OECD Data 2016 [en línea] <https://data.oecd.org/>.

Además, en la medida en que la disminución de la tasa de crecimiento del comercio a nivel mundial se explica por los componentes de la demanda agregada con un mayor contenido de comercio, como es el caso de la inversión, una baja del PIB mundial tendrá un mayor efecto en el comercio que una baja de los componentes de la demanda agregada que son menos intensivos en comercio. Esto ha implicado que el comercio se ha vuelto menos sensible a los cambios en el ingreso (es decir, se ha producido una caída de la elasticidad del comercio con respecto al ingreso). La evidencia disponible correspondiente al período 1990-2015 muestra que la elasticidad de largo plazo del índice de volumen de las exportaciones con respecto a la producción industrial del mundo disminuyó de 2,0 en el período 1991-2000 a 1,7 en el período 2002-2008 y 1,0 en el período 2010-2015. A nivel regional se produce el mismo fenómeno.

C. Pese al bajo dinamismo de la actividad real, la globalización financiera ha seguido su curso

La crisis financiera mundial no solo afectó el desempeño real de las economías, sino también el sistema financiero global. Después de la crisis, los bancos globales entraron en un marcado proceso de desapalancamiento. Esto se puede apreciar en el gráfico III.5, en que se muestran los niveles de apalancamiento en el período 2000-2015 de los grandes bancos globales de los Estados Unidos y Europa, cuyos activos totales ascendían a 70.000 billones de dólares.

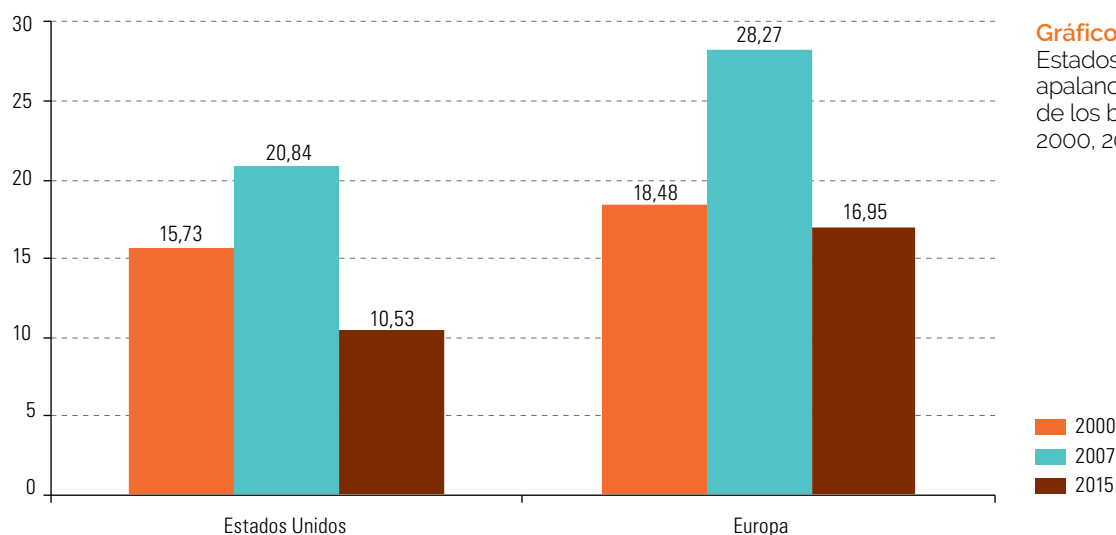


Gráfico III.5
Estados Unidos y Europa:
apalancamiento promedio
de los bancos globales,
2000, 2007 y 2015

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg, 2016.

En el gráfico puede observarse que entre 2000 y 2007 el apalancamiento de los bancos en los Estados Unidos se incrementó en promedio de 15,73 a 20,84 y que en 2015 disminuyó a 10,53. Los bancos europeos siguieron un camino similar. Entre 2000 y 2007, el apalancamiento de dichos bancos aumentó de 18,48 a 28,27 y luego se redujo, en promedio, a 16,95 en 2015.

El desapalancamiento de los bancos globales produjo en todo el mundo un declive de los préstamos bancarios transfronterizos. Los datos disponibles muestran que entre el período 2001-2008 y el período 2010-2015, la tasa de crecimiento de los préstamos bancarios, en promedio, descendió del 14,6% al 7,5% en los Estados Unidos, del 16,7% al -1,0% en la zona del euro y del 16,0% al 4,8% en el Japón (véase el gráfico III.6).

No obstante, la globalización financiera no se ha visto particularmente afectada, debido a que la brecha de financiamiento provocada por el impacto de la crisis financiera mundial en el sistema financiero ha sido cubierta por el dinamismo del mercado de capitales y, en particular, del mercado de bonos.

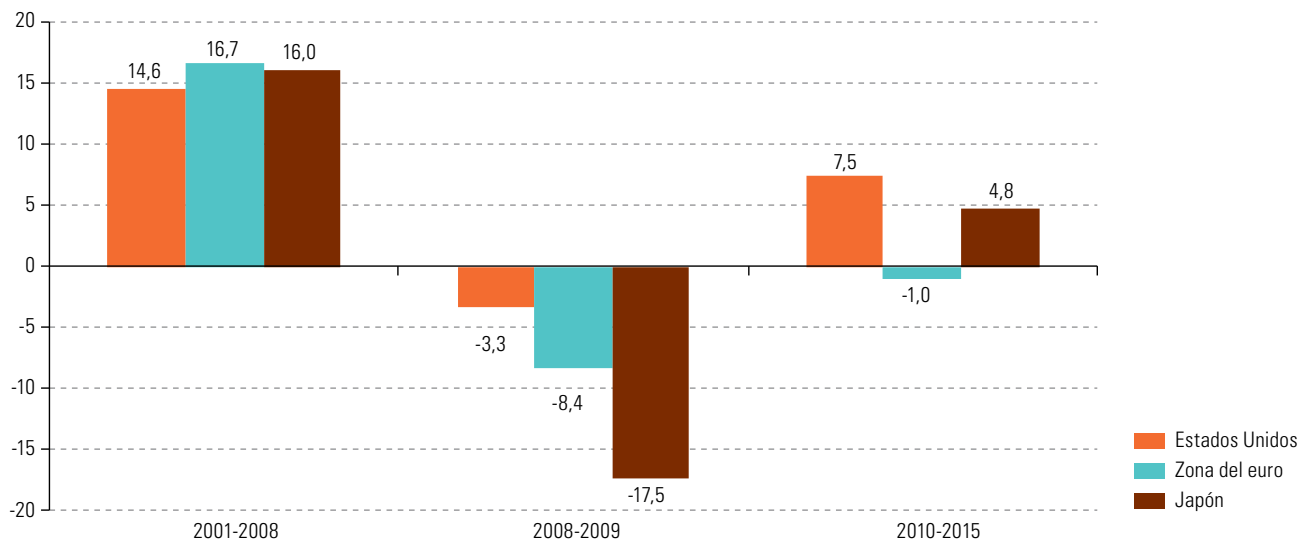
Entre 1995 y 2014, el volumen del mercado global de bonos se cuadruplicó, pasando de 20.000 a 86.000 millones de dólares. Como resultado, también ha aumentado la brecha del mercado de bonos con el mercado accionario. El volumen de bonos por pagar sobrepasó al mercado de acciones en 2.000 billones de dólares en 1995 y 20.000 billones de dólares en 2014. Así mismo, los mercados de bonos han sido más dinámicos que los accionarios y se han vuelto una fuente mucho más importante de financiamiento. Según los datos disponibles, entre 2000 y 2014 el promedio del volumen diario transado en

bonos en los Estados Unidos se expandió de 358.000 a 730.000 millones de dólares. Inversamente, el promedio del volumen diario de transacción de acciones disminuyó de 129.000 a 126.000 millones de dólares entre los mismos años.

Gráfico III.6

Estados Unidos, zona del euro y Japón: tasa de crecimiento de los préstamos bancarios transfronterizos, 2001-2008, 2008-2009 y 2010-2015

(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), BIS Statistics, 2017 [en línea] <http://www.bis.org/statistics/index.htm> y E. Pérez-Caldentey, "Quantitative Easing (QE), Changes in global liquidity and financial instability", *International Journal of Political Economy*, por aparecer, 2017.

El desarrollo del mercado global de bonos se refleja en su creciente importancia como fuente de financiamiento. Los datos disponibles del período 2000-2015 de los Estados Unidos, la zona del euro y el Japón, en conjunto, muestran que el financiamiento a no residentes mediante bonos aumentó de 1.800 billones de dólares en 2000 a 3.000 billones de dólares a fines de 2008 y alcanzó los 6.000 billones de dólares en diciembre de 2015. Desde 2010 la participación del mercado de bonos en el total de préstamos se ha elevado de manera estable hasta un porcentaje entre el 40% y el 48% del crédito global a los no residentes.

Además los bancos, en vista de la caída de su tasa de beneficio, han vuelto a adoptar estrategias basadas en parte en el aumento de los derivados y la interconectividad. El proceso de desapalancamiento de los bancos globales y otras grandes instituciones financieras estuvo acompañado de una importante reducción de los niveles de rentabilidad (véase la sección sobre la liquidez global en el capítulo I). Como se puede observar claramente en los datos, los bancos en los Estados Unidos y Europa presentan un declive sistemático de rentabilidad en todos los niveles de activos considerados en los períodos que se analizan. En promedio, entre los períodos 2000-2007 y 2010-2015, en los bancos de los Estados Unidos el rendimiento de los activos (*return on assets* (ROA)) disminuyó del 1,2% al 0,8% y el rendimiento del capital (*return on equity* (ROE)) del 15,5% al 7,7% (lo que representa una disminución del 50% de la rentabilidad). En Europa, el rendimiento de los activos se redujo, en promedio, del 0,6% al 0,2% y el rendimiento del capital del 14,4% al 4,9% (lo que se traduce en una caída aproximada de la rentabilidad del 66%).

Esta situación ha empujado a los bancos, en particular a los bancos globales, a buscar estrategias alternativas para aumentar sus niveles de rentabilidad. De acuerdo a la limitada evidencia disponible, estos bancos han modificado su estrategia de negocios. Los bancos globales han reducido el número de países en los que operan, el número de oficinas y sucursales y la variedad de productos financieros que ofrecen. Además, han concentrado sus negocios en los clientes de mayor patrimonio.

Al mismo tiempo, algunas de estas instituciones han aumentado su acervo de instrumentos financieros más riesgosos, como los instrumentos derivados, que fueron centrales en la fragilidad financiera que estuvo en la base de la gran crisis financiera de 2008 y 2009².

Según datos publicados en los informes trimestrales del Banco de Pagos Internacionales (BPI) acerca de actividades bancarias con instrumentos derivados, el acervo de derivados está concentrado en unos pocos bancos globales. Los seis bancos con más derivados concentran el 95%, aproximadamente, del monto nocional de contratos de derivados³. Una comparación entre 2007 y 2015 permite observar que la mayoría de los bancos aumentaron el volumen nocional de contratos derivados. En ambos años, 24 bancos informaron valores nominales de derivados. Entre esos dos años, 14 de estos bancos incrementaron sus tenencias de derivados, incluidos los más importantes, como Citibank (en que el aumento fue de 33,3 a 46,4 billones de dólares), Goldman Sachs (de 32 a 41 billones de dólares)⁴ y Wells Fargo (de 1,0 a 5,7 billones de dólares) (véase el cuadro III.4).

	2000	2007	2000-2007	2010	2015
J.P. Morgan Chase	-	84 789	47 433	77 899	51 139
Citibank	5 085	33 333	16 025	50 253	46 400
Goldman Sachs	-	-	-	42 548	41 041
Bank of America	7 366	32 092	17 719	48 464	25 669
Wells Fargo	197	1 031	691	3 755	5 733
HSBC	223	4 221	2 042	3 667	4 165
Morgan Stanley	-	-	-	374	2 119
State Street Bank and Trust Company	143	783	378	779	1 272
Bank of New York Mellon	314	935	621	1 429	1 068
PNC Bank, National Association	48	286	121	345	352
Northern Trust	18	139	64	244	251
Sun Trust Bank	40	302	114	320	249
US Bank National Association	-	94	53	97	198
TD Bank	-	-	-	67	187
MUFG Union Bank	15	30	21	43	129
Regions Financial Corporation	-	53	40	122	79
Fifth Third Bank	-	50	38	78	70
Keybank National Association	74	122	90	68	68
Capital One National	-	-	-	-	65
Branch Banking and Trust Company	-	51	32	66	57
Citizens Bank	-	54	54	43	52
BOKF National Association	-	-	-	-	36
Huntington National Bank	-	-	-	28	32
Compass Bank	-	-	-	-	31
Capital One Bank USA	-	-	24	-	31

Cuadro III.4

Estados Unidos:
principales bancos con
contratos de derivados,
2000-2015
(En miles de millones
de dólares)

Fuente: Oficina del Director del Departamento de Divisas de los Estados Unidos, 2016.

En segundo lugar, la mayor dependencia de los bancos globales de instrumentos como los derivados y de instituciones como la banca corporativa y la banca de inversión ha fortalecido su grado de interconectividad. Siguiendo la metodología aplicada por Shin (2009), se calculó un indicador preliminar de conectividad para una muestra de bancos europeos y de los Estados Unidos. Este indicador expresa el porcentaje de

² De acuerdo con Onaran (2016), la transformación de Citigroup y los cambios similares en HSBC Holdings Plc y otros bancos globales no son solamente recortes de gastos. Se trata también de la búsqueda de mayores retornos mediante la concentración en sus clientes más ricos, individuos con alto patrimonio neto, grandes corporaciones e inversionistas institucionales. Pero al servir a estos clientes, afirma el autor, Citigroup ha aumentado su volumen de negociación, una actividad que anteriormente contribuyó a ponerlo en problemas. La empresa, que solía obtener la mayor parte de sus ganancias en la banca de consumidores, ahora obtiene la mayor parte en la banca de inversión y corporativa.

³ J.P. Morgan Chase, Citibank, Goldman Sachs, Bank of America, Wells Fargo y HSBC.

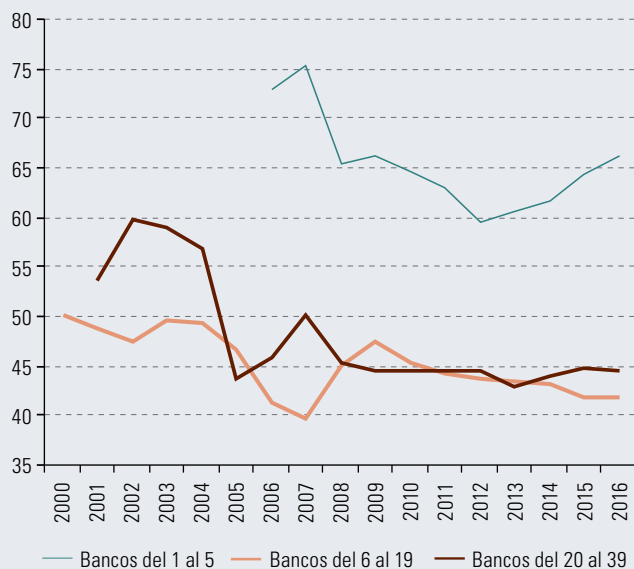
⁴ La cifra de 32 billones de dólares de Goldman Sachs corresponde a 2008.

financiamiento que los bancos obtienen desde el sistema financiero. En el caso de los Estados Unidos, los cálculos muestran que antes de la crisis financiera mundial el porcentaje de fondos obtenidos del sistema financiero era del 62% en el caso de los bancos más grandes (en términos de activos) y que esta proporción se incrementó a aproximadamente un 70% después de la crisis. Un resultado similar se obtiene en el caso de los 15 mayores bancos europeos, en que dicho indicador aumentó del 63% al 68% (véase el gráfico III.7).

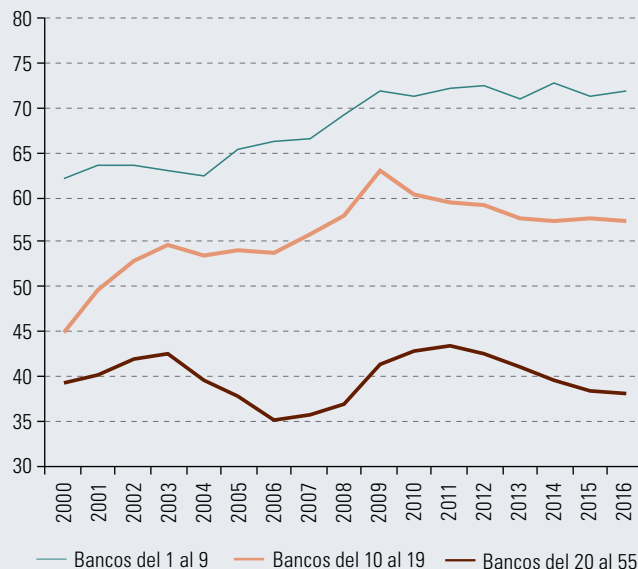
Gráfico III.7

América Latina, Estados Unidos, Europa y Asia: promedio de la interconectividad de los bancos más grandes, ponderado por el tamaño de los activos totales, 2000-2016
(En porcentajes)

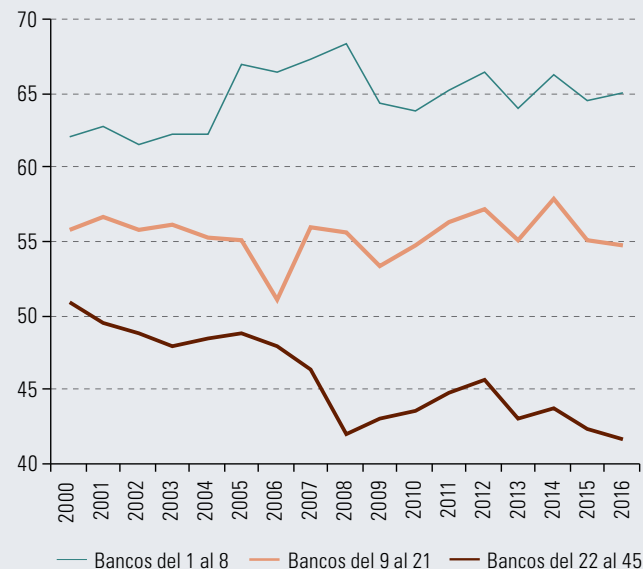
A. América Latina



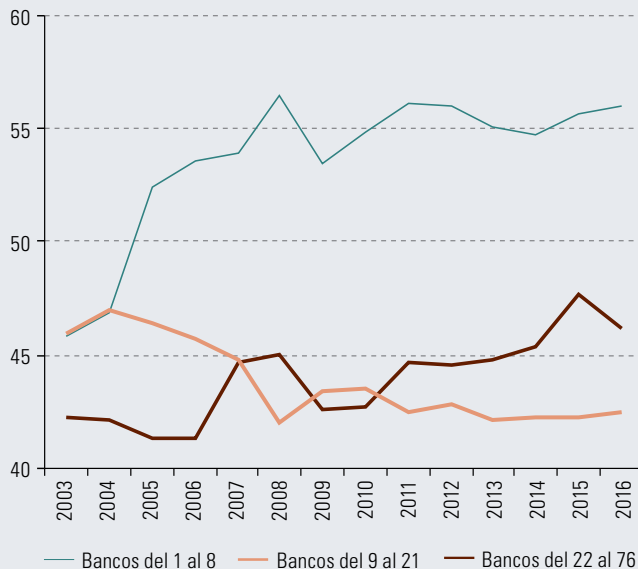
B. Estados Unidos



C. Europa



D. Asia



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de H. S. Shin, "Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System", Princeton University [en línea] <https://pdfs.semanticscholar.org/7082/50ccef76b5943fd1268124c44881875b1591.pdf>, 2009.

Nota: Los bancos se ordenan del 1 en adelante, según el tamaño (decreciente) de sus activos, para conformar los grupos de bancos presentados el gráfico.

D. Los impulsos externos hacia la región se han transmitido a través de canales reales

Este nuevo contexto mundial, caracterizado por un menor dinamismo de la demanda externa y una globalización financiera que sigue su curso, ha redundado en que los impulsos externos hacia la región se transmitan a través de canales reales más que financieros y, en particular, a través del canal comercial. Dado el estrecho vínculo existente entre el comercio y la estructura productiva de las economías, el impacto de los choques externos ha sido heterogéneo en la región.

El menor dinamismo de la demanda externa se refleja en la disminución de la tasa de crecimiento del volumen de las exportaciones a nivel regional y subregional. No obstante, el análisis según la estructura productiva de los países revela la existencia de diferencias notorias en el desempeño exportador.

De acuerdo con las cifras de los períodos 2003-2008 y 2012-2016, en América Latina la tasa de variación de las exportaciones cayó de un 4,5% a un 2,6% (véase el cuadro III.5). El mayor descenso corresponde a la tasa de variación de las ventas externas de América del Sur, que pasó del 5,6% al 0,7% entre ambos períodos, lo que representa una caída de 4,9 puntos porcentuales. En el caso del grupo formado por Centroamérica, Haití y la República Dominicana, la disminución de la tasa de variación de las exportaciones fue menor, del 6,6% al 2,5%, lo que equivale a una caída 4,0 puntos porcentuales, de modo que el dinamismo exportador de Centroamérica fue mucho mayor que el de América del Sur.

Al hacer un análisis por países según su estructura productiva, se observa que los países más afectados por la caída de la demanda global son los exportadores de minerales y de productos agroindustriales, seguidos por los países que exportan hidrocarburos. Entre el período 2003-2008 y el período 2012-2016, la tasa de variación de las exportaciones disminuyó del 6,3% al 1,4% en los países exportadores de minerales, del 5,6% al -1,8% en los exportadores de productos agroindustriales y del 2,2% al -0,8% en los exportadores de hidrocarburos de América del Sur.

El impacto de los términos de intercambio según la estructura productiva de los países sigue un patrón similar. Los países exportadores de productos mineros y de hidrocarburos son los más afectados por el choque de términos de intercambio que la región ha sufrido desde 2011. En los tres grupos de países mencionados se ha producido una caída de los términos de intercambio, que llegó al 3,2% en los exportadores de productos mineros, el 10,5% en los exportadores de hidrocarburos (de América del Sur) y el 0,2% en los exportadores de productos agroindustriales. Por su parte, los términos de intercambio del grupo conformado por Centroamérica, Haití y la República Dominicana registraron una contracción de solo un 0,6%.

El impacto diferenciado de los términos de intercambio según la estructura productiva de los países también se puede apreciar en el gráfico III.8, en que se presenta la tasa de variación de los términos de intercambio en relación con la participación de las manufacturas en las exportaciones totales de cada país, como reflejo de su estructura productiva, en los períodos 2002-2008 y 2010-2015.

Cuadro III.5

América Latina y el Caribe (subregiones y agrupaciones seleccionadas): tasa de variación del volumen de las exportaciones y de los términos de intercambio, 2003-2008 y 2012-2016
(En porcentajes)

	2003-2008	2012-2016	Cambio (puntos porcentuales)
	Volumen de las exportaciones		
América Latina	4,5	2,6	-2,0
América del Sur	5,6	0,7	-4,9
Mercado Común del Sur (MERCOSUR)	7,5	1,2	-6,3
Países exportadores de productos mineros (Chile y Perú)	6,3	1,4	-4,8
Países exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de))	2,2	-0,8	-3,0
Centroamérica, Haití y República Dominicana	6,6	2,5	-4,0
Países exportadores de productos agroindustriales (Argentina, Paraguay y Uruguay)	5,6	-1,8	-7,3
Resto de países integrados financieramente (Brasil, Colombia y México)	4,8	4,4	-0,4
Países exportadores de hidrocarburos incluido Trinidad y Tabago (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Venezuela (República Bolivariana de) y Trinidad y Tabago)	2,5	-0,9	-3,4
Términos de intercambio			
América Latina	3,1	-4,2	-7,3
América del Sur	4,8	-4,8	-9,6
Mercado Común del Sur (MERCOSUR)	1,9	-2,9	-4,8
Países exportadores de productos mineros (Chile y Perú)	6,9	-3,2	-10,1
Países exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de))	9,9	-10,5	-20,3
Centroamérica, Haití y República Dominicana	-2,5	-0,6	1,9
Países exportadores de productos agroindustriales (Argentina, Paraguay y Uruguay)	3,6	-0,2	-3,8
Resto de países integrados financieramente (Brasil, Colombia y México)	1,7	-4,2	-5,9
Países exportadores de hidrocarburos incluido Trinidad y Tabago (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Venezuela (República Bolivariana de) y Trinidad y Tabago)	9,4	-9,9	-19,3

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

Puede observarse que en el primer período la evolución de los términos de intercambio favoreció en mayor medida a los países que exportaban muy pocas manufacturas (es decir, que exportaban sobre todo alimentos en bruto, hidrocarburos y minerales), que posteriormente enfrentaron, en promedio, condiciones mucho menos favorables. Después de la crisis financiera, la relación se invirtió y las economías manufactureras fueron las más beneficiadas, en términos relativos. Se puede apreciar, además, cómo los triángulos, que representan a los países de América del Sur, y los círculos, que representan a los países de Centroamérica, México y la República Dominicana, se alinean muy bien como exportadores de bienes primarios (no manufacturas) y exportadores de manufacturas, respectivamente.

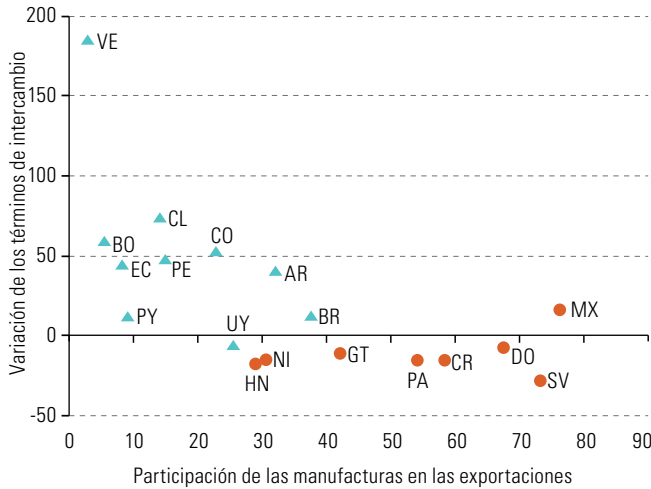
De la misma manera, en el gráfico III.9 se observa una estrecha relación entre la variación de las tasas de crecimiento de los términos de intercambio y del PIB según la estructura exportadora de los países. Como se puede apreciar, el efecto de los choques de términos de intercambio es muy distinto en el caso de los países exportadores de hidrocarburos, que presentan la peor situación en materia de producción y términos de intercambio; de los países exportadores de minerales, que exhiben caídas también

importantes en ambas dimensiones, pero no tan grandes como las del grupo anterior, y de los países exportadores de manufacturas, que muestran una situación relativamente privilegiada, ya que sufrieron choques más suaves de términos de intercambio y no vieron desacelerarse su producción agregada.

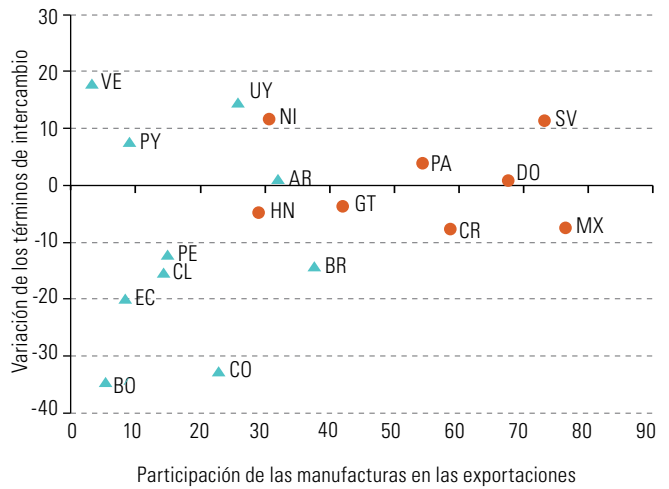
Gráfico III.8

América Latina (18 países): variación de los términos de intercambio y participación de las manufacturas en el total de exportaciones, 2002-2008 y 2010-2015 (En porcentajes)

A. 2002-2008



B. 2010-2015

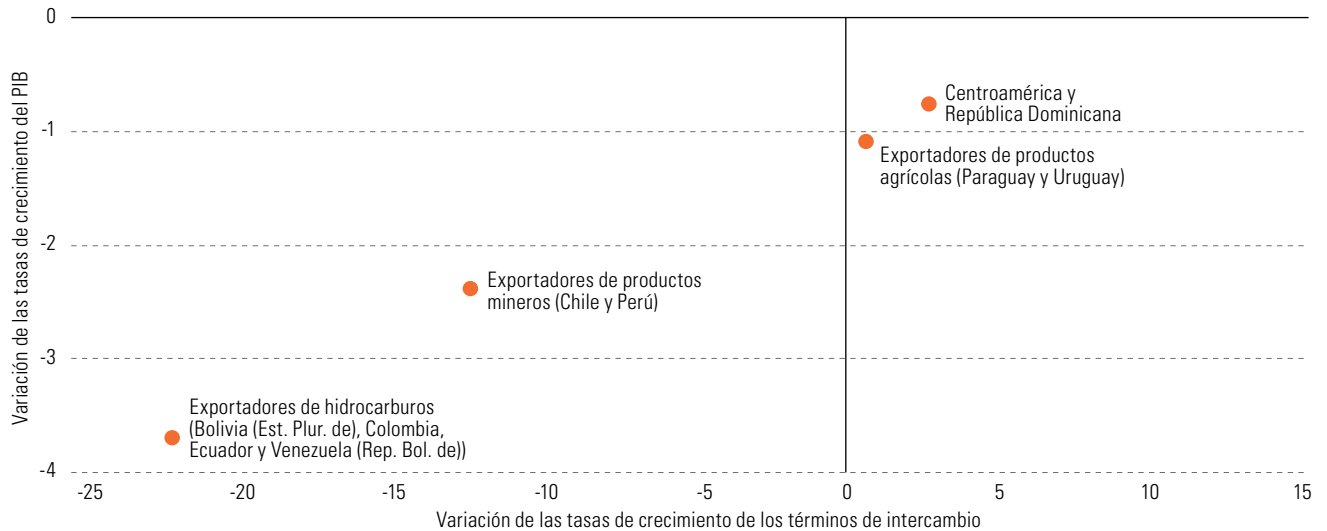


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales y Base de datos CEPALSTAT.

Nota: Un análisis estadístico muestra que el coeficiente de correlación entre la variación de los términos de intercambio y la participación de las manufacturas en las exportaciones como porcentaje del total es estadísticamente significativo con un nivel de confianza del 95% para ambos períodos considerados. Sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) referentes a exportaciones anuales por tipo de bienes, se calculó la participación promedio de las manufacturas en el volumen exportado de cada país —que es bastante estable en el mediano plazo, pero se promedió para suavizar pequeñas variaciones— en el período comprendido entre 2002 y 2008. Por otro lado, se usó un índice de términos de intercambio con base en 2000, calculado por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), y con ello se computó la variación porcentual de un índice de términos de intercambio en los períodos 2002-2008 y 2010-2015.

Gráfico III.9

América Latina (países seleccionados): variación de las tasas de crecimiento promedio de los términos de intercambio y del PIB según estructura exportadora de los países, entre los períodos 2003-2008 y 2012-2016 (En puntos porcentuales)



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

Estas consideraciones ayudan a explicar en parte que el desempeño del crecimiento sea heterogéneo según subregiones y estructura productiva de los países. En línea con los resultados anteriores, el grupo conformado por Centroamérica, México y la República Dominicana alcanza un crecimiento mayor que el de América del Sur. La tasa promedio de crecimiento del PIB tendencial, por ejemplo, ha caído muy poco en el primer grupo de países (del 3,6% en el período 2003-2008 al 3,4% en el período 2010-2016) y bastante más en América del Sur (del 4,2% al 2,3% entre los mismos períodos) (véase el cuadro III.6).

Cuadro III.6

América Latina y el Caribe: tasas de crecimiento anual del PIB tendencial, 2003-2008 y 2010-2016
(En porcentajes)

	2003-2008	2010-2016
América Latina y el Caribe (18 países)	3,9	2,8
Centroamérica, México y República Dominicana	3,6	3,4
América del Sur	4,2	2,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook*, abril de 2017.

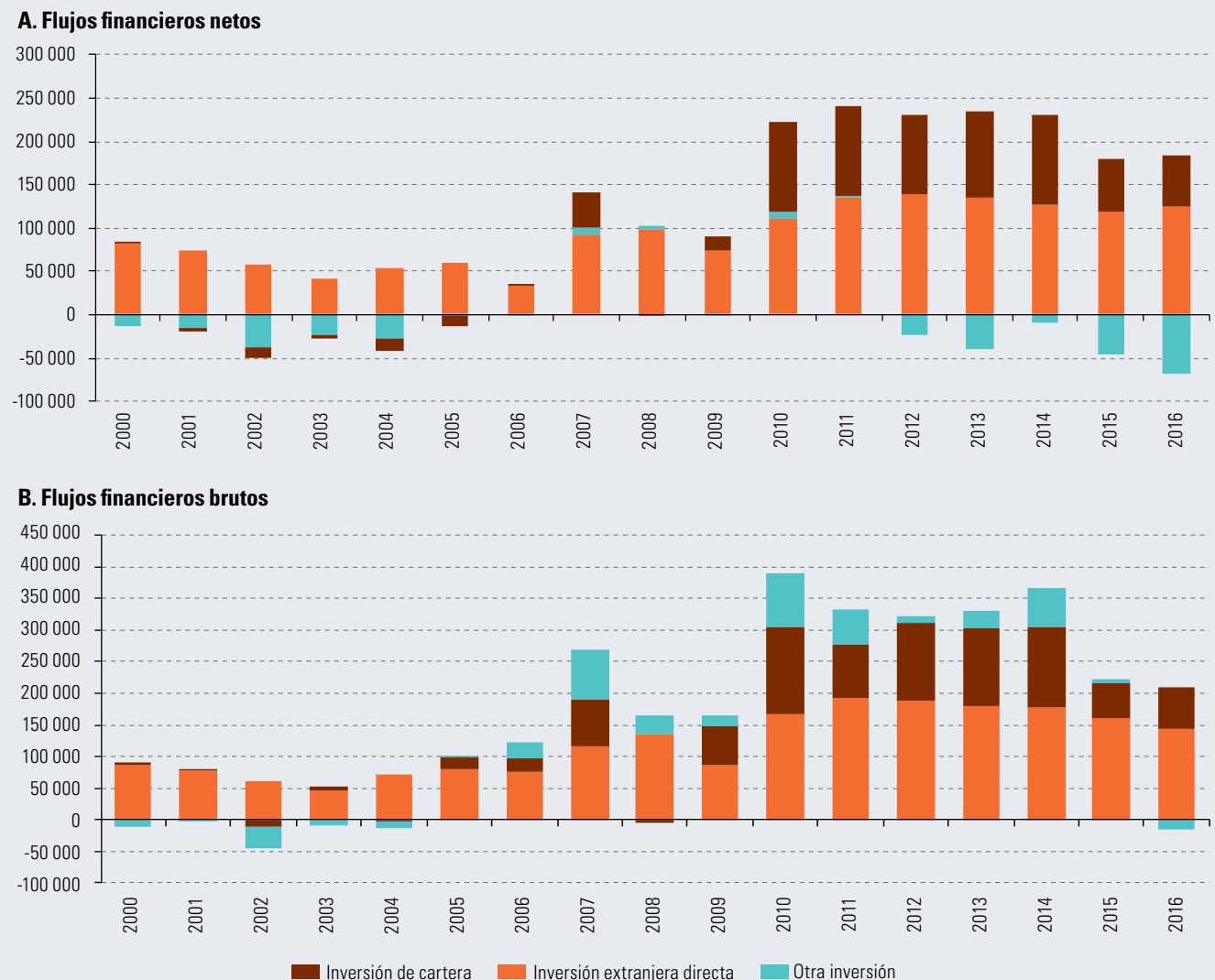
E. La globalización financiera ha permitido mantener el dinamismo de los flujos financieros hacia la región

Contrariamente a lo que ha ocurrido con la demanda agregada externa, el impulso continuo de la globalización financiera ha permitido mantener el dinamismo de los flujos financieros hacia la región.

En el gráfico III.10, se presentan los flujos financieros dirigidos a la región en términos brutos (es decir, correspondientes a movimientos de no residentes) y netos (es decir, la diferencia entre movimientos de residentes y de no residentes). En el gráfico es notorio el hecho de que los flujos brutos y netos hacia la región aumentaron en 2007. Hasta ese año solían bordear los 100.000 millones de dólares anuales y entonces pasaron a un promedio en torno a los 300.000 millones de dólares anuales, luego de la recuperación de los flujos posterior a la crisis financiera mundial.

Gráfico III.10

América Latina y el Caribe: flujos financieros netos y brutos recibidos, 2000-2016
(En millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Base de datos CEPALSTAT y Banco Mundial, "Datos de libre acceso del Banco Mundial" 2017 [en línea] <http://data.worldbank.org/>.

En segundo lugar, en este nuevo escenario los flujos de inversión son más diversos que en el período anterior, gracias a un crecimiento notable de la otra inversión y de la inversión de cartera. El único año anterior a la crisis financiera mundial en que el comportamiento de estos flujos fue similar al de los años más recientes es 2007, lo que hace percibir el retroceso que se produjo en 2008 y 2009 como un traspié en un proceso de cambio más permanente. Hay que notar, sin embargo, que los niveles registrados en 2015 y 2016 parecen escapar a la tendencia de los años anteriores, porque el volumen de flujos brutos dirigidos a la región disminuyó notablemente en el caso de la inversión de cartera y la otra inversión, coincidiendo con la paulatina alza de las tasas de interés en los Estados Unidos, que se espera continúe y a la que se estima que se sumará la zona del euro en los próximos años. No obstante, en el período posterior a la crisis los flujos financieros tanto en términos brutos como netos superan ampliamente los registrados en el período anterior a la crisis.

Esto ha implicado que, al contrario de lo ocurrido en otros períodos, en el período 2010-2015 las interrupciones súbitas de capital hayan sido prácticamente inexistentes (con la excepción de la registrada en Colombia a fines de 2015) (véase el cuadro III.7).

Cuadro III.7

América Latina:
episodios extremos de
flujos financieros brutos,
1990-2015^a
(En números)

Período	Interrupciones súbitas	Oleadas	Fugas	Repatriaciones	Total
1990-1999	7	5	3	4	19
2000-2007	0	8	8	1	17
2008-2009	4	0	2	4	10
2010-2015	1	2	2	1	6

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

^a Se consideran episodios en el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú.

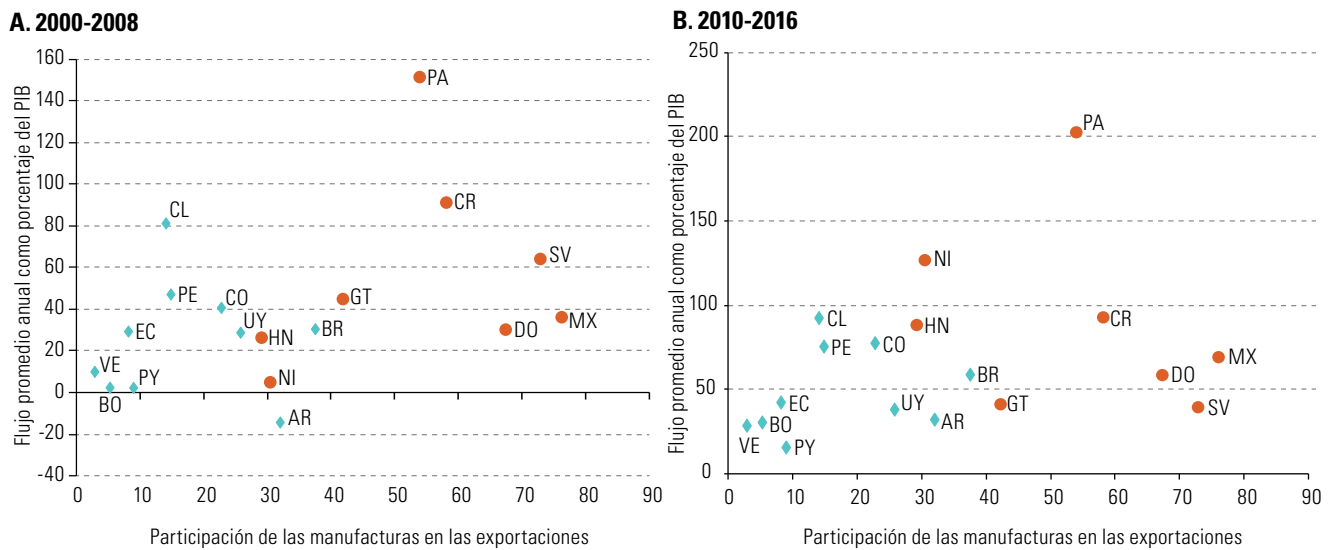
Las cifras presentadas en el cuadro III.7 corresponden a datos del Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú, países que concentran aproximadamente el 80% de los flujos financieros dirigidos a la región. Para elaborarlas, se tomó la suma de la inversión directa, de cartera y otra inversión realizada por no residentes en cada trimestre y la suma de las partidas equivalentes realizadas por residentes y se analizó el número de episodios extremos de estos flujos en los cinco países mencionados⁵. En el cuadro se distingue entre movimientos hacia el país realizados por no residentes (interrupciones súbitas y oleadas) y por residentes (fugas y repatriaciones). Desde 1990 hasta 2007, se contabilizan en la muestra de países 36 episodios extremos (19 en el período 1990-1999 y 17 en el período 2000-2007), con un promedio de 2 por año y una mayor abundancia relativa de interrupciones súbitas en la década de 1990 (7 episodios) y de oleadas en los años correspondientes a la década de 2000 (8 episodios). El promedio anual de episodios cae a la mitad en el escenario posterior a la crisis financiera mundial, en que el volumen de flujos ha sido más alto y más estable, especialmente el correspondiente a movimientos de no residentes. Entre estos, en el período 2010-2015 solo se anotan 3 episodios extremos (1 interrupción súbita y 2 oleadas), frente a 8 episodios (todos oleadas) registrados durante el auge de los productos básicos.

⁵ La metodología es la desarrollada por Forbes y Warnock (2012) y empleada por Klein (2017) para América Latina y opera de la siguiente manera: para cada tipo de flujo se computa la variación interanual y luego se pregunta si esta variación es inusualmente grande y positiva (oleada o repatriación, según corresponda a movimientos de no residentes o de residentes, respectivamente) o inusualmente grande y negativa (interrupción súbita o fuga, según el mismo criterio). Se clasifica como un episodio extremo si la variación se encuentra dos desviaciones estándares por encima o por debajo de su media móvil por al menos un trimestre. Si este requisito se cumple, se registra como fecha de inicio del episodio el trimestre en que la variación se distanció al menos una desviación estándar de la media y se considera como fecha de término del episodio el trimestre en que su distancia respecto de la media vuelve a ser menor a una desviación estándar.

Además, la evidencia muestra que la dinámica de los flujos financieros no está estadísticamente relacionada con la estructura productiva y, en este sentido, su impacto ha sido más homogéneo entre subregiones. En el gráfico III.11 se puede observar que, a diferencia de lo que ocurre con los términos de intercambio, no hay una fuerte asociación estadística entre la estructura exportadora de los países y los flujos de capital, ni dentro de cada período ni al comparar los dos períodos considerados.

Gráfico III.11

América Latina: promedio de los flujos financieros anuales como proporción del PIB y participación de las manufacturas en el total de exportaciones, 2002-2008 y 2010-2016
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Base de datos CEPALSTAT y Banco Mundial, "Datos de libre acceso del Banco Mundial" 2017 [en línea] <http://data.worldbank.org/>.

Nota: Un análisis estadístico muestra que el coeficiente de correlación entre el flujo financiero promedio anual y la participación de las manufacturas en las exportaciones como porcentaje del total no es estadísticamente significativo con un nivel de confianza del 95% para ambos períodos considerados.

F. El dinamismo de las finanzas ha tenido dos consecuencias en la región: el crecimiento del crédito para los hogares y una mayor dependencia del sector corporativo no financiero de las fuentes externas de financiamiento

A nivel financiero, la región atraviesa un contexto de rápido aumento del crédito al sector privado y de incremento de los niveles de deuda de los hogares. Este fenómeno se produce con mayor intensidad en algunas de las economías cuya estructura productiva es más vulnerable a los choques externos. En el cuadro III.8 puede apreciarse que en el período 2010-2015 la tasa de crecimiento del coeficiente entre crédito privado y PIB fue mayor en América del Sur que en Centroamérica.

Cuadro III.8

América Latina y el Caribe: tasa de crecimiento de la razón entre crédito privado y PIB, 1995-2008 y 2010-2015
(En porcentajes)

	1995-2008	2010-2015
América Latina y el Caribe (18 países)	2,0	4,4
Centroamérica	3,4	3,7
América del Sur	0,9	5,0

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco Mundial, 2016.

Más allá de la pregunta por la tendencia ascendente del crédito, que puede reflejar una sana profundización financiera de la economía, surge la pregunta por los ciclos de crédito, que permiten, por un lado, alertar sobre una posible fragilidad futura del sistema financiero y, por otro, saber cuánto espacio disponible existe en el corto plazo para seguir alimentando la demanda por esta vía. En el gráfico III.12 se puede apreciar que las brechas de crédito han aumentado en el caso de varios países de América del Sur, incluidos el Brasil, Chile y Colombia. Salvo el Brasil, todos los países de esta muestra cuentan con menores holguras crediticias en la actualidad que las que tuvieron al momento de la crisis financiera mundial.

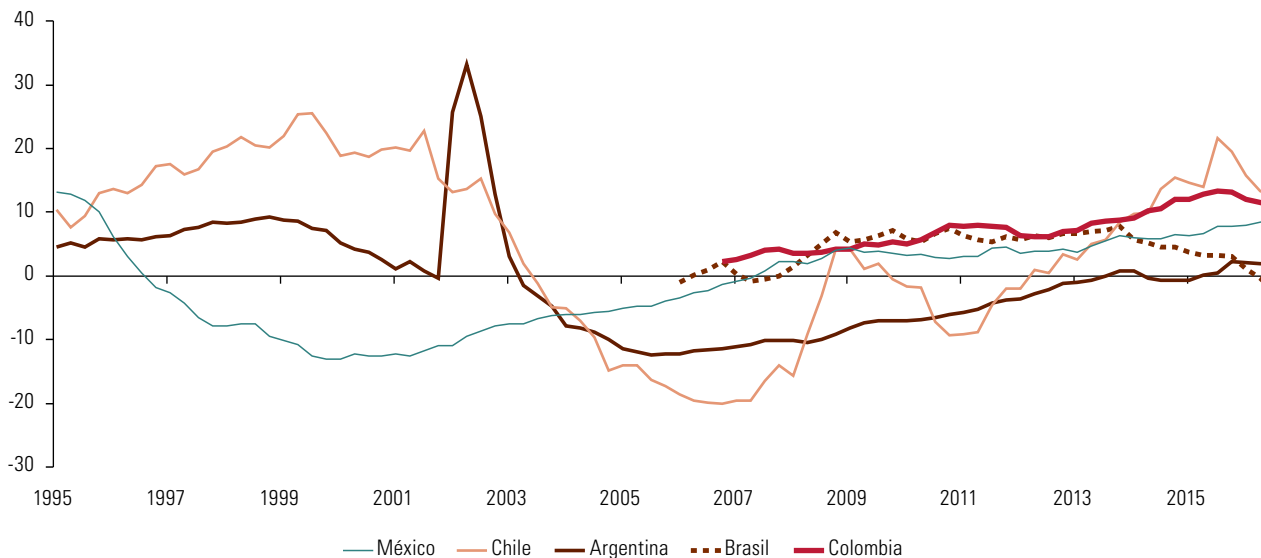
La situación de la deuda de los hogares, sobre la que hay evidencia disponible, refuerza este mensaje: existen elevados niveles de endeudamiento de los hogares en el Brasil y Chile, y una tendencia general al aumento que es compartida por Colombia y México, aunque en estos últimos países los niveles de deuda son bastante más bajos. En el Brasil (véase FMI, 2016a) la deuda promedio de los hogares, como porcentaje de su ingreso disponible, se duplicó en diez años, pasando del 21% en 2006 al 42% en 2016, mientras que el servicio de la deuda del hogar promedio aumentó del 15% al 22% de su ingreso disponible. Aunque no hay por ahora un fenómeno extendido de morosidad, en 2016 se produjo un pequeño aumento de la cartera vencida de grupos específicos de deudores.

Por otra parte, según el Banco Central de Chile en los últimos años el endeudamiento de los hogares de ese país ha aumentado moderada pero persistentemente, desde, en promedio, el equivalente a un 50% del ingreso disponible en 2006 a un 65% en 2016. El servicio promedio de la deuda se ha estabilizado en torno a un 15% del ingreso en el mismo período, lo que no ha generado mayores tensiones financieras; sin embargo, según lo que advierte dicho banco, esta carga financiera relativamente baja está influida por las tasas de interés inusualmente bajas vigentes en el último lustro. En Colombia, la deuda promedio de los hogares como porcentaje de su ingreso

disponible pasó del 28% al 32% en 2015 y el servicio promedio de la deuda aumentó ligeramente del 9% al 9,5% del ingreso disponible. En México, los datos disponibles señalan que entre 2010 y 2015 la deuda promedio de los hogares pasó de representar un 18,4% del ingreso disponible a un 21,7%. No existen datos comparables de 2016, pero en términos de proporción del PIB la deuda de los hogares, a junio de ese año, había aumentado del 15% al 16% (FMI, 2016a, gráfico 4a).

Gráfico III.12

América Latina (países seleccionados): evolución de la brecha de crédito respecto del PIB
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), BIS Statistics, 2017 [en línea] <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

Nota: Se presenta la brecha de crédito respecto del PIB, definida como la diferencia porcentual entre el valor corriente del indicador de crédito respecto del PIB y su tendencia de largo plazo. El crédito considerado corresponde al crédito total entregado al sector privado no financiero y la tendencia de largo plazo es calculada mediante un filtro de Hodrick y Prescott (1997) en su variante de un solo lado.

El endeudamiento también afecta al sector corporativo no financiero. Los países de América Latina, al igual que otras economías emergentes, aprovecharon la creciente importancia de los mercados internacionales de bonos. Entre 2009 y 2016, las emisiones de deuda de América Latina en el mercado internacional de bonos aumentaron de 20.000 a aproximadamente 90.000 millones de dólares, alcanzando un máximo de 150.000 millones de dólares en 2015. En el caso de América Latina y el Caribe, el acervo de deuda externa por pagar se mantuvo en valores cercanos a los 300.000 millones de dólares entre 2000 y 2009, e inició entonces una escalada sostenida y constante hasta alcanzar los 716.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2016 (de ese total, 689.000 millones corresponden a América Latina).

En un análisis por países, los datos muestran que los niveles de endeudamiento externo han aumentado en todas las economías, con excepción de la Argentina y el Ecuador. El acervo de deuda está concentrado principalmente en México y el Brasil (que alcanzan un 32,4% y un 19,8% del total, respectivamente) y en menor medida en Chile (9,1%), la Argentina (7,7%), la República Bolivariana de Venezuela (7,3%), Colombia (7,0%) y el Perú (6,4%). Estas siete economías concentran el 80% del total de la deuda en bonos. Como proporción del PIB, los países que tienen mayor exposición en el mercado de bonos incluyen a varios países de América del Sur (Chile, Colombia, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)) (véase el cuadro III.9).

Cuadro III.9
América Latina (17 países): acervo de deuda internacional y proporción respecto del total y del PIB del país, período 2000-2007 a primer trimestre de 2016
(En miles de millones de dólares y porcentajes)

País	Miles de millones de dólares							Porcentaje del total de América Latina							Porcentaje del PIB del país							
	2000-2007	2008	2009	2012	2014	2015	2016 ^a	2000-2007	2008	2009	2012	2014	2015	2016 ^a	2000-2007	2008	2009	2012	2014	2015	2016 ^a	
Argentina	82 568	56 242	52 552	52 413	50 107	49 632	53 069	26,5	18,7	15,3	9,9	7,7	7,4	7,7	46,9	15,3	15,6	9,0	8,6	8,8	7,8	
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0	0	0	650	1 650	1 650	1 650	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	2,4	5,4	5,0	5,0	
Brasil	81 408	76 104	91 234	148 082	157 452	139 100	136 548	26,2	25,4	26,5	27,9	24,1	20,8	19,8	12,3	4,5	5,5	6,0	6,2	6,5	7,8	
Chile	12 477	12 913	14 762	33 197	54 162	60 444	62 803	4,0	4,3	4,3	6,3	8,3	9,0	9,1	13,2	7,2	8,6	12,5	15,4	20,9	25,2	
Colombia	13 458	17 114	21 951	32 747	41 886	46 807	48 135	4,3	5,7	6,4	6,2	6,4	7,0	7,0	11,1	7,0	9,4	8,9	10,0	11,1	16,0	
Costa Rica	1 707	1 650	1 350	2 350	6 100	7 227	7 227	0,6	0,5	0,4	0,4	0,9	1,1	1,0	9,0	5,4	4,5	5,1	10,2	12,3	13,6	
Ecuador	6 895	6 372	3 301	2 069	2 912	3 747	3 747	2,2	2,1	1,0	0,4	0,4	0,6	0,5	24,3	10,3	5,3	2,4	1,6	2,9	3,7	
El Salvador	2 167	3 380	4 180	5 290	6 104	5 940	5 940	0,7	1,1	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	12,4	15,8	20,2	22,2	21,8	24,4	23,0	
Guatemala	818	1 090	1 090	2 315	3 515	3 515	3 515	0,3	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	3,2	2,8	2,9	4,6	5,2	6,0	5,5	
México	68 010	62 319	76 680	138 233	195 130	209 172	223 598	21,9	20,8	22,3	26,0	29,9	31,2	32,4	9,1	5,7	8,6	11,7	13,7	15,1	18,3	
Nicaragua	1	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Panamá	6 854	9 423	10 755	13 153	17 674	18 495	19 197	2,2	3,1	3,1	2,5	2,7	2,8	2,8	44,2	38,4	40,4	32,9	33,4	35,9	35,5	
Paraguay		0	0	800	2 600	2 880	3 380	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	0,5	-	-	-	3,3	4,5	8,4	10,4	
Perú	6 674	9 722	13 064	27 137	40 411	44 141	44 294	2,1	3,2	3,8	5,1	6,2	6,6	6,4	9,2	8,1	10,8	14,1	16,2	20,0	23,2	
República Dominicana	1 214	1 487	1 415	3 266	6 303	9 828	10 788	0,4	0,5	0,4	0,6	1,0	1,5	1,6	4,5	3,1	2,9	5,4	7,8	9,7	14,4	
Uruguay	5 515	8 509	9 207	10 048	12 726	14 964	14 679	1,8	2,8	2,7	1,9	1,9	2,2	2,1	30,8	28,0	29,1	19,6	20,0	22,2	28,0	
Venezuela (República Bolivariana de)	20 828	33 564	42 963	59 090	54 551	52 037	50 537	6,7	11,2	12,5	11,1	8,4	7,8	7,3	16,4	11,6	18,1	17,8	24,7	21,8	21,7	
Total	310 630	300 167	344 504	530 840	653 283	669 579	689 107	100	100	100	100	100	100	100								

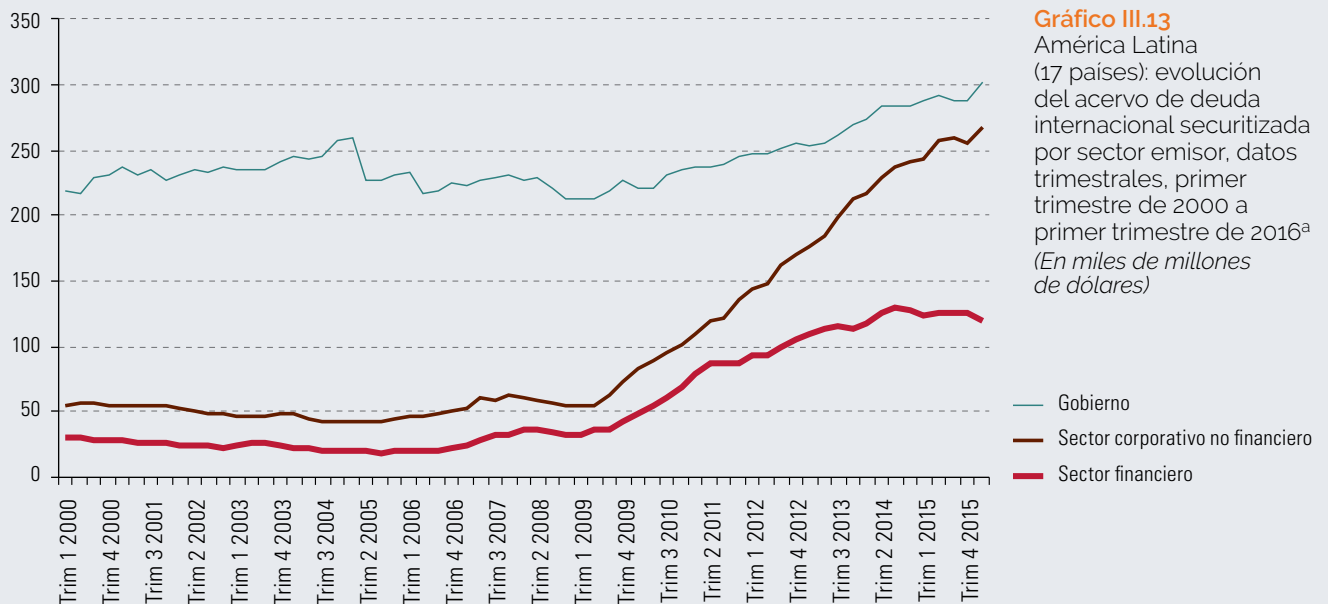
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, "Datos de libre acceso del Banco Mundial" 2017 [en línea] <http://data.worldbank.org/> y Banco de Pagos Internacionales (BPI), BIS Statistics, 2017 [en línea] <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

^a Datos al primer trimestre.

Un análisis más detallado a nivel de sectores institucionales (instituciones financieras, sector corporativo no financiero y gobierno central) para el período 2002-2015 muestra dos tendencias claras, que corresponden a los períodos anterior y posterior a la crisis financiera mundial. En el primer período (2002-2007), el acervo de bonos por pagar no experimentó cambios significativos en las tenencias del gobierno central, del sector financiero o del sector corporativo no financiero. En 2002, el acervo de deuda securitizada del gobierno central alcanzaba los 230.000 millones de dólares, la del sector corporativo no financiero los 51.000 millones de dólares y la del sector financiero los 25.000 millones de dólares. A fines de 2008, estos valores apenas habían variado (llegaban a 213.000, 54.000 y 32.000 millones de dólares, respectivamente).

Sin embargo, en el segundo período considerado (2008-2015) aumentaron los niveles de endeudamiento en los mercados internacionales de bonos de todos los sectores. La mayor expansión de la deuda correspondió al sector corporativo no financiero, que cerró buena parte de la brecha que lo separaba del gobierno central, que hasta entonces era con creces el mayor poseedor de deuda securitizada.

Entre 2008 y 2015, el acervo de deuda internacional securitizada del gobierno central aumentó de 200.000 a 300.000 millones de dólares y el del sector financiero de 37.000 a 119.000 millones de dólares, lo que representa incrementos del 50% y el 221%, respectivamente (véase el gráfico III.13). En el caso del sector corporativo no financiero, el acervo de deuda internacional securitizada subió de 61.000 a 267.000 millones de dólares (es decir, presentó un aumento del 338%).



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), BIS Statistics, 2017 [en línea] <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

^a Los países considerados son: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

Bibliografía

- Banerjee, R., J. Kearns y M. Lombardi (2015), "(Why) Is investment weak?"; *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- Chen, P. L. Karabarbounis y B. Neiman (2017), "The global rise of corporate saving"; *NBER Working Paper*, N° 23133, National Bureau of Economic Research (NBER).
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2016a), "Brazil: 2016 Article IV consultation-press release; staff report; and statement by the Executive Director for Brazil"; *IMF Country Report*, N° 16/348 [en línea] <http://www.imf.org/external/country/BRA/>.
- (2016b), "Chile: 2016 Article IV consultation-press release; staff report; and statement by the Executive Director for Chile"; *IMF Country Report*, N° 16/376 [en línea] <http://www.imf.org/external/country/CHL/>.
- (2016c), "Mexico: 2016 Article IV consultation-press release; staff report; and informational annex"; *IMF Country Report*, N° 16/359 [en línea] <http://www.imf.org/external/country/MEX/>.
- (2015), "Mexico: 2015 Article IV consultation-press release; and staff report"; *IMF Country Report*, N° 15/313, [en línea] <http://www.imf.org/external/country/MEX/>.
- Forbes, K. y F. Warnock (2012), "Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment"; *Journal of International Economics*, vol. 88, N° 2.
- Klein, A. (2017), "The development of international capital flows over time in Latin America"; inédito.
- Oficina del Director del Departamento de Divisas de los Estados Unidos (2017), *Quarterly Report on Bank Derivatives Activities* [en línea] [https://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/dq316.pdf](https://www occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/dq316.pdf).
- Onaran, Y. (2016), "Citigroup, HSBC Jettison customers as era of global empires ends"; Nueva York, Bloomberg, 26 de julio [en línea] <https://www.bloomberg.com/graphics/2016-global-banks>.
- Pérez-Caldentey, E. (2017), "Quantitative Easing (QE), Changes in global liquidity and financial instability"; *International Journal of Political Economy*, por aparecer.
- Shin, H. S. (2009), "Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System"; Princeton University [en línea] <https://pdfs.semanticscholar.org/7082/50cccf76b5943fd1268124c44881875b1591.pdf>.

Anexo III.A1

País	1995-2008	2010-2015
Argentina	-3,4	2,4
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-2,3	6,3
Brasil	0,5	4,0
Chile	5,1	1,9
Colombia	0,8	1,3
Costa Rica	11,5	4,3
Ecuador	0,2	1,6
El Salvador	1,5	1,6
Guatemala	2,5	6,3
Honduras	5,3	2,4
México	-1,1	5,7
Nicaragua	4,7	5,5
Panamá	2,0	0,5
Perú	3,3	6,7
Paraguay	0,3	9,0
República Dominicana	0,6	3,0
Uruguay	0,4	5,1
Venezuela (República Bolivariana de)	4,1	12,2

Cuadro III.A1.1

América Latina (18 países):
tasa de crecimiento de
la razón entre crédito
privado y PIB, 1995-2008
y 2010-2015
(En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco Mundial, 2016.

País	2003-2008	2010-2015	Cambio (en puntos porcentuales)
Nicaragua	5,5	10,9	5,4
El Salvador	1,7	3,6	1,9
Bolivia (Estado Plurinacional de)	7,5	8,5	1,0
Guatemala	2,8	3,7	0,9
Panamá	14,3	14,8	0,5
Ecuador	6,7	5,3	-1,4
México	5,5	2,9	-2,6
Paraguay	6,8	4,1	-2,6
Costa Rica	6,8	3,9	-3,0
República Dominicana	8,3	5,0	-3,3
Colombia	11,0	7,0	-4,0
Honduras	10,5	4,8	-5,8
Chile	10,7	3,6	-7,1
Brasil	6,8	-1,0	-7,8
Perú	14,2	3,4	-10,9
Uruguay	15,8	3,6	-12,2
Argentina	15,2	1,3	-13,9
Venezuela (República Bolivariana de)	22,9	-0,6	-23,5

Cuadro III.A1.2

América Latina (18 países):
crecimiento de la
formación bruta de capital
fijo, 2003-2008 y 2010-2015
(En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco Mundial, 2016.

Nota: Los países están ordenados según la magnitud (decreciente) de la variación en puntos porcentuales.

Cuadro III.A1.3

América Latina (18 países):
crecimiento promedio
del volumen de las
exportaciones, 2003-2008
y 2010-2016
(En porcentajes)

País	2003-2008	2010-2016	Cambio <i>(en puntos porcentuales)</i>
República Dominicana	0,8	8,6	7,8
México	4,2	7,8	3,5
Honduras	4,0	6,1	2,0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	2,9	2,5	-0,3
Costa Rica	6,6	5,6	-0,9
Guatemala	5,2	3,1	-2,1
Panamá	8,4	6,2	-2,2
El Salvador	7,5	5,2	-2,3
Venezuela (República Bolivariana de)	-1,1	-4,2	-3,1
Ecuador	6,3	2,7	-3,6
Argentina	4,2	0,3	-3,9
Perú	7,3	2,9	-4,4
Chile	5,8	1,4	-4,5
Colombia	7,1	1,9	-5,2
Brasil	8,2	2,8	-5,3
Nicaragua	13,8	5,4	-8,4
Paraguay	14,8	5,3	-9,5
Uruguay	11,5	0,7	-10,8

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco Mundial, 2016.

Nota: Los países están ordenados según la magnitud (decreciente) de la variación en puntos porcentuales.

Las políticas económicas en el ciclo

Introducción

- A. Los países de América Latina y el Caribe enfrentan un menor dinamismo de la demanda agregada externa
- B. El aumento del consumo privado como sustento del crecimiento
- C. La evolución del gasto público
- D. El estado del sector corporativo no financiero y la dinámica de la inversión
- E. La política fiscal en el ciclo
- F. La política financiera en el ciclo

Bibliografía

Introducción

Las características del ciclo que atraviesa actualmente América Latina y el Caribe (2009-2016) no son propicias a la acumulación de capital y la generación de capacidades y, por consiguiente, al crecimiento sostenido de largo plazo¹.

El ciclo actual presenta importantes diferencias con los dos ciclos precedentes (1990-2001 y 2002-2008). La dinámica del actual ciclo se explica sobre todo por el dinamismo del consumo privado. El consumo privado es el componente de la demanda agregada que a nivel regional y subregional tiene la mayor duración y amplitud en la fase expansiva del ciclo. Otro de los componentes que sostienen la fase expansiva del ciclo es el gasto de gobierno. De manera contraria, la inversión y las exportaciones —los componentes más dinámicos de la demanda agregada desde el punto de vista de la formación de capital, la creación de capacidad productiva y el crecimiento de largo plazo— han desempeñado un papel menor en la promoción del crecimiento económico.

También ha influido en la dinámica del ciclo actual la menor demanda agregada a nivel global, como consecuencia, en parte, de un estancamiento de la inversión en las economías desarrolladas, lo que ha incidido de manera significativa en la desaceleración del comercio a nivel mundial. Como se argumentó en el capítulo III, este contexto ha afectado a la región tanto por la existencia de términos de intercambio menos favorables como por una merma de su volumen de exportaciones. En la medida en que perdure el bajo dinamismo de la demanda agregada a nivel global, será difícil para la región retomar el crecimiento en el corto y mediano plazo por medio del sector exportador, como ocurrió en el ciclo 2002-2008. Además, la baja elasticidad ingreso de las exportaciones de la región es un factor que limita aún más esta opción.

En los países exportadores de materias primas, la disminución de las exportaciones ha afectado también el crecimiento de la inversión, impactando a la baja en la productividad. En el caso de algunos países, el desempeño de la inversión se ha visto afectado también por el aumento de la deuda corporativa y la caída de la rentabilidad empresarial.

La desaceleración de la actividad real ha redundado en una disminución de los ingresos fiscales que no ha sido acompañada, en general, por un ajuste del gasto, impulsando así el déficit fiscal y los niveles de deuda pública.

Por su parte, el continuo impulso de la globalización financiera se ha reflejado, en este ciclo y pese a los efectos de la crisis financiera mundial, en altos volúmenes de flujos financieros (en particular, de inversión extranjera directa) hacia la región, a pesar de la disminución registrada en 2015 y 2016. Esto ha permitido, en parte, mantener elevados niveles de liquidez y crédito, lo que ha sostenido el crecimiento del consumo privado, que ha ido de la mano con mayores niveles de endeudamiento.

Para retomar el crecimiento de largo plazo se requiere cambiar la dinámica del ciclo. Esto, a su vez, requiere de políticas macroeconómicas que no solo se concentren en reducir las fluctuaciones cíclicas, sino que afronten también el desafío de modificar las características específicas del ciclo que influyen negativamente en el crecimiento y la estructura productiva de los países de la región. En este sentido, las políticas contracíclicas no son neutras en relación con el comportamiento de las economías en el largo plazo. La manera en que se formulen y apliquen las políticas anticíclicas, incluido el momento de su implementación y el tipo de instrumentos utilizados, conforma y determina, junto con otros factores, la tendencia de crecimiento a largo plazo de las economías.

Para este fin, las políticas anticíclicas no solo deben encauzar el ciclo a través de las variaciones del nivel de la demanda agregada. También deben centrarse en la

¹ Véase el análisis que se presenta en el capítulo II.

composición de la demanda agregada. Por una parte, esto conlleva la necesidad de mantener la duración e intensidad de la expansión y evitar que se recurra a la inversión pública como variable de ajuste durante las fluctuaciones cíclicas.

Por otra parte, significa que los países deberían recurrir al conjunto de instrumentos de reglamentación macroprudencial, y no limitarse a gestionar la cuenta de capital de la balanza de pagos y la reglamentación financiera anticíclica, a fin de monitorear el nivel y la composición de la demanda agregada. De hecho, la supervisión del nivel y la composición de la demanda requiere de diversos instrumentos, que deberían ser específicos para cada contexto y contingencia. Esto entraña una reflexión y una definición sobre el tipo de instrumentos que son adecuados en distintos contextos y situaciones.

En este capítulo se retoman los análisis de los dos capítulos precedentes con el fin de examinar las limitantes de las distintas opciones de crecimiento y plantear posibles alternativas.

A. Los países de América Latina y el Caribe enfrentan un menor dinamismo de la demanda agregada externa

En las economías abiertas y pequeñas, como es el caso de la mayoría de las economías de la región, el desempeño del sector externo cumple un papel central en la dinámica del crecimiento económico.

En el caso de América Latina y el Caribe, se observa una correlación estadísticamente significativa entre las tasas de crecimiento de las exportaciones y del PIB para los distintos grupos de países, incluidos los exportadores de hidrocarburos, de productos agrícolas y de productos mineros y el grupo conformado por Centroamérica y la República Dominicana. Las correlaciones más elevadas se presentan en el caso de los exportadores de productos agrícolas y los exportadores de productos mineros (0,65 y 0,52, respectivamente) (véase el cuadro IV.1).

Grupos de países	PIB y exportaciones	PIB y tipo de cambio real efectivo	Exportaciones y tipo de cambio real efectivo
Exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia y Ecuador)	0,2446** (0,0344)	[-0,0075] (0,9489)	0,2429** (0,0358)
Exportadores de productos agrícolas (Paraguay y Uruguay)	0,6532*** (0,0000)	0,2854** (0,0445)	0,1678 (0,2441)
Exportadores de productos mineros (Chile y Perú)	0,5202*** (0,0001)	0,058 (0,9679)	0,1372 (0,3421)
Centroamérica y República Dominicana	0,3965*** (0,0000)	0,0241 (0,7346)	0,0184 (0,7964)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), base de datos CEPALSTAT.

Nota: ** Estadísticamente significativo al 5%; *** Estadísticamente significativo al 1%.

Cuadro IV.1

América Latina (grupos seleccionados de países): coeficiente de correlación entre las tasas de crecimiento del PIB y de las exportaciones, del PIB y del tipo de cambio real efectivo, y de las exportaciones y del tipo de cambio real efectivo, 1990-2016

A diferencia del resto de los componentes de la demanda agregada interna, las exportaciones son el único componente verdaderamente autónomo, ya que su comportamiento no depende del ingreso y está determinado desde fuera del sistema económico. Las exportaciones son también el único componente de la demanda agregada que puede generar los flujos de divisas para financiar los insumos importados que se requieren para potenciar el desarrollo económico (Thirlwall, 2003).

En este sentido, el aumento de las exportaciones tiene no solo un impacto directo en el crecimiento, sino que permite a la par un incremento del resto de los componentes de la demanda por encima del que hubieran experimentado si no hubiera exportaciones.

Por último, el aumento del dinamismo exportador puede tener un efecto positivo en la productividad, ya que permite la importación de bienes de capital que no son producidos localmente. Además, la acumulación de capital, la oferta de trabajo y el progreso tecnológico son, en parte, si no enteramente, endógenos al sistema económico y responden a presiones de la demanda².

De manera tradicional, el desempeño exportador depende de la demanda externa y su elasticidad ingreso asociada (es decir, la elasticidad ingreso de las exportaciones) y de los precios relativos (tipo de cambio real) y su elasticidad precio asociada (es decir, la elasticidad precio de la demanda de las importaciones y de la demanda de exportaciones). Como se argumentó en los capítulos II y III, en el ciclo actual los países de América Latina y el Caribe enfrentan un menor dinamismo de la demanda agregada externa, lo que dificulta, en el corto y mediano plazo, el impulso del crecimiento económico a través de las exportaciones.

² Véase McCombie y Thirlwall (1994).

En este contexto, un segundo factor que limita la potenciación del crecimiento económico a través de las exportaciones es la baja elasticidad ingreso de las exportaciones para la mayoría de los países de América Latina y el Caribe. Como se muestra en el cuadro IV.2, la elasticidad ingreso de las exportaciones varía entre 0,0669 y 0,1647 para los países exportadores de hidrocarburos; entre 0,2398 y 0,3247 para los países exportadores de productos agrícolas; entre 0,1847 y 0,2317 para los países exportadores de productos mineros, y entre 0,1116 y 0,3217 para el grupo conformado por Centroamérica, México y la República Dominicana.

Cuadro IV.2

América Latina (16 países): elasticidad ingreso de las exportaciones, 1990-2016

	Exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia y Ecuador)	Exportadores de productos agrícolas (Paraguay y Uruguay)	Exportadores de productos mineros (Chile y Perú)	Centroamérica, México y República Dominicana	Otros
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0,1076** (0,015) [-0,1433]** (0,012)				
Colombia	0,0669 (0,586) [-0,2345]** (0,017)				
Ecuador	0,1647 (0,140) [-0,0923]** (0,050)				
Paraguay		0,2398*** (0,000) [-0,3280]** (0,000)			
Uruguay		0,3247*** (0,004) [-0,3280] (0,162)			
Chile			0,2317** (0,012) [-0,3964]** (0,000)		
Perú			0,1847* (0,054) [-0,2017] (0,133)		
Costa Rica				0,3217*** (0,000) [-0,0900] (0,225)	
El Salvador				0,1472*** (0,004) [-0,0338] (0,762)	
Guatemala				0,1343*** (0,003) [-0,0666] (0,123)	
Honduras				0,2310*** (0,000) 0,0546 (0,491)	
México				0,0766 (0,334) [-0,1925]** (0,000)	
Nicaragua				0,1116** (0,046) 0,0084 (0,951)	
Panamá				0,1296** (0,018) [-0,0886] (0,633)	
República Dominicana				0,1249* (0,092) [-0,0425] (0,281)	
Brasil					0,0784 (0,181) [-0,1353]** (0,003)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), base de datos CEPALSTAT.

Nota: Las elasticidades se obtuvieron sobre la base de métodos econométricos de cointegración.

Para cada país se incluye el valor del coeficiente (la elasticidad ingreso de las exportaciones), el error estándar (entre paréntesis) y las probabilidades asociadas. * = significativo al 10%; ** = significativo al 5%; *** = significativo al 1%.

Dado el escaso impulso exportador generado mediante el ingreso del resto del mundo y su elasticidad asociada, el crecimiento a través del sector exportador debiera descansar, en mayor medida, en el papel que pueden desempeñar los precios relativos como el tipo de cambio real. En este sentido, se puede argumentar que las variaciones del tipo de cambio real permiten generar una asignación de recursos favorable a la diversificación exportadora y al crecimiento económico. Los niveles de tipo de cambio real competitivos, como los que predominan en algunos países de América Latina y el Caribe, podrían abrir una oportunidad para la diversificación productiva y exportadora, que permitiría transferir recursos desde los sectores más tradicionales, afectados por la baja de sus precios internacionales, hacia aquellos que han sido impactados favorablemente por los movimientos del tipo de cambio real.

No obstante, la evidencia empírica disponible correspondiente al período 1990-2016 muestra que la correlación entre las variaciones del tipo de cambio real efectivo y del PIB no es, por lo general, significativa, con la excepción del grupo de países exportadores de productos agrícolas. De la misma manera, no hay evidencia de una correlación positiva y estadísticamente significativa entre las tasas de variación de las exportaciones y del tipo de cambio real, con la excepción de los países exportadores de hidrocarburos (véase el cuadro IV.1).

Este resultado puede deberse al hecho de que los precios relativos expresados en una moneda común pueden no variar lo suficiente como para provocar un cambio significativo en el desempeño exportador. En la literatura al respecto se explica esto por medio de cuatro factores: el hecho de que los cambios de precios se ajustan a las variaciones de los tipos de cambio nominales, la existencia de mercados altamente competitivos, la existencia de estructuras de mercado oligopólicas y la existencia de mecanismos de negociación salarial a nivel nacional (McCombie y Thirlwall, 1994).

B. El aumento del consumo privado como sustento del crecimiento

Tradicionalmente se ha planteado que el consumo privado depende del ingreso y de factores asociados al ingreso, como la riqueza. En este sentido, el consumo privado enfrenta una gran dificultad para transformarse en un factor de crecimiento económico: el consumo solo puede crecer si existe un aumento del ingreso y la riqueza.

El papel que cumple el sistema financiero, que ha permitido el endeudamiento de los hogares por encima de sus posibilidades de ingreso (y, en algunos casos, a pesar de una disminución de su ingreso), ha redundado en que de alguna manera el consumo sea independiente (hasta cierto límite) del ingreso. De este modo, el sistema financiero y la posibilidad de endeudamiento han dotado al consumo de la capacidad de constituirse en un componente parcialmente autónomo de la demanda y, en consecuencia, transformarse en un factor impulsor del crecimiento económico³.

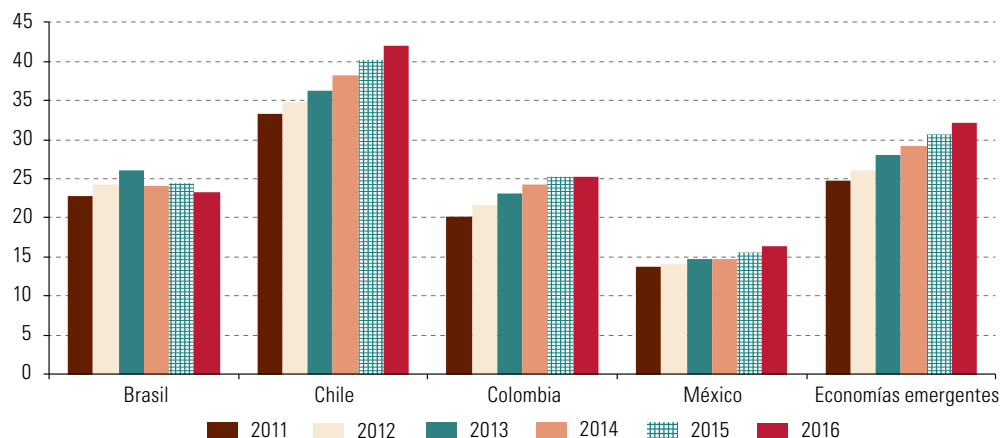
Este tipo de estrategia tiene una limitante importante que surge de la posibilidad de que una situación de endeudamiento imponga una carga financiera desproporcionada en comparación con el ingreso, lo que puede generar situaciones insostenibles en el tiempo.

La evidencia disponible sobre el Brasil, Chile y Colombia muestra, en general, un aumento de la carga financiera en el período 2006-2016 y un claro aumento del crédito otorgado a los hogares como proporción del PIB en el período 2011-2016, fenómeno, este último, que coincide con la tendencia del promedio de las economías emergentes a nivel mundial (véanse los gráficos IV.1 y IV.2).

Entre 2006 y 2016, la carga financiera de los hogares aumentó en el Brasil del 17,4% al 21,3% y en Chile del 12,9% al 15,4%; en Colombia, dicha carga aumentó del 21,2% en 2010 al 22,0% en 2014 y en México, del 7,5% en 2006 al 8,0% en 2014. Los incrementos del crédito a los hogares como proporción del PIB fueron más pronunciados: entre 2011 y 2014 este indicador aumentó del 22,8% al 23,4% en el Brasil; del 33,3% al 40,2% en Chile; del 20,1% al 25,2% en Colombia, y del 13,7% al 15,5% en México. El Banco de Pagos Internacionales (BPI) también informa sobre un aumento en el mismo período del 24,7% al 31,8% del PIB en el conjunto de las economías emergentes.

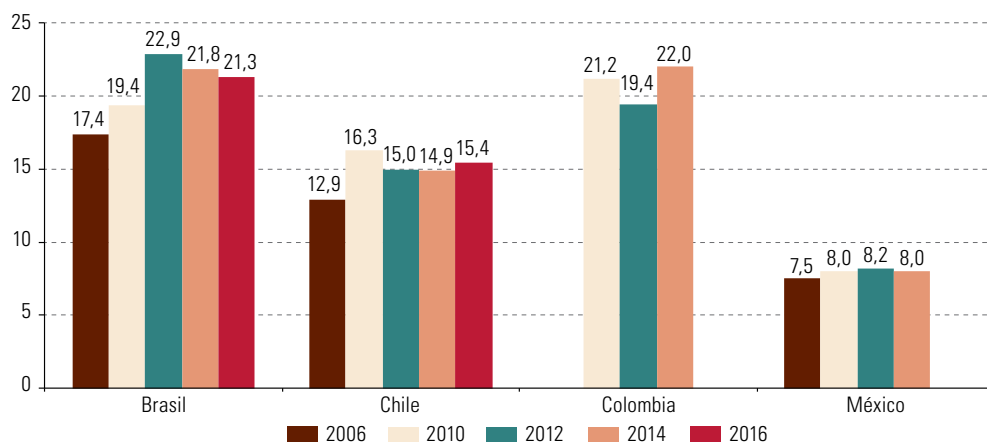
Gráfico IV.1

América Latina (países seleccionados): deuda de los hogares, 2011-2016
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), Global Liquidity Indicators [en línea] <http://www.bis.org/statistics/gli.htm>.

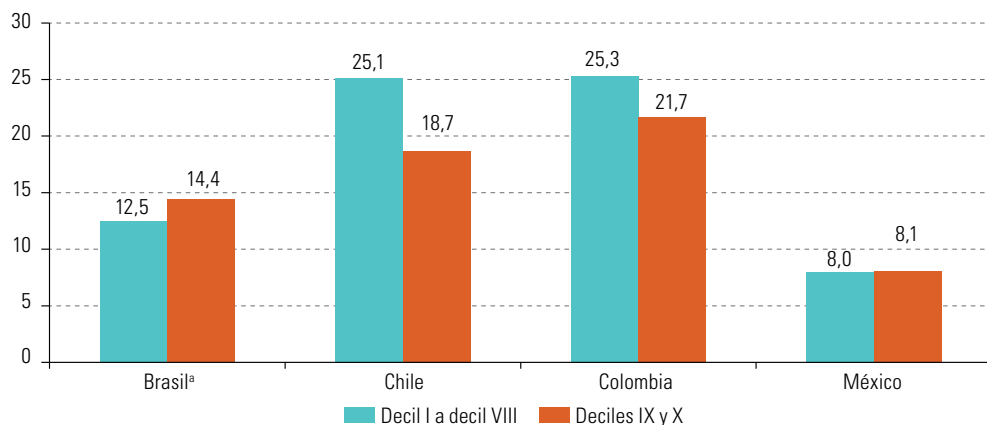
³ Véase el capítulo III.

**Gráfico IV.2**

América Latina (países seleccionados): carga financiera promedio de los hogares, 2006-2016 (En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de los bancos centrales de cada país.

Las cifras por estratos de ingreso, agrupando a los hogares en una categoría que comprende al 80% más pobre (decil I a decil VIII) y otra que comprende al 20% más rico (deciles IX y X), para los mismos países, muestran (con la excepción del Brasil) que el peso de la deuda es igual o mayor en el primer grupo que en el segundo (véase el gráfico IV.3). En los casos de Chile y Colombia, la carga financiera de los hogares de menores ingresos es del 25,1% y el 25,3%, respectivamente, mientras que la de los hogares de mayores ingresos es del 18,7% y el 21,7%, respectivamente. En el caso de México, la carga financiera es prácticamente igual para ambos grupos (8%)⁴.

**Gráfico IV.3**

América Latina (países seleccionados): carga financiera de los hogares, por estratos de ingresos, 2014 (En porcentajes del ingreso mensual del hogar)

Fuente: Brasil, Fondo Monetario Internacional (FMI), sobre la base de Encuesta de Presupuestos Familiares 2008/2009, 2013; Chile, Banco Central de Chile, *Encuesta Financiera de Hogares 2014: principales resultados*, Santiago, 2015; Colombia, Banco de la República, *Informe especial de estabilidad financiera. Carga financiera*, Bogotá y Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), 2014; México, BBVA Research, sobre la base de Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares, 2014 y *Situación banca México*, enero de 2016.

^a Las cifras del Brasil corresponden a 2008.

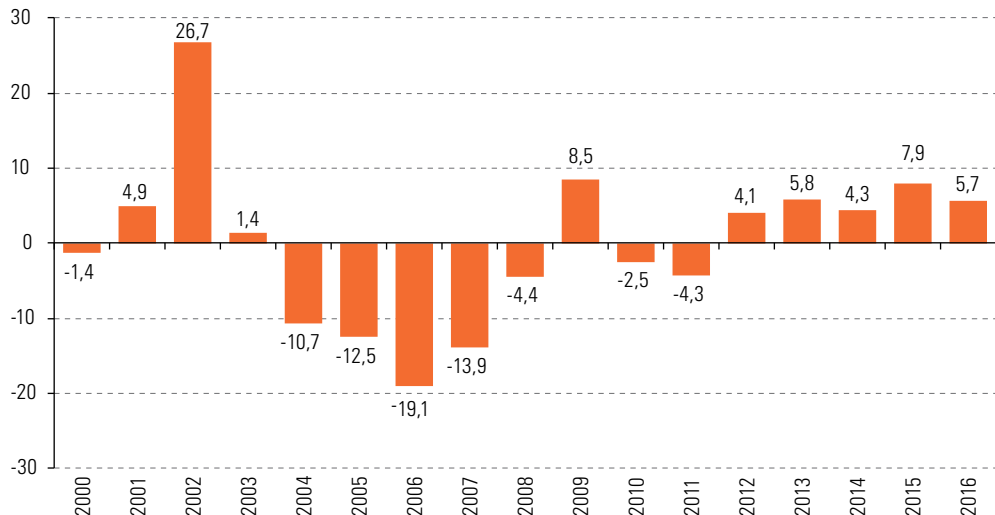
En un contexto de bajo crecimiento, el aumento de la deuda difícilmente puede constituir un motor del crecimiento económico. Además, el hecho de que los hogares de menores ingresos tengan la mayor carga financiera impone límites a los efectos expansivos de aumentar la penetración financiera en esos sectores, donde hoy la profundización financiera podría considerarse como una posibilidad sin poner en riesgo la capacidad de pago.

⁴ En el caso de Chile, del cual hay información más detallada, el banco central informa, sobre la base de la Encuesta Financiera de Hogares 2014, que los hogares de los cinco deciles más pobres representan el 14% del total de las deudas de consumo, a pesar de que en el país la penetración de la deuda está bastante avanzada y un 58% de los hogares de esos deciles registran deudas de consumo. De acuerdo con estas cifras, tres quintos de la mitad más pobre de los hogares están endeudados, con cargas financieras que llegan a un cuarto de su ingreso mensual, y su deuda representa en conjunto menos de un 15% del total de la deuda de consumo.

C. La evolución del gasto público

Otro de los componentes de la demanda que puede incidir en el crecimiento es el gasto público. En el período 2009-2016 la deuda pública del gobierno central y del sector público no financiero central ha aumentado a nivel regional y subregional, mostrando desde 2012 una tendencia al alza en línea con el aumento del déficit fiscal promedio de la región (véase el gráfico IV.4). Sin embargo, después de un incremento importante en 2015, se observa una desaceleración del crecimiento de la deuda pública en 2016 y se espera que esta tendencia continúe en 2017 (véase el capítulo I).

Gráfico IV.4
América Latina
(promedio de 19 países):
variación interanual
de la deuda pública
bruta del sector público
no financiero como
proporción del producto,
2000-2016
(En porcentajes)



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

Resulta importante destacar que existe una gran heterogeneidad de tendencias entre los países, como reflejo de la situación económica que enfrenta cada uno y de las diferentes medidas de consolidación fiscal adoptadas para resguardar la sostenibilidad de las cuentas públicas en el mediano plazo. Como se ilustra en el gráfico IV.5, el promedio de la deuda pública bruta del sector público no financiero de los países de América Latina es de un 40,6% del PIB en 2016 y la deuda pública supera ese promedio en ocho países: Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Honduras, México y Uruguay. Entre ellos, destacan los casos del Brasil, Colombia, Costa Rica y México, donde el peso de la deuda pública continuó aumentando entre 2015 y 2016. En cambio, en la Argentina, El Salvador y Honduras la deuda pública se mantuvo relativamente estable, con aumentos inferiores a 1 punto del PIB. Por su parte, en el Uruguay la deuda pública disminuyó en relación con el producto, pasando del 52,5% del PIB al 51,3% del PIB.

En el Caribe el peso de la deuda pública, aún muy elevado, se ha reducido levemente en los últimos años. Entre 2015 y 2016, el promedio de la deuda pública del sector público no financiero de los países de la subregión bajó del 79,4% del PIB al 79,2% del PIB, es decir, disminuyó 0,2 puntos del PIB (véase el gráfico IV.6). Resulta importante destacar que en algunos países se han producido entre 2015 y 2016 reducciones mayores que la del promedio: Dominica (-6,9 puntos del PIB), Granada (-5,6 puntos del PIB) y Saint Kitts y Nevis (-4,9 puntos del PIB). Por otro lado, el peso de la deuda pública ha aumentado sustancialmente en Belice (10,3 puntos del PIB), Suriname (4,4 puntos del PIB) y Santa Lucía (3,4 puntos del PIB).

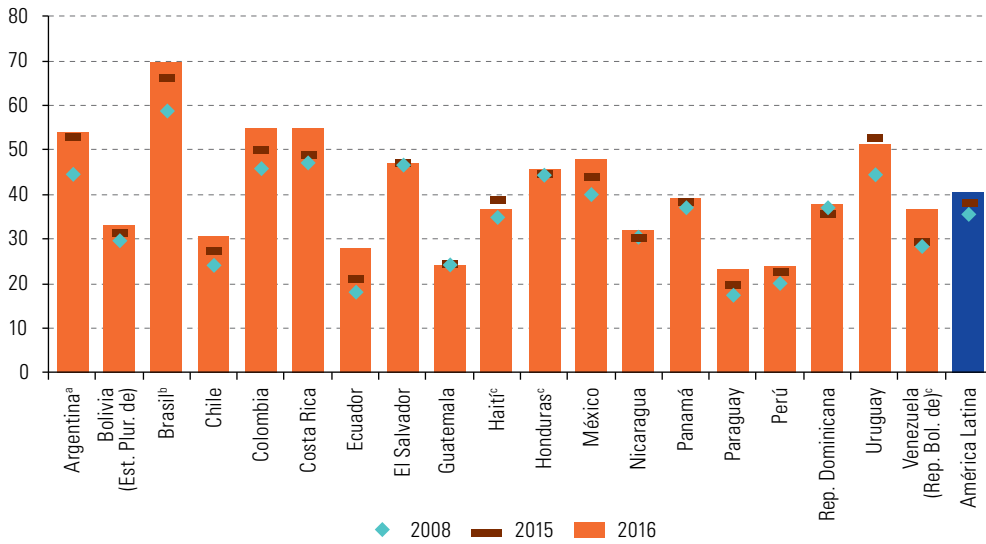


Gráfico IV.5
América Latina (19 países):
deuda pública bruta
del sector público no
financiero, 2008, 2015
y 2016
(En porcentajes del PIB)

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

^a Sector público nacional no financiero.

^b Gobierno general.

^c Gobierno central.

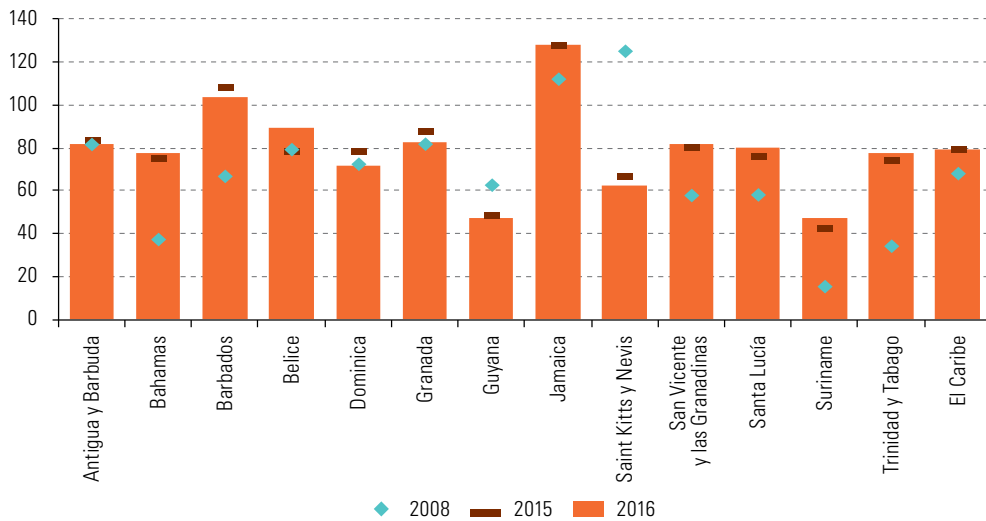


Gráfico IV.6
El Caribe (13 países):
deuda pública bruta
del sector público no
financiero, 2008, 2015
y 2016
(En porcentajes del PIB)

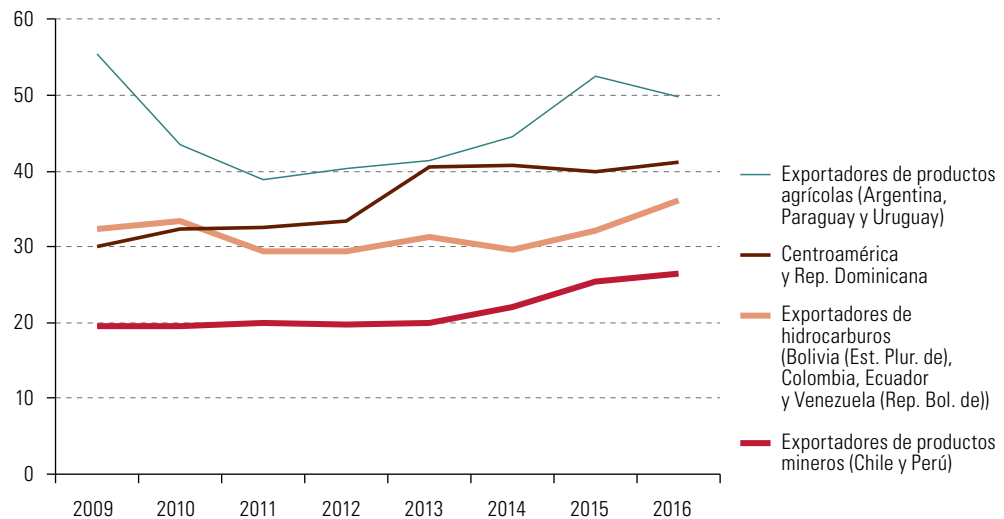
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales, 2017.

Al considerar la deuda pública del sector público no financiero según la estructura productiva de los países, se observa que esta aumentó en todos los grupos considerados (exportadores de hidrocarburos, exportadores de productos agrícolas, exportadores de productos mineros y el grupo conformado por Centroamérica y la República Dominicana). No obstante, los datos muestran una evidente heterogeneidad entre estos grupos (véase el gráfico IV.7).

Por un parte, los países exportadores de productos agrícolas y los del grupo conformado por Centroamérica y la República Dominicana tienen los mayores niveles de deuda pública (del 50% y el 41% del PIB en 2016, respectivamente). No obstante, las tasas de endeudamiento de estos grupos presentan a la vez un menor crecimiento. Por otra parte, los países exportadores de hidrocarburos y de productos mineros tienen los menores niveles de endeudamiento (del 36% y el 26% del PIB en 2016, respectivamente) y muestran una mayor propensión al endeudamiento.

Gráfico IV.7

América Latina (grupos seleccionados de países): deuda del sector público no financiero, por estructura productiva, 2009-2016 (En porcentajes del PIB)

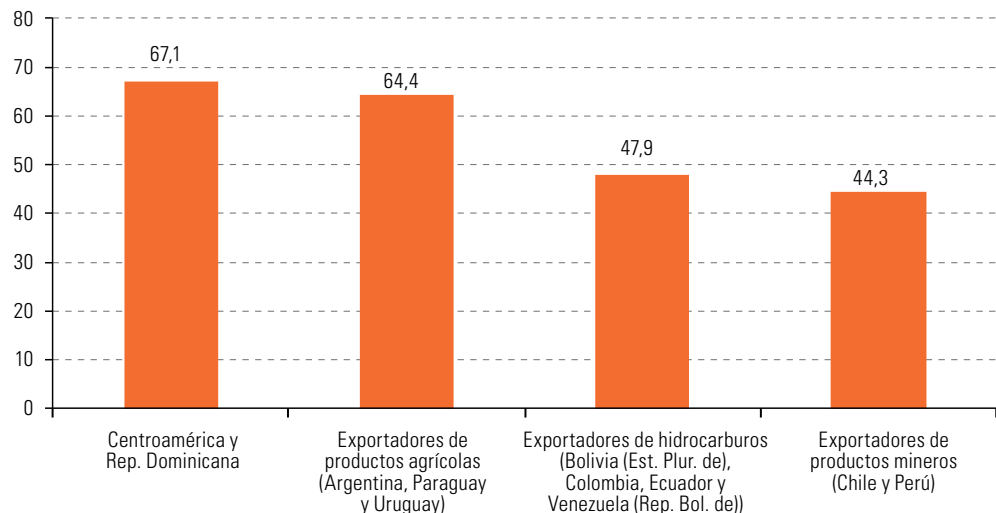


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), base de datos CEPALSTAT.

La descomposición de la deuda en interna y externa muestra un resultado similar. La deuda externa del grupo conformado por Centroamérica y la República Dominicana y de los países exportadores de productos agrícolas alcanza una mayor participación en el total (un 67,1% y un 64,4% en 2016, respectivamente). Al contrario, la deuda externa de los países exportadores de hidrocarburos y de los exportadores de productos mineros presenta una menor participación en el total (un 47,9% y un 44,3%, respectivamente) (véase el gráfico IV.8).

Gráfico IV.8

América Latina (grupos seleccionados de países): participación de la deuda externa del sector público no financiero en el total de la deuda del sector, por estructura productiva, 2016 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), base de datos CEPALSTAT.

El análisis del efecto de los niveles de deuda pública y de la acumulación de la deuda pública en el crecimiento económico es central para el diseño de políticas que permitan equilibrar los beneficios y los costos de las expansiones fiscales. Existe un consenso entre los economistas y los encargados del diseño de políticas en el sentido de que la continua acumulación de deuda pública tiene efectos negativos en el crecimiento económico de mediano y largo plazo y en el nivel de bienestar.

Entre los mecanismos de transmisión que tradicionalmente ha señalado la literatura sobre el tema se incluyen la mayor incertidumbre, el aumento de los costos de endeudamiento, la expectativa de mayores impuestos futuros, el efecto de desplazamiento de la inversión privada y los efectos del exceso de endeudamiento en las tasas de retorno.

Aparte de su nivel, la composición de la deuda pública entre interna y externa es otro de los factores que pueden incidir en su impacto en el crecimiento económico. Una mayor proporción de deuda externa en relación con la deuda interna puede redundar en un aumento del costo de la deuda externa debido a una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas externos⁵. Esta mayor percepción de riesgo puede generar, de hecho, una restricción financiera externa que es equivalente a una restricción externa más vinculante⁶. Obviamente, en este caso la composición de la deuda afecta además su nivel, con lo que se ponen en movimiento los mecanismos de transmisión mencionados en el párrafo anterior.

Se ha argumentado asimismo que la estructura productiva es otro factor que puede reforzar los efectos de la deuda sobre el crecimiento económico. Bajos niveles de diversificación, mayores niveles de concentración de la producción en enclaves con derrames pequeños en el resto de la economía y una economía informal de mayor tamaño también son características que hacen más vulnerable a una economía a los efectos perjudiciales de la deuda sobre su crecimiento⁷.

Finalmente, en los casos más extremos, como los de algunas economías del Caribe, la acumulación de deuda pública debilita la política pública. En estos casos, la gestión y administración de la deuda pública puede transformarse en una de las tareas predominantes del Gobierno, subsumiendo en un segundo plano otros objetivos, como la provisión de bienes públicos.

Aunque existe un consenso en el sentido de que la continua acumulación de deuda pública conlleva efectos negativos para el crecimiento económico, no hay acuerdo sobre el umbral de deuda por encima del cual se compromete el crecimiento económico. Existen dos posturas opuestas al respecto. La primera sostiene que existe un umbral de deuda, en torno al 90% o 100% del PIB para los países desarrollados y cerca del 60% del PIB para los países en desarrollo, por encima del cual se produce una relación negativa entre deuda pública y crecimiento económico⁸. La segunda argumenta más bien que la acumulación de deuda es endógena al crecimiento económico. Según este punto de vista, la prioridad debería centrarse en estimular el crecimiento económico más que en reducir drásticamente el déficit fiscal a través de políticas de austeridad.

Por otra parte, más que enfocarse en el nivel de deuda, que en definitiva corresponde a un enfoque estático y poco apropiado en un contexto de crecimiento económico, es particularmente importante considerar la trayectoria de la deuda pública. De hecho, la evidencia empírica muestra que la trayectoria de la deuda puede ser tan relevante como el nivel de deuda —y posiblemente más relevante que él— para entender las perspectivas de crecimiento futuro⁹. De manera más precisa, la evidencia destaca que los países que tienen niveles de deuda elevados pero con una tendencia a la baja tienden a crecer tan rápidamente como los países que tienen niveles de deuda más bajos¹⁰.

⁵ Estas percepciones de riesgo pueden depender de una serie de factores y pueden no estar justificadas.

⁶ Cuando se afirma que los países se enfrentan a una restricción externa, se hace referencia al hecho de que su desempeño en los mercados del exterior y la respuesta de los mercados financieros mundiales a ese desempeño limitan el crecimiento de su economía a una tasa que está por debajo de aquella que las condiciones internas permitirían alcanzar (McCombie y Thirlwall, 1999, pág. 49).

⁷ Véase Blavy (2006).

⁸ Véanse Reinhart y Rogoff (2010 y 2013), Checherita-Westphal y Rother (2012) y Chudik y otros (2015).

⁹ Véase Pescatori, Sandri y Simon (2014).

¹⁰ Ibid.

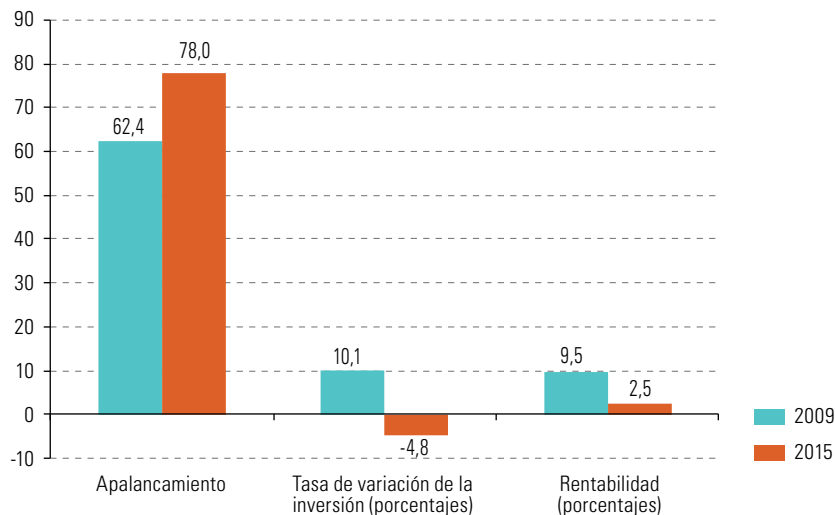
D. El estado del sector corporativo no financiero y la dinámica de la inversión

A la par con el aumento de la deuda de los hogares y del sector público, como se explicó en el capítulo III, también se ha registrado una expansión del endeudamiento del sector corporativo no financiero. Una muestra de 5.663 empresas del sector corporativo no financiero de seis de las economías más grandes de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú)¹¹, de 35 sectores de actividad económica, permite observar que en el 81% de estos sectores se han producido aumentos de los niveles de apalancamiento.

Estos mayores niveles de apalancamiento han ido acompañados de una menor rentabilidad (medida por la tasa de rendimiento del capital (*return on equity* (ROE))). Este ha sido el caso del 67% de todos los sectores considerados. Entre los sectores más afectados por la caída de la rentabilidad se cuentan los sectores ligados a los recursos naturales —incluidos los sectores energético y de metales y minerales—, el sector de bienes de equipo y el comercio minorista y, en menor medida, sectores ligados a la producción de alimentos, construcción y materiales, y el sector automotriz. Además, como se señala en el capítulo I, el desempeño del sector corporativo no financiero también se ha caracterizado por una contracción del gasto en activos fijos y capital de largo plazo.

Como se muestra en el gráfico IV.9, entre 2009 y 2015 el nivel de apalancamiento promedio aumentó de 62,4 a 78,0, mientras que la rentabilidad cayó del 9,5% al 2,5%. Por su parte, el gasto en activos fijos e inversión de largo plazo pasó de un crecimiento del 10,1% a uno del -4,8%.

Gráfico IV.9
América Latina (países seleccionados):
apalancamiento,
rentabilidad y tasa de
variación de la inversión
del sector corporativo no
financiero, 2009 y 2015



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg, 2017.

Nota: El apalancamiento se computa como la razón entre activos y patrimonio; la rentabilidad se calcula como la tasa de rendimiento del capital. La inversión se refiere al gasto en activos fijos e inversión de largo plazo. Los datos corresponden a una muestra de 5.663 empresas del sector corporativo no financiero de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú, de 35 sectores de actividad económica.

En un contexto de mayor endeudamiento, una disminución de la rentabilidad implica un aumento del costo del financiamiento y una menor capacidad de hacer frente al pago de las obligaciones. La respuesta ante esta situación, que suele conllevar ajustes en los niveles de producción y gasto en capital (es decir, una menor inversión), puede tener efectos macroeconómicos si se trata de un grupo de empresas con una importancia significativa en la generación de valor agregado y en la formación bruta

¹¹ No se incluye a la República Bolivariana de Venezuela.

de capital fijo. Esto es justamente lo que muestra la evidencia empírica. Los activos y el gasto en capital fijo e inversión de largo plazo de la muestra de empresas antes descrita representan en promedio el 64% y el 35% del PIB, respectivamente (véase el gráfico IV.10).

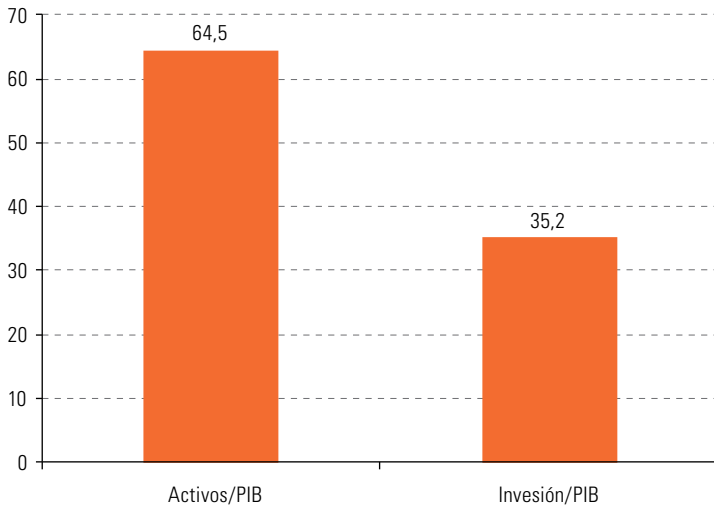


Gráfico IV.10

América Latina (países seleccionados): participación de los activos y el gasto en capital fijo e inversión de largo plazo del sector corporativo no financiero respecto del PIB, 2015 (En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg, 2017.

Esta situación puede complicarse aún más si las empresas optan por el endeudamiento externo (es decir, en el mercado de los bonos) y se enfrentan a variaciones desfavorables de los tipos de cambio o de los precios de los productos exportados (entre ellos, los precios de los productos básicos), como ha sido el caso de algunos países de América Latina. Una empresa exportadora de productos básicos que se endeudó externamente sobre la base de un colateral respaldado en productos básicos que produce y exporta no solo se enfrenta a menores ingresos, sino que además puede sufrir un deterioro de la situación patrimonial. Eso puede aumentar su riesgo de incumplimiento y, a la vez, refuerza su decisión de limitar su producción y, por ende, sus proyectos de inversión.

El análisis de las empresas que optaron por endeudarse en los mercados internacionales de bonos revela que estas representan solo el 3,7% de todas las empresas consideradas en la muestra. No obstante, su participación en el total de activos y en el total de gasto en activos fijos e inversión de largo plazo es muy significativa (del 39,3% y el 48,2% del total, respectivamente, en 2015) (véase el gráfico IV.11).

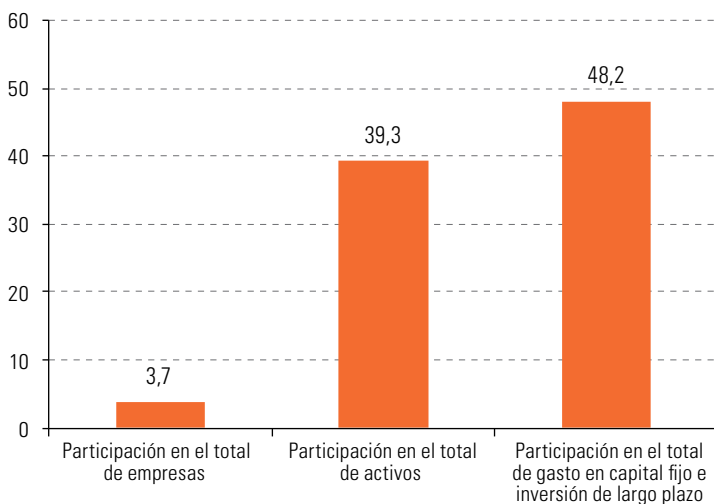


Gráfico IV.11

América Latina (países seleccionados): participación de las empresas del sector corporativo no financiero que emitieron deuda en los mercados internacionales de bonos en el total de empresas, de activos y de gasto en capital fijo e inversión de largo plazo, 2015 (En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg, 2016.

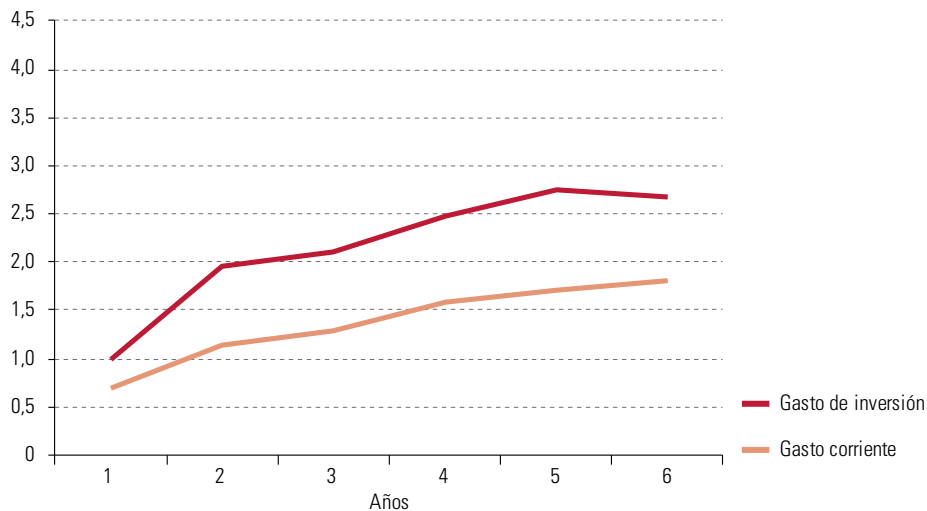
E. La política fiscal en el ciclo

En el ámbito de la política fiscal, los desafíos planteados por la denominada “nueva normalidad” económica son considerables, especialmente dada la situación actual de las cuentas fiscales en varios países de la región. En general, los países de la región aún no han recuperado el espacio fiscal que habían empleado —exitosamente— para contrarrestar la crisis financiera y económica mundial del período 2008-2009. Aunque el peso de la deuda pública —particularmente en América Latina— sigue siendo moderado, las reglas fiscales existentes exigen medidas para recuperar dicho espacio fiscal con el propósito de asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas en el mediano plazo.

Sin embargo, resulta importante señalar que las maneras en que se recupera este espacio fiscal no son neutras en términos de su impacto sobre el crecimiento, ni en el corto plazo ni en el mediano plazo. Tradicionalmente, la principal forma de realizar ajustes fiscales ha consistido en reducir la inversión pública y los gastos de mantenimiento, con lo que se deteriora el patrimonio neto del sector público, en lugar de mejorarlo. Desde la década de 1990, varios países de la región adoptaron reglas fiscales, lo que permitió el control del déficit y la reducción de la deuda pública. Sin embargo, las medidas adoptadas indicaban, en general, una escasa preocupación por los gastos de capital.

Existe evidencia suficiente de la importancia de proteger la inversión pública a la hora de aplicar reglas fiscales, dado que el impulso que imprime al crecimiento económico de mediano plazo es relevante. Riera-Crichton, Vegh y Vuletin (2015a) estiman los efectos acumulados sobre el producto de los cambios en el gasto público en 16 países de América Latina. De acuerdo con los resultados, el multiplicador acumulativo del gasto de inversión es sustancialmente mayor que el de consumo. Un aumento de una unidad en el gasto de inversión tiene un impacto inmediato cercano a 1,0, mientras que el multiplicador de gasto corriente es cercano a 0,7 (véase el gráfico IV.12).

Gráfico IV.12
América Latina:
multiplicadores
acumulativos,
desagregados por tipo
de gasto, 1990-2014



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de D. Riera-Crichton, C. A. Vegh y G. Vuletin, “Fiscal multipliers in Latin America”, 2015, inédito.

Nota: Los multiplicadores se estiman tanto para el gasto corriente como para el gasto de capital. Los datos empleados, correspondientes a 16 países, son anuales y abarcan el período comprendido entre 1990 y 2014. Se emplea un modelo de tipo panel.

Los resultados también muestran que, si bien el gasto público en América Latina tiene un impacto menor en el corto plazo, su efecto permanece y aumenta significativamente con el transcurso del tiempo. Por ejemplo, después de dos años los multiplicadores acumulativos de gasto corriente y de inversión alcanzan valores de 1,3 y 2,0, respectivamente. Sin embargo, se destaca una alta heterogeneidad de resultados entre los distintos países, lo que reafirma la importancia de considerar factores como el nivel de la deuda pública, el nivel del ingreso, la flexibilidad del tipo de cambio y el grado de apertura de la economía a la hora de analizar el impacto del gasto público en un país en particular (Mendoza, Vegh e Ilzetzki, 2009; Contreras y Battelle, 2014).

Es importante también destacar que los resultados muestran que el impacto de los multiplicadores del gasto público es más efectivo en etapas de recesión o de desaceleración, dado que la economía no responde simétricamente al aumento o disminución del gasto público (Riera-Crichton, Vegh y Vuletin, 2015b). En esas etapas, la política fiscal contracíclica produce un efecto más positivo (es decir, el multiplicador estimado es aún mayor), mientras que las políticas procíclicas resultan sustancialmente perjudiciales para la economía. Lamentablemente, las reglas prevalecientes suelen enfocarse más en las restricciones de la deuda, del saldo y del gasto (véase el cuadro IV.3) y mucho menos en otorgar espacio a la inversión necesaria para el crecimiento inclusivo. Tampoco relacionan el desempeño fiscal con el ciclo económico, salvo contadas excepciones, como el caso de Chile.

La clara separación entre el tratamiento de los gastos de inversión y los gastos corrientes elimina el sesgo en contra de la inversión en los procesos de ajuste del gasto público y promueve la igualdad de trato entre generaciones, al asegurar que los gastos corrientes sean financiados por la generación que los disfruta. Una fórmula general para proteger o estimular la inversión pública consiste en adoptar una regla macrofiscal estructural, que reduzca en lo posible los nocivos ciclos de expansión y ajuste del gasto público, en general, y de las erogaciones de capital, en particular. Al final del camino, una adecuada combinación entre reglas adaptadas al entorno macroeconómico y algunas dosis de discrecionalidad son la mejor receta para lograr los equilibrios apropiados entre gasto corriente e inversión, endeudamiento y saldo público.

Más allá de las reglas fiscales, la experiencia de la última década apunta a la necesidad de fortalecer otros aspectos del marco contracíclico de la política fiscal en la región, tanto a nivel de gobierno central como de gobiernos subnacionales, en el caso de los países más descentralizados. Por el lado de los ingresos públicos, la escasa recaudación del impuesto sobre la renta reduce el efecto autoestabilizador del sistema tributario durante el ciclo. Cabe mencionar que un aumento de la recaudación de dicho impuesto (sobre todo, del impuesto sobre la renta personal), junto con los impuestos sobre el patrimonio, también mejoraría la distribución del ingreso, una meta de suma importancia en una región tan desigual como América Latina.

De igual modo, resulta importante destacar el insuficiente desarrollo de las redes de protección social que existen en América Latina, especialmente para la población más afectada por el ciclo económico. En particular, se puede pensar en el fortalecimiento de pisos de protección social, incluidas medidas para proteger el ingreso de los hogares frente al desempleo, como un instrumento para reducir la elevada volatilidad del consumo —y, en consecuencia, de la demanda interna— en la región (CEPAL, 2010). Cabe mencionar que la Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que solamente el 37,6% de los trabajadores en América Latina y el Caribe están cubiertos por programas de protección ante el desempleo, lo que contrasta con un 80,3% en Europa Occidental y un 86,6% en América del Norte (OIT, 2014). En este sentido, la ampliación de las redes de protección social respondería tanto a una exigencia moral para la región como a la necesidad de adoptar medidas para fortalecer el marco autoestabilizador dentro del diseño general de la política fiscal.

Cuadro IV.3
América Latina y el Caribe (países seleccionados): reglas fiscales, 2017

País	Gasto	Balance	Deuda	Cláusula de escape	Tratamiento preferente de la inversión	Gobiernos subnacionales	Principales cambios posteriores al período 2008-2009	Cambios recientes (de 2014 a marzo de 2017)
Argentina	El gasto primario no podrá exceder la tasa de aumento nominal prevista del PIB		Gobiernos provinciales: los servicios de la deuda instrumentada no podrán exceder el 15% de los recursos corrientes netos de las transferencias por coparticipación a municipios		Se prohíbe financiar gasto corriente con deuda y venta de activos fijos	Control de endeudamiento: regla del 15% y Programa de Asistencia Financiera (PAF) (2005)	Se deja sin efecto la prohibición de utilizar el endeudamiento y la venta de activos para financiar gasto corriente, así como también el límite del endeudamiento subnacional	En virtud de la Ley núm. 27341 permanecen suspendidas las disposiciones sobre los siguientes aspectos: la prohibición de financiar gasto corriente con lo producido por la venta de activos fijos y el endeudamiento; la prohibición de aumentar el gasto sin financiamiento asegurado; el límite del 15% sobre los servicios de deuda instrumentada, y la prohibición de incluir en los presupuestos amortizaciones de deuda que no se hayan devengado en ejercicios anteriores
Brasil	Según el ámbito de gobierno, el gasto en personal no debe exceder los límites establecidos	Debe existir un equilibrio entre los ingresos y los gastos. Los Gobiernos quedan obligados a fijar metas fiscales anuales para los siguientes tres años (Leyes de Directrices Presupuestarias (LDP))	Los gobiernos subnacionales no pueden emitir deuda u otorgar garantías sin la autorización del Ministerio de Hacienda, y cuentan con un tope de deuda aprobado en el Senado	Los límites se pueden flexibilizar si hay contracción de la economía (1%), catástrofes o estado de sitio	Se permite financiar con deuda cualquier volumen de inversión; la única restricción que impone esta regla es sobre el nivel de balance corriente	El gobierno federal está facultado para frenar las transferencias en caso de incumplimiento	Disposiciones de transparencia en la gestión fiscal y modificaciones a las metas anuales publicadas en la Ley de Responsabilidad Fiscal	Se estipula que a partir de 2018 el gasto federal aumentará en función de la inflación acumulada según el índice nacional de precios al consumidor; también se restringe por 20 años el crecimiento del gasto
Chile		Superávit estructural del 1%, que se modifica por decreto		Las metas pueden modificarse por decreto, dejando explícitamente las variables que influyen en esta modificación				El balance estructural se ha flexibilizado; por ejemplo, en 2014 la meta se modificó dos veces, en primer lugar para hacerla converger al 0% en 2018 y posteriormente para dejarla en un 0,25% del PIB de cada año (2016-2018)
Colombia	Se permite el gasto contracíclico cuando se estime que en un año particular la tasa de crecimiento económico real estará un 2% por debajo de la tasa de crecimiento económico real de largo plazo y se proyecte una brecha negativa del producto; este gasto no puede ser superior a un 20% de dicha brecha estimada	El déficit estructural del gobierno nacional central no será mayor que el 1% del PIB a partir de 2022		Se suspende la regla en caso de eventos extraordinarios que comprometan la estabilidad macroeconómica del país, con el consenso previo del Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS)			La regla se creó en 2011	

Cuadro IV.3 (continuación)

País	Gasto	Balance	Deuda	Cláusula de escape	Tratamiento preferente de la inversión	Gobiernos subnacionales	Principales cambios posteriores al período 2008-2009	Cambios recientes (de 2014 a marzo de 2017)
Costa Rica		Equilibrio entre ingresos, gastos y fuentes de financiamiento			Los gastos corrientes no podrán financiarse con ingresos de capital	Su cobertura comprende los poderes del Estado, la administración descentralizada, las universidades estatales, los municipios y la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS)		En mayo de 2016 ingresó a la Asamblea Legislativa el proyecto de ley de responsabilidad fiscal de la república, en el que se propone una regla fiscal que limita el crecimiento del gasto corriente, según la relación entre la deuda del gobierno central y el PIB; esta regla está diseñada para que a medida que la ratio de la deuda aumente, la restricción de crecimiento del gasto corriente sea mayor
Ecuador		Los egresos permanentes se financiarán únicamente con ingresos permanentes	Se fija un límite de endeudamiento del 40% del PIB	Las reglas de gasto y deuda tienen excepciones constitucionales en materia de educación, salud y justicia; también se consideran los estados de excepción declarados por el Presidente	Los requerimientos de deuda deberán utilizarse para financiar programas, proyectos de inversión e infraestructura, entre otros	Los gobiernos autónomos descentralizados no podrán endeudarse por un monto superior al 200% de sus ingresos totales anuales y el pago por servicio de la deuda no deberá superar el 25% de los ingresos totales anuales sin incluir endeudamiento	El código se promulgó en 2010	Mediante el Decreto Ejecutivo núm. 1218, publicado en octubre de 2016, se agrega que el cálculo del saldo de la deuda pública (que deberá ser inferior al 40% del PIB) se efectuará sobre la base de los estados consolidados de deuda pública correspondientes a cada ejercicio fiscal
Jamaica	Se fijan metas cuantitativas para reducir el gasto en sueldos y salarios	Se fijan metas cuantitativas para reducir el déficit	Se fijan metas cuantitativas para reducir la deuda	Se permite exceder las metas señaladas anteriormente en caso de eventualidades que se relacionen con la seguridad nacional o la emergencia nacional y que tengan un fuerte impacto en la economía			El Marco de Responsabilidad Fiscal se aprobó en 2010	Para 2014 se cambiaron las metas fiscales: déficit fiscal para alcanzar el límite de deuda, deuda pública al 60% del PIB para 2026 y reducción del gasto en planilla al 9% del PIB para el 31 de marzo de 2016
Honduras	El incremento anual del gasto corriente nominal de la administración central no puede ser superior al promedio anual de los últimos diez años del crecimiento real del PIB más la proyección de la inflación promedio para el siguiente año	Déficit global anual del 1% del PIB	La nueva deuda flotante al cierre del año fiscal, a partir de la aprobación de la ley, no podrá ser en ningún caso superior al 0,5% del PIB en términos nominales	Reglas de excepción en caso de emergencia nacional declarada (catástrofes naturales que provoquen daños por una cantidad igual o superior al 1% del PIB)				Creada en 2016

Cuadro IV.3 (conclusión)

País	Gasto	Balance	Deuda	Cláusula de escape	Tratamiento preferente de la inversión	Gobiernos subnacionales	Principales cambios posteriores al período 2008-2009	Cambios recientes (de 2014 a marzo de 2017)
México	El gasto neto total deberá contribuir al equilibrio presupuestario	Los montos de ingresos y de gastos deberán contribuir a alcanzar la meta anual de los requerimientos financieros del sector público	Ley Federal de Deuda Pública, en la que se establecen medidas para la contratación de deuda por parte del gobierno federal	Si existen condiciones económicas y sociales que impongan privaciones al país, se puede prever un déficit	Se podrá otorgar garantía solo al endeudamiento para financiar proyectos de inversión o actividades productivas	Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y Municipios, en la que se establece que el gasto debe procurar un balance presupuestario sostenible y se imponen límites al endeudamiento	La ley se aprobó en 2012 y modifica disposiciones de la Ley núm. 34 de 2008	Se agregan disposiciones sobre los requerimientos financieros del sector público en 2014 y se crea la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y Municipios
Panamá		El balance ajustado del sector público no financiero no podrá superar el 0.5% anual	Se establece como meta indicativa que el saldo de la deuda pública neta del sector público no financiero se reduzca hasta un nivel que no supere el 40% nominal en siete años (2008)	En casos de desastres naturales, emergencia nacional o cuando se registre una tasa de crecimiento del PIB real del 1% o menor, se podrá solicitar una dispensa con respecto a la aplicación de los límites financieros				
Paraguay	El aumento del gasto corriente primario no podrá exceder la tasa de inflación interanual más el 4%	El déficit fiscal no será superior al 1,5% del PIB		Las restricciones de gasto corriente primario y déficit se pueden suspender en caso de emergencia nacional o crisis		El ámbito de aplicación de esta ley comprende a los gobiernos departamentales y entes autónomos y autárquicos	La ley se aprobó en 2013	
Perú	El gasto no financiero no puede exceder lo dispuesto por decreto, respetando el resultado fiscal estructural establecido; también se fijan límites al gasto en personales y para períodos electorales	El resultado fiscal estructural del sector público no financiero no debe superar el déficit del 1% del PIB	Límites al endeudamiento de los gobiernos regionales y locales	Se pueden modificar los límites del gasto en caso de que el gasto no financiero del gobierno nacional devengado del año anterior sea inferior al límite establecido para ese año y se proyecte una caída en la brecha del PIB de al menos el 2% del PIB potencial	Para los gobiernos regionales y locales los límites de gasto y deuda tienen excepciones cuando se trate de gasto en proyectos de inversión pública	El saldo de la deuda no debe superar el 100% de los ingresos corrientes y la variación del gasto no debe ser mayor que la variación porcentual del promedio móvil de cuatro años de los ingresos anuales	La ley se creó en 2013	Mediante decreto legislativo se establece el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal de los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales: el promedio de la deuda total sobre el promedio de los ingresos totales corrientes de los últimos cuatro años no debe ser inferior al 100%
Uruguay			Límites al endeudamiento en unidades indexadas (Ley núm. 17947)	El Poder Ejecutivo podrá superar hasta en un 50% el monto máximo para el año determinado en la Ley, en casos en que los factores extraordinarios lo justifiquen; se deberá dar cuenta a la Asamblea General				Cambios respecto de los montos indexados para el ejercicio 2015

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de la legislación nacional.

F. La política financiera en el ciclo

La dinámica del crecimiento de corto y largo plazo no solo se relaciona con el comportamiento de variables reales como la productividad y la inversión, sino que también obedece al comportamiento de la estabilidad crediticia y financiera. Los factores financieros, en particular, el comportamiento del crédito, desempeñan un papel importante para explicar la fragilidad de las expansiones y su efecto sobre el crecimiento en el largo plazo.

La importancia del canal financiero queda subrayada por el hecho de que el sector financiero tiende a amplificar las fluctuaciones de la demanda agregada y la actividad real. En el gráfico IV.13 se presenta, para un conjunto de países seleccionados de América Latina, la demanda agregada calculada como la suma del PIB y el cambio de la deuda (véase el recuadro IV.1). Como se puede observar, en el actual ciclo la demanda agregada de todos los países se sitúa por encima del PIB, con distinta intensidad, lo que indica que el nivel de demanda actual en estas economías refleja en gran medida un fenómeno financiero (el endeudamiento), más que las condiciones de la producción real. Esto implica que el ciclo de la demanda agregada puede pasar a depender del ciclo del crédito. Por consiguiente, tal como en una fase expansiva del ciclo el crédito tiende a acentuar el crecimiento de la actividad real, en una fase contractiva ocurre el fenómeno opuesto. Además, mientras mayores sean los niveles existentes de deuda mayor será el efecto contractivo de una restricción crediticia.

Tradicionalmente, el cálculo de la demanda agregada se realiza sumando las compras de bienes y servicios efectuadas por los sectores productivos de la economía; sin embargo, no se contempla la relación que tiene el gasto ejecutado por estos sectores con el sector financiero. Dicho de otra forma, existe un efecto que es ignorado por la metodología común de cálculo de la demanda, pero que puede ser reincorporado si se adiciona el crédito a la contabilidad de la demanda agregada. De esta manera, se obtiene lo que se denominará la demanda monetaria total.

Desde la óptica de la demanda agregada, se entiende que el gasto entre sectores productivos equivale a los ingresos agregados; sin embargo, existen relaciones crediticias entre sectores, y entre los sectores privados y el sector financiero. Por lo tanto, al adicionar el crédito a la demanda agregada, se están incluyendo en la contabilidad aquellos flujos de deuda que también se convierten en gasto y en ingreso de los sectores productivos y del sector financiero, pues con el valor de los créditos que reciben, los sectores privados ejecutan transacciones de compra y venta entre ellos y, además, generan ingresos al sector financiero, que también se gastarán en los sectores privados.

Con vistas a hacer un análisis desde el punto de vista de la demanda monetaria total, es posible estimar dicha demanda utilizando la base de datos de crédito total publicada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). A partir de los datos que esta incluye se puede calcular el valor del crédito como el cambio anual en la deuda que tiene el sector privado con el total de sectores de la economía. La demanda monetaria se obtiene al sumarle el cambio en el valor del coeficiente entre el crédito y el PIB. La base de datos del BPI ofrece esta información en la moneda local de los países, lo que permite la medición de la demanda monetaria total para el contexto de cada economía. Además, se indica el valor de la deuda total como porcentaje del PIB.

Fuente: S. Keen, "Discussing Can we avoid another financial crisis?", *World Economics Association Newsletters*, junio de 2017 [en línea] <https://www.worldeconomicassociation.org/newsletterarticles/another-financial-crisis/>.

Recuadro IV.1

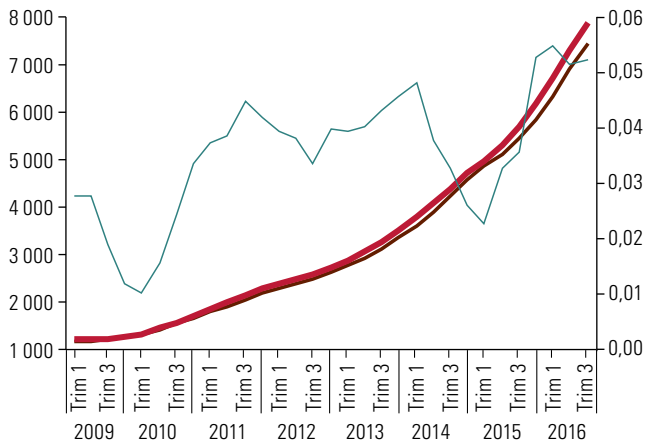
Metodología para la estimación de la demanda agregada total

Gráfico IV.13

América Latina (países seleccionados): evolución del PIB, de la demanda agregada (crédito más PIB) y de la proporción del crédito respecto del PIB, primer trimestre de 2009 a tercer trimestre de 2016

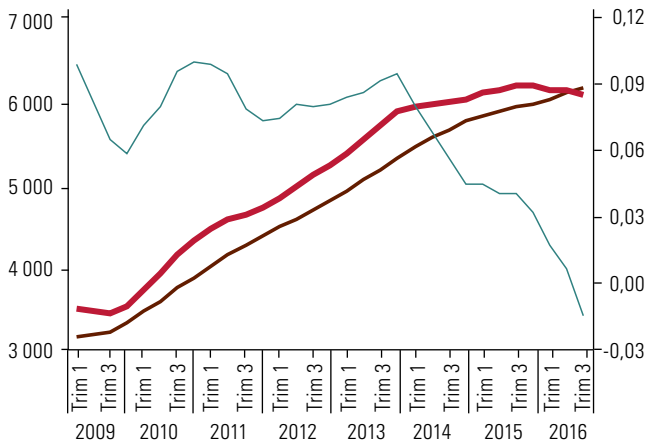
A. Argentina

(En miles de millones de pesos argentinos)



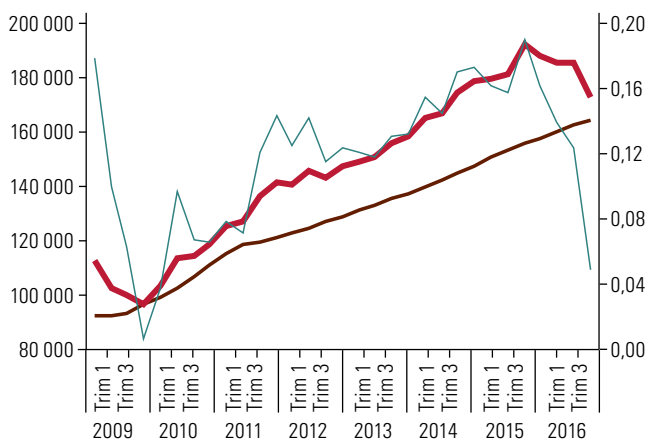
B. Brasil

(En miles de millones de reales)



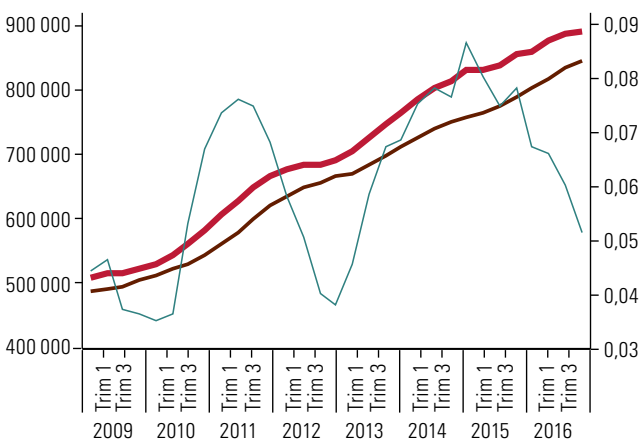
C. Chile

(En miles de millones de pesos)



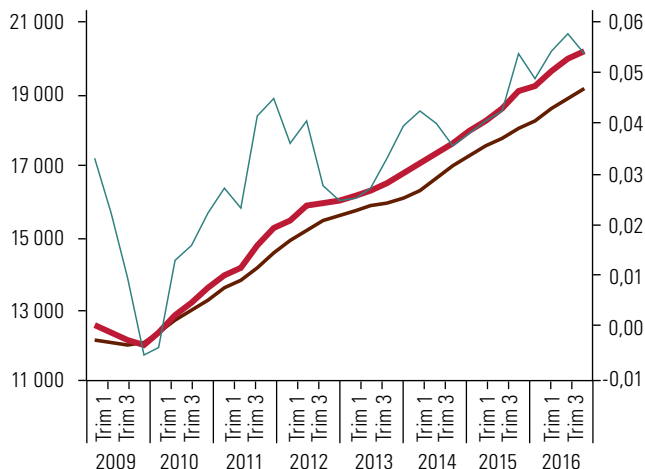
D. Colombia

(En miles de millones de pesos colombianos)



E. México

(En miles de millones de pesos mexicanos)



— Crédito/PIB (eje derecho) — Crédito + PIB — PIB

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

Estas relaciones explican que en el ciclo las expansiones y contracciones del crédito superen en amplitud y duración a las del PIB. Esto también puede explicar que en los países de América Latina la duración e intensidad de la fase contractiva supere la de la fase expansiva del ciclo crediticio.

De hecho, los datos muestran, por una parte, que las expansiones del crédito, en promedio, suelen tener una duración y una intensidad mayores que las del PIB. Como término medio, las expansiones del crédito se prolongan un trimestre más que las del PIB. No obstante, por lo general presentan una amplitud que supera la del PIB en un 50%. Por otra parte, las contracciones crediticias son, a la vez, un 60% más prolongadas que las del PIB. En tanto, la intensidad de las contracciones crediticias excede la de las contracciones del PIB en cuatro veces, como término medio. En consecuencia, mientras que el crédito tiende a ir más allá que el PIB en lo que se refiere a la intensidad de las fases de expansión y contracción del ciclo, el efecto es mucho más pronunciado en la fase de contracción. A esa reacción crediticia desproporcionada en la fase de desaceleración hay que sumar el hecho de que la contracción del crédito tiene una mayor duración¹².

La relevancia del canal financiero como mecanismo de transmisión entre el ciclo y la tendencia constituye una razón sólida para reglamentar el sistema financiero en su conjunto, es decir, desde la perspectiva macroprudencial, a fin de promover el crecimiento de largo plazo.

El objetivo principal de la reglamentación macroprudencial consiste en conservar la estabilidad del sistema financiero a nivel agregado mediante la reducción del riesgo sistémico al mínimo. Con este fin, se debe procurar activamente limitar la acumulación de riesgos financieros y de estructuras financieras frágiles, incluida la prevención de las burbujas de los activos y del crédito (Minsky, 1982 y 1986).

Dicha reglamentación también implica, lo que es más pertinente a este análisis, vigilar las expansiones del crédito y controlar los costos económicos y sociales relacionados con las restricciones crediticias que se producen debido a las contracciones excesivas en el balance general de instituciones financieras que se ven afectadas por una perturbación común (Hanson y otros, 2011), o debido al aumento de la interconectividad (Shin, 2010)¹³. La vigilancia del comportamiento del crédito en el ciclo implica determinar el tipo de vínculos existentes entre el sector real y el financiero y, además, dentro de estos, los que dan lugar a la reacción excesiva del sistema financiero en las fases descendente y ascendente del ciclo. En este sentido, las políticas macroprudenciales pueden verse como un instrumento de carácter anticíclico para gestionar la demanda agregada no solo en cuanto a su nivel, sino también a su composición, es decir, en lo referente a las fuentes sectoriales que expanden y contraen la demanda global.

¹² Véase un análisis de la relación entre los ciclos crediticio y financiero y el crecimiento tendencial del PIB en Borio (2012) y Drehman, Borio y Tsatsaronis (2012).

¹³ La reglamentación macroprudencial debe apreciarse como complemento de la reglamentación microprudencial, cuyo alcance normativo se limita a cada institución financiera por separado. Las normas que establecen la reglamentación financiera internacional son emitidas por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. El enfoque del Comité de Basilea sobre la reglamentación se centra en los requisitos de capital para cada institución financiera. Dichos requisitos se establecieron inicialmente en el acuerdo de Basilea I (1998). Este acuerdo fue revisado en 2004, lo que dio lugar al Acuerdo de Capital de Basilea, o Basilea II. Recientemente, a raíz de la crisis financiera mundial, se estableció un nuevo acuerdo sobre requisitos de capital, conocido como Basilea III. Según el Comité, Basilea III debía comenzar a aplicarse en 2016 y debe entrar plenamente en funcionamiento antes de 2019. A diferencia de Basilea I y Basilea II, Basilea III aportó algunos elementos macroprudenciales, incluido un amortiguador anticíclico de capital que se debe activar cuando el crédito se expanda más allá de cierto umbral por encima de su tendencia de largo plazo. No obstante, conviene señalar que la lógica en que se basa el amortiguador anticíclico es la de los auges y depresiones, según la cual las crisis del crédito son consecuencia directa de su propio auge.

Esta política financiera puede ir acompañada de una política monetaria destinada a promover la inversión. La política monetaria es un elemento central para manejar la demanda agregada en el ciclo económico¹⁴. No obstante, debido en parte al elevado grado de apertura financiera que prima en la región, no todos los países han tenido la misma capacidad de flexibilizar y ampliar el margen de maniobra de la política monetaria contracíclica. Además, los países que se han movido en esa dirección no siempre han podido traspasar los beneficios de una política monetaria más flexible al sector financiero y a la economía real¹⁵.

¹⁴ Para explicar el argumento tradicional en favor de la política monetaria, Blinder (2006) menciona la sabiduría convencional actual, según la cual los cambios discrecionales en la política fiscal hacen poco bien e incluso pueden hacer daño. Señala tres razones por las cuales esto ocurre: primero, porque en política fiscal los rezagos son largos, quizás más largos que la duración de una recesión típica; segundo, porque los efectos del instrumento más plausible de la política fiscal, los cambios en los impuestos a los ingresos personales (o los pagos por transferencias), pueden verse debilitados por su uso temporal, y tercero, porque hay un instrumento de estabilización claramente superior —a saber, la política monetaria— que está disponible de manera inmediata. De acuerdo a esta visión, la política fiscal desempeña un papel cuando la política monetaria se vuelve inoperante, como en el Japón en la década de 1990, o incluso cuando la tasa de interés llega a niveles cercanos a 0, como fue el caso recientemente en los Estados Unidos. Pero es difícil argumentar que en el caso de América Latina, de acuerdo a los cánones del nuevo consenso, la política monetaria era inoperante en 2009.

¹⁵ Este es, particularmente, el caso en las economías que han adoptado esquemas de metas de inflación. Los regímenes de metas de inflación despliegan dos atributos esenciales derivados en última instancia de una regla de tasa de interés: la contraciclicidad y la denominada “coincidencia divina”. La contraciclicidad se refiere al hecho de que las autoridades monetarias, a través del manejo de la tasa de interés nominal y real de política monetaria, tienden a compensar aumentos (o disminuciones) de la tasa de inflación con respecto a su meta, mediante disminuciones (o aumentos) del producto efectivo con respecto al producto natural o potencial. La “coincidencia divina” hace referencia al hecho de que al minimizar las fluctuaciones de la tasa de inflación con respecto a su meta también se minimizan las desviaciones del producto efectivo con respecto al potencial o natural. En síntesis, preocuparse de la inflación es equivalente a preocuparse del crecimiento y el desempleo, y la estabilidad de la inflación implica estabilidad del producto (es decir, la estabilidad nominal es igual a la estabilidad real). A partir de la década de 1990, un creciente número de países, tanto en el mundo desarrollado como en el mundo en desarrollo, adoptaron regímenes monetarios de metas de inflación. Más que definirse sobre la base de reglas monetarias, como era el caso del monetarismo, el esquema de metas de inflación se define como un marco estratégico de política monetaria que consiste en el anuncio público de metas numéricas para la tasa de inflación, teniendo en cuenta que el objetivo fundamental de la política monetaria es una inflación baja y estable, con un firme compromiso en relación con la transparencia y la rendición de cuentas. Varios países de América Latina han mostrado en la última década su predilección por la adopción de esquemas de metas de inflación, incluidos el Brasil (1999), Chile (1999), Colombia (1999), Guatemala (2005), México (1999) y el Perú (2002). A estos países que ya tienen en operación un régimen pleno de metas de inflación, hay que sumar otros que se encuentran en proceso de implementación de dicho esquema (Costa Rica, Honduras, Nicaragua, Paraguay y República Dominicana).

Bibliografía

- Banco Central de Chile (2017), *Informe de Estabilidad Financiera. Primer Semestre 2017*, Santiago, mayo.
- _____(2015), *Encuesta Financiera de Hogares 2014: principales resultados*, Santiago.
- Banco de la República (2014), *Informe especial de estabilidad financiera. Carga financiera*, Bogotá.
- Banco Central do Brasil (2017), *Financial Stability Report*, vol. 16, N° 1, abril.
- BBVA Research (2016), *Situación banca México*, enero.
- Blavy, R. (2006), "Public debt and productivity: the difficult quest for growth in Jamaica"; *IMF Working Paper* (WP/06/235), octubre.
- Blinder, A. (2006), "The case against the case against discretionary fiscal policy"; *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, R. W. Kopcke, Tootell y otros (eds.), Cambridge, MIT Press.
- Borio, C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?"; *BIS Working Papers*, N° 395.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2010), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2009-2010* (LC/G.2458-P), Santiago.
- Checherita-Westphal, C. y R. Philipp (2012), "The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area"; *European Economic Review*, vol. 56, N° 7.
- Chudik, A. y otros (2015), "Is there a debt-threshold effect on output growth?"; *IMF Working Paper* (WP/15/1997).
- Contreras, J. y H. Battelle (2014), "Fiscal multipliers in a panel of countries"; *Documentos de Investigación*, N° 2014-15, Banco de México.
- Drehman, M., C. Borio y K. Tsatsaronis (2012), "Characterizing the financial cycle: don't lose sight of the medium term!"; *BIS Working Papers*, N° 380.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2013), *Brazil: Technical Note on Consumer Credit Growth and Household Financial Stress*, *IMF Country Report*, N° 13/149, junio.
- Hanson, S. y otros (2011), "A macroprudential approach to financial regulation"; *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, N° 1.
- Keen, S. (2017), "Discussing Can we avoid another financial crisis?"; *World Economics Association Newsletters*, junio [en línea] <https://www.worldeconomicsassociation.org/newsletterarticles/another-financial-crisis/>.
- McCombie, J. y A. Thirlwall (1999), "Growth in an international context: A post Keynesian view"; *Foundations of International Economics. Post Keynesian Perspectives*, J. Deprez y J. T. Harvey (eds.), Nueva York, Routledge.
- _____(1994), *Economic Growth and The Balance of Payments Constraint*, Macmillan.
- Mendoza, E., C. Vegh y E. Ilzetzki (2009), "How big are fiscal multipliers?"; *Policy Insight*, N° 39, Centro de Investigación en Economía y Política [en línea] http://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight39.pdf.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing and Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- _____(1982), "Can 'It' happen again"; *Essays on Stability and Finance*, Nueva York, M.E. Sharpe.
- OIT (Organización Internacional del Trabajo) (2014), *Informe sobre el Trabajo en el Mundo 2014: el desarrollo a través del empleo*, Ginebra.
- Pérez Caldentey, E. (2015), "Una lectura crítica de 'la lectura crítica' de la Ley de Thirlwall"; *Investigación Económica*, vol. LXXIV, N° 292, abril-junio.
- Pescatori, A., S. Damiano y J. Simon (2014), "Debt and growth: is there a magic threshold?"; *IMF Working Paper*, N° 14/34, febrero.
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2013), "Debt, growth and the austerity debate"; *New York Times*, 26 de abril.
- _____(2010), "Growth in a time of debt"; *American Economic Review*, vol. 100, N° 2.
- Riera-Crichton, D., C.A. Vegh y G. Vuletin (2015a), "Fiscal multipliers in Latin America"; inédito.
- Riera-Crichton, D., C. A. Vegh y G. Vuletin (2015b), "Procyclical and countercyclical fiscal multipliers: Evidence from OECD countries"; *Journal of International Money and Finance*, vol. 52(C), Elsevier.
- Shin, H. S. (2010), "Financial intermediation and the post-crisis financial system"; *BIS Working Papers*, N° 304.
- Thirlwall, A. (2003), *La naturaleza del crecimiento económico*, Fondo de Cultura Económica.



Anexo estadístico

Cuadro A-1
América Latina y el Caribe: principales indicadores económicos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a/
Tasas anuales de variación									
Producto interno bruto total b/	4,1	-1,7	6,2	4,5	2,9	2,9	1,1	-0,4	-1,0
Producto interno bruto por habitante b/	2,7	-2,9	4,9	3,3	1,7	1,7	0,0	-1,5	-2,1
Precios al consumidor c/	8,3	4,5	6,5	6,8	5,7	7,5	9,4	16,5	6,9
Porcentajes									
Desempleo urbano abierto	8,0	9,1	8,4	7,7	7,2	7,1	6,9	7,3	8,9
Deuda externa bruta total / PIB d/ e/	28,5	29,6	28,5	26,8	28,5	30,1	32,3	33,7	35,0
Deuda externa bruta total / exportaciones de bienes y servicios d/ e/	74,0	101,3	96,0	87,7	95,1	99,8	112,3	132,5	143,2
Millones de dólares									
Balanza de pagos e/									
Balanza de cuenta corriente	-38 666	-32 411	-97 439	-116 393	-140 533	-166 672	-188 261	-174 998	...
Exportaciones FOB	903 614	703 783	892 266	1 105 389	1 121 921	1 117 366	1 084 098	924 956	...
Importaciones FOB	863 727	652 671	847 299	1 041 927	1 088 711	1 118 726	1 105 980	984 649	...
Balanza de servicios	-33 886	-36 284	-52 184	-68 201	-74 912	-79 082	-77 448	-55 048	...
Balanza de renta	-112 417	-105 672	-153 110	-176 421	-162 531	-150 659	-156 918	-129 903	...
Balanza de transferencias corrientes	67 749	58 433	62 887	64 766	63 699	64 429	67 988	69 701	...
Balanzas de capital y financiera f/									
Inversión extranjera directa neta	104 340	72 378	111 668	146 698	151 371	147 855	141 380	135 376	...
Otros movimientos de capital	-26 622	5 120	66 859	73 871	43 078	30 459	77 955	11 126	...
Balanza global	41 103	46 705	83 208	106 045	58 357	15 851	35 983	-28 287	...
Variación en activos de reserva g/	-41 807	-50 294	-85 310	-105 584	-60 672	-14 355	-36 401	27 574	...
Otro financiamiento	704	3 589	2 102	-475	2 321	-1 495	419	714	...
Transferencia neta de recursos	-33 995	-24 585	28 453	44 353	33 143	28 041	62 835	17 313	...
Reservas internacionales brutas	512 727	567 444	655 389	773 632	835 905	830 207	857 618	811 907	830 440
Porcentajes del PIB									
Sector fiscal h/									
Resultado global	-0,4	-2,7	-1,9	-1,4	-1,9	-2,6	-2,8	-2,9	-3,1
Resultado primario	1,3	-0,9	-0,3	0,3	-0,2	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0
Ingreso total	18,4	17,3	18,0	18,2	18,4	18,4	18,2	18,2	18,3
Ingresos tributarios	14,5	14,0	14,3	14,8	15,1	15,2	15,3	15,6	15,7
Gasto total	18,8	20,0	19,9	19,6	20,4	20,9	21,0	21,1	21,3
Gastos de capital	3,7	3,8	4,0	3,8	4,2	4,2	4,0	3,7	3,7
Deuda pública del gobierno central e/	28,5	30,7	29,4	28,8	30,0	31,8	33,0	35,5	37,3
Deuda pública del sector público no financiero e/	30,6	33,2	32,4	31,0	32,2	34,1	35,6	38,4	40,6

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

c/ Variación de diciembre a diciembre.

d/ Sobre la base de cifras en dólares a precios corrientes.

e/ Promedios simples de 19 países (no se incluye Cuba).

f/ Incluye errores y omisiones.

g/ El signo menos (-) indica aumento de los activos de reserva.

h/ Gobierno central. Promedios simples de 17 países (no se incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba ni Venezuela (República Bolivariana de)).

Cuadro A-2
América Latina y el Caribe: producto interno bruto
 (En millones de dólares corrientes)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a/
América Latina y el Caribe	4 470 483	4 190 996	5 066 596	5 942 558	6 030 998	6 206 562	6 301 657	4 981 742	4 596 605
América Latina	4 404 025	4 134 983	5 005 797	5 876 819	5 963 155	6 137 937	6 232 935	4 912 086	4 531 932
Argentina	365 645	336 359	426 488	530 158	581 431	613 316	567 050	634 019	545 866
Bolivia (Estado Plurinacional de)	16 674	17 340	19 650	23 963	27 084	30 659	32 996	33 000	33 806
Brasil	1 695 852	1 666 995	2 208 837	2 616 157	2 465 528	2 472 819	2 455 385	1 803 650	1 795 603
Chile	180 473	172 767	218 563	252 014	266 481	278 384	260 990	242 518	247 028
Colombia	243 983	232 901	287 018	335 415	369 660	380 192	378 196	291 520	282 463
Costa Rica	30 610	30 143	37 238	42 305	46 473	49 745	50 656	54 840	57 436
Cuba	60 806	62 079	64 328	68 990	73 141	77 148	80 656	81 659	81 085
Ecuador	61 763	62 520	69 555	79 277	87 925	95 130	102 292	100 177	97 802
El Salvador	21 431	20 661	21 418	23 139	23 814	24 351	25 054	26 052	26 797
Guatemala	39 136	37 734	41 338	47 655	50 388	53 851	58 722	63 767	68 763
Haití	6 408	6 502	6 708	7 474	7 820	8 387	8 661	8 355	7 647
Honduras	13 882	14 587	15 839	17 731	18 102	18 281	19 274	20 451	20 905
México	1 101 275	893 369	1 049 925	1 169 360	1 184 504	1 258 923	1 295 264	1 149 385	1 046 925
Nicaragua	8 491	8 381	8 741	9 756	10 439	10 875	11 790	12 693	13 173
Panamá	24 522	26 594	28 917	34 374	39 955	44 856	49 166	52 132	55 188
Paraguay	18 503	15 934	20 048	25 100	24 595	28 966	30 881	27 283	27 441
Perú	120 612	120 851	147 528	171 762	192 650	201 218	201 047	189 210	...
República Dominicana	47 992	48 187	53 753	57 747	60 614	61 966	65 231	68 103	71 584
Uruguay	30 366	31 661	40 285	47 962	51 264	57 531	57 236	53 274	52 420
Venezuela (República Bolivariana de)	315 600	329 419	239 620	316 482	381 286	371 339	482 386	...	...
El Caribe	66 457	56 013	60 799	65 738	67 843	68 625	68 722	69 655	64 673
Antigua y Barbuda	1 360	1 218	1 148	1 142	1 216	1 196	1 274	1 356	1 449
Bahamas	8 247	7 820	7 910	7 890	8 399	8 522	8 618	8 854	8 898
Barbados	4 542	4 602	4 446	4 358	4 314	4 281	4 351	4 304	4 317
Belice	1 369	1 337	1 397	1 487	1 574	1 614	1 706	1 743	...
Dominica	458	489	494	501	486	508	528	517	525
Granada	826	771	771	779	800	843	912	984	1 016
Guyana	1 923	2 026	2 259	2 577	2 851	2 990	3 086	3 166	3 386
Jamaica	13 709	12 121	13 220	14 440	14 802	14 277	13 898	14 262	13 676
Saint Kitts y Nevis	739	723	705	753	734	788	848	876	917
San Vicente y las Granadinas	695	675	681	676	693	721	728	738	761
Santa Lucía	1 187	1 181	1 242	1 281	1 299	1 318	1 386	1 431	1 379
Suriname	3 533	3 875	4 368	4 422	4 980	5 131	5 212	5 156	3 862
Trinidad y Tabago	27 870	19 175	22 158	25 433	25 694	26 436	26 176	26 268	24 487

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

a/ Cifras preliminares.

Cuadro A-3
América Latina y el Caribe: producto interno bruto
(Tasas anuales de variación)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a/
América Latina y el Caribe b/	4,1	-1,7	6,2	4,5	2,9	2,9	1,1	-0,4	-1,0
América Latina	4,1	-1,6	6,3	4,5	2,9	2,9	1,1	-0,4	-1,1
Argentina	4,1	-5,9	10,1	6,0	-1,0	2,4	-2,5	2,6	-2,2
Bolivia (Estado Plurinacional de)	6,1	3,4	4,1	5,2	5,1	6,8	5,5	4,9	4,3
Brasil	5,1	-0,1	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6
Chile	3,7	-1,0	5,8	5,8	5,5	4,0	1,9	2,3	1,6
Colombia	3,5	1,7	4,0	6,6	4,0	4,9	4,4	3,1	2,0
Costa Rica	2,7	-1,0	5,0	4,5	5,2	2,3	3,7	4,7	4,3
Cuba	4,1	1,5	2,4	2,8	3,0	2,8	1,0	4,3	-0,9
Ecuador	6,4	0,6	3,5	7,9	5,6	4,9	4,0	0,2	-1,5
El Salvador	1,3	-3,1	1,4	2,2	1,9	1,8	1,4	2,3	2,4
Guatemala	3,3	0,5	2,9	4,2	3,0	3,7	4,2	4,1	3,1
Haití	0,8	3,1	-5,5	5,5	2,9	4,2	2,8	1,2	1,4
Honduras	4,2	-2,4	3,7	3,8	4,1	2,8	3,1	3,6	3,6
México	1,4	-4,7	5,2	3,9	4,0	1,4	2,2	2,6	2,3
Nicaragua	2,9	-2,8	3,2	6,2	5,6	4,5	4,6	4,9	4,7
Panamá	8,6	1,6	5,8	11,8	9,2	6,6	6,1	5,8	4,9
Paraguay	6,4	-4,0	13,1	4,3	-1,2	14,0	4,7	3,0	4,1
Perú	9,1	1,1	8,3	6,3	6,1	5,9	2,4	3,3	3,9
República Dominicana	3,2	0,9	8,3	3,1	2,8	4,7	7,6	7,0	6,6
Uruguay	7,2	4,2	7,8	5,2	3,5	4,6	3,2	0,4	1,5
Venezuela (República Bolivariana de)	5,3	-3,2	-1,5	4,2	5,6	1,3	-3,9	-5,7	...
El Caribe	1,4	-3,3	1,4	1,0	1,3	1,6	0,6	0,2	-0,8
Antigua y Barbuda	0,0	-12,0	-7,0	-1,8	3,8	-0,2	4,6	4,1	4,4
Bahamas	-2,3	-4,2	1,5	0,6	3,1	0,0	-0,5	-1,7	0,0
Barbados	0,3	-1,5	0,3	0,8	0,3	-0,1	0,2	1,0	1,6
Belize	3,2	0,8	3,3	2,1	3,7	0,7	4,1	2,9	-0,8
Dominica	7,1	-1,2	0,7	-0,2	-1,1	0,8	4,2	-1,8	0,9
Granada	0,9	-6,6	-0,5	0,8	-1,2	2,4	7,3	6,2	1,9
Guyana	2,0	3,3	4,4	5,4	4,8	5,2	3,8	3,2	3,3
Jamaica	-0,8	-4,3	-1,5	1,7	-0,6	0,5	0,7	1,0	1,4
Saint Kitts y Nevis	6,3	-3,0	-2,2	2,4	-0,6	6,2	6,0	3,8	3,6
San Vicente y las Granadinas	2,5	-2,1	-3,4	-0,4	1,4	1,8	1,2	1,6	2,4
Santa Lucía	4,2	-0,4	-1,7	0,2	-1,4	0,1	0,4	1,9	2,1
Suriname	4,1	3,0	5,2	5,3	3,1	2,9	1,8	-2,7	-10,4
Trinidad y Tabago	3,4	-4,4	3,3	-0,3	1,3	2,7	-0,6	-0,6	-2,3

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

Cuadro A-4
América Latina y el Caribe: producto interno bruto por habitante
(Tasas anuales de variación)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a/
América Latina y el Caribe b/	2,7	-2,9	4,9	3,3	1,7	1,7	0,0	-1,5	-2,1
América Latina	2,7	-2,9	5,0	3,3	1,7	1,7	0,0	-1,5	-2,2
Argentina	3,0	-6,9	9,0	4,9	-2,1	1,3	-3,5	1,6	-3,2
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4,3	1,6	2,4	3,5	3,4	5,1	3,8	3,2	2,7
Brasil	3,9	-1,2	6,4	2,9	0,9	2,0	-0,4	-4,6	-4,4
Chile	2,5	-2,1	4,6	4,7	4,3	2,9	0,8	1,2	0,5
Colombia	2,3	0,5	2,8	5,5	3,0	3,8	3,4	2,1	1,1
Costa Rica	1,3	-2,3	3,6	3,2	3,9	1,1	2,5	3,6	3,3
Cuba	4,1	1,4	2,3	2,7	2,8	2,6	0,9	4,2	-0,9
Ecuador	4,6	-1,1	1,8	6,2	4,0	3,3	2,4	-1,3	-2,9
El Salvador	0,9	-3,5	1,0	1,8	1,5	1,4	1,0	1,9	1,9
Guatemala	1,0	-1,6	0,7	2,0	0,8	1,6	2,1	2,1	1,1
Haití	-0,7	1,5	-6,9	4,0	1,4	2,8	1,4	-0,1	0,1
Honduras	2,4	-4,1	2,1	2,2	2,6	1,3	1,6	2,2	2,2
México	-0,3	-6,3	3,6	2,4	2,6	0,0	0,9	1,3	1,0
Nicaragua	1,5	-4,0	1,9	4,9	4,3	3,3	3,4	3,8	3,6
Panamá	6,7	-0,1	4,0	9,9	7,4	4,9	4,4	4,1	3,2
Paraguay	4,9	-5,2	11,6	2,9	-2,6	12,5	3,3	1,6	2,8
Perú	7,8	-0,1	7,0	4,9	4,7	4,4	1,0	1,9	2,6
República Dominicana	1,8	-0,4	6,9	1,8	1,5	3,5	6,3	5,8	5,4
Uruguay	6,8	3,9	7,5	4,8	3,2	4,3	2,9	0,0	1,1
Venezuela (República Bolivariana de)	3,6	-4,7	-2,9	2,7	4,2	0,0	-5,1	-7,0	...
El Caribe	0,7	-4,0	0,8	0,4	0,7	1,0	0,0	-0,4	-1,4
Antigua y Barbuda	-1,1	-13,0	-8,0	-2,8	2,8	-1,2	3,5	3,1	3,3
Bahamas	-4,1	-5,8	-0,2	-1,0	1,5	-1,4	-1,9	-2,9	-1,2
Barbados	-0,1	-1,9	-0,1	0,4	0,0	-0,4	-0,1	0,7	1,4
Belice	0,6	-1,7	0,9	-0,3	1,4	-1,5	1,9	0,7	-2,8
Dominica	7,0	-1,3	0,4	-0,6	-1,5	0,3	3,7	-2,2	0,4
Granada	0,6	-6,9	-0,9	0,4	-1,5	1,9	6,9	5,8	1,4
Guyana	1,6	3,0	4,0	5,1	4,5	4,9	3,5	2,7	2,8
Jamaica	-1,3	-4,8	-1,9	1,3	-1,0	0,1	0,3	0,6	1,0
Saint Kitts y Nevis	5,0	-4,2	-3,4	1,2	-1,8	4,9	4,7	2,6	2,4
San Vicente y las Granadinas	2,4	-2,2	-3,4	-0,4	1,4	1,8	1,1	1,5	2,3
Santa Lucía	2,6	-1,8	-2,9	-0,8	-2,3	-0,7	-0,4	1,2	1,3
Suriname	3,0	1,8	4,0	4,2	2,1	1,9	0,9	-2,9	-11,2
Trinidad y Tabago	2,9	-4,8	2,8	-0,8	0,8	2,1	-1,0	-1,0	-2,6

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

Cuadro A-5
América Latina y el Caribe: producto interno bruto a/
(Variación respecto del mismo trimestre del año anterior)

	2015				2016				2017
	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1
Argentina	0,0	3,9	3,8	2,6	0,6	-3,7	-3,7	-1,9	0,3
Belice	7,8	-0,7	1,8	2,8	-0,2	-1,0	-0,8	-1,1	2,1
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4,8	5,3	3,9	5,4	5,4	3,2	4,9	3,7	...
Brasil	-1,8	-3,0	-4,5	-5,8	-5,4	-3,6	-2,9	-2,5	-0,4
Chile	2,6	2,1	2,4	1,9	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1
Colombia	2,6	3,0	3,2	3,4	2,7	2,5	1,1	1,6	1,1
Costa Rica	3,7	5,8	5,8	3,7	5,1	4,6	3,4	4,2	3,6
Ecuador	3,4	0,2	-0,8	-2,0	-4,0	-2,1	-1,2	1,5	2,6
El Salvador	2,2	2,1	2,5	2,4	2,1	2,4	2,4	2,6	2,3
Guatemala	5,0	3,6	4,0	4,0	2,9	3,7	2,6	3,0	3,0
Honduras	3,6	2,5	3,4	5,0	3,7	4,0	2,9	3,8	...
Jamaica b/	0,4	0,8	1,7	0,9	0,9	1,4	2,0	1,1	...
México	2,8	2,5	2,8	2,5	2,2	2,6	2,0	2,3	2,8
Nicaragua	5,1	3,6	4,4	6,2	3,3	6,7	4,7	4,2	...
Panamá	6,2	6,0	5,7	5,3	5,0	5,3	4,7	4,5	6,2
Paraguay	6,7	2,7	1,9	0,7	1,5	6,3	5,3	3,4	6,6
Perú	2,0	3,2	3,2	4,6	4,3	3,7	4,5	3,0	2,1
República Dominicana	6,9	7,5	7,9	6,0	6,3	8,5	5,8	5,9	...
Trinidad y Tabago	-1,7	-2,7	-1,6	-1,4	-5,2	-8,1	-10,8	...	...
Uruguay	3,9	-1,1	0,3	-1,3	0,0	1,3	1,1	3,4	4,3
Venezuela (República Bolivariana de)	-1,4	-4,7	-7,1	...	...	...	...	...	...

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

a/ Sobre la base de cifras en moneda nacional a precios constantes.

b/ Producto interno bruto medido a precios básicos.

Cuadro A-6
América Latina y el Caribe: formación bruta de capital fijo a/
(En porcentajes del producto interno bruto)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 b/
América Latina y el Caribe	19,2	20,2	19,2	20,1	21,0	21,2	21,2	20,7	19,4	18,1
Argentina	16,9	17,6	14,5	16,6	18,4	17,3	17,3	16,5	15,6	16,0
Bahamas	27,9	25,8	24,3	24,0	25,3	27,6	26,9	30,4	27,1	...
Belice	20,1	24,9	20,1	15,3	14,9	15,7	18,3	20,2	22,4	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	14,4	16,1	16,1	16,6	19,5	19,0	19,9	20,7	20,7	20,6
Brasil	17,9	19,1	18,7	20,5	21,1	20,9	21,4	20,4	18,3	17,0
Chile	20,2	23,3	20,7	21,9	23,7	25,1	24,7	23,1	22,4	21,9
Colombia	21,0	22,3	21,7	21,9	24,4	24,6	25,0	26,3	26,0	24,6
Costa Rica	20,5	22,1	19,9	20,0	20,8	21,4	20,8	20,7	21,6	20,4
Ecuador	22,1	24,1	23,1	24,6	26,1	27,3	28,7	28,7	27,0	25,2
El Salvador	16,9	15,8	13,2	13,3	14,8	14,3	15,4	14,2	15,0	14,6
Guatemala	19,7	18,0	15,6	14,8	15,2	15,3	15,0	15,0	15,3	15,2
Haití	25,1	25,6	25,7	25,4	...	...	...	...	...	...
Honduras	32,7	33,3	22,1	21,6	24,3	24,2	23,1	22,5	24,4	21,8
México	22,3	23,1	22,0	21,2	21,9	22,1	21,5	21,6	21,9	21,5
Nicaragua	23,8	23,9	19,4	21,4	24,4	27,3	28,0	26,9	31,0	31,1
Panamá	27,5	29,5	28,2	30,2	33,7	37,3	42,2	43,7	...	...
Paraguay	13,7	15,2	14,7	15,9	16,9	15,8	15,5	16,1	16,0	16,5
Perú	18,7	21,9	20,9	23,5	24,3	26,3	26,2	25,1	22,7	21,0
República Dominicana	26,8	27,6	23,3	25,1	23,7	23,0	22,4	23,3	26,3	27,4
Uruguay	17,6	19,6	17,7	19,1	19,4	22,1	22,0	21,8	19,7	19,6
Venezuela (República Bolivariana de)	21,3	20,7	19,6	18,7	18,7	21,9	19,6	17,0	...	...

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

a/ Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

b/ Cifras preliminares.

Cuadro A-7
América Latina y el Caribe: balanza de pagos
(En millones de dólares)

	Exportaciones de bienes FOB			Exportaciones de servicios			Importaciones de bienes FOB			Importaciones de servicios		
	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/
América Latina y el Caribe	1 084 098	924 956	...	155 540	152 403	...	1 105 980	984 649	...	232 989	207 506	...
América Latina	1 062 115	907 755	...	143 286	139 991	...	1 077 602	959 697	...	223 886	198 771	...
Argentina	68 444	56 813	57 784	13 397	13 219	12 785	62 429	57 176	53 243	18 006	19 005	21 231
Bolivia (Estado Plurinacional de)	12 810	8 673	6 986	1 196	1 243	1 208	9 888	9 004	7 803	3 025	2 835	2 806
Brasil	224 098	190 092	184 453	39 965	33 778	33 300	230 727	172 422	139 416	88 072	70 696	63 747
Chile	75 122	62 183	60 597	10 657	9 636	9 500	68 599	58 718	55 341	14 411	13 054	12 638
Colombia	56 899	38 275	33 381	7 159	7 424	8 008	61 539	52 050	43 239	14 378	12 193	11 159
Costa Rica	9 456	9 432	10 166	7 107	7 693	8 690	14 784	14 059	14 686	2 567	3 084	3 558
Ecuador	26 596	19 049	17 425	2 346	2 391	2 140	26 660	20 699	15 858	3 517	3 197	3 195
El Salvador	4 257	4 381	4 186	2 248	2 337	2 477	9 463	9 384	8 823	1 453	1 532	1 721
Guatemala	10 992	10 824	10 580	2 830	2 823	2 694	17 056	16 381	15 764	3 033	3 162	2 997
Haití	961	1 024	995	701	724	623	3 666	3 449	3 183	1 085	1 042	1 013
Honduras	8 117	8 188	7 841	1 208	1 104	1 181	11 085	11 097	10 559	1 645	1 794	1 791
México	397 650	380 976	374 296	21 182	22 903	24 500	400 440	395 573	387 369	34 467	32 658	33 441
Nicaragua	4 150	3 859	3 772	1 194	1 254	1 394	6 319	6 405	6 384	1 006	1 021	1 148
Panamá	14 972	12 783	11 705	12 658	14 536	14 501	25 795	22 492	20 490	4 869	4 509	4 331
Paraguay	13 105	10 898	11 155	892	860	871	12 079	10 317	9 789	1 114	1 104	1 092
Perú	39 533	34 414	37 020	5 940	6 236	6 312	41 042	37 331	35 132	7 835	8 276	8 287
República Dominicana	9 899	9 442	9 860	7 054	7 542	8 305	17 273	16 907	17 484	2 970	3 174	3 344
Uruguay	10 343	9 091	8 387	3 350	3 125	3 034	11 252	9 334	8 037	3 217	2 661	2 267
Venezuela (República Bolivariana de)	74 714	37 357	...	2 201	1 163	...	47 508	36 901	...	17 216	13 774	...
El Caribe	21 983	17 201	...	12 254	12 411	...	28 379	24 952	...	9 102	8 735	...
Antigua y Barbuda	99	66	...	933	968	...	532	460	...	388	388	...
Bahamas	834	527	...	2 716	2 737	...	3 316	2 953	...	1 725	1 271	...
Barbados	792	801	...	1 103	1 127	...	1 652	1 537	...	462	494	...
Belice	589	538	...	494	496	...	926	961	...	225	221	...
Dominica	39	34	...	234	234	...	203	188	...	132	126	...
Granada	41	41	...	507	537	...	306	327	...	231	238	...
Guyana	1 167	1 170	...	181	143	...	1 791	1 475	...	426	423	...
Jamaica	1 449	1 286	...	2 952	3 059	...	5 208	4 450	...	2 245	2 161	...
Saint Kitts y Nevis	49	49	...	493	482	...	286	302	...	212	216	...
San Vicente y las Granadinas	50	46	...	200	233	...	320	295	...	121	117	...
Santa Lucía	164	187	...	822	853	...	552	502	...	296	330	...
Suriname	2 145	1 652	...	211	204	...	2 012	2 028	...	761	674	...
Trinidad y Tabago	14 566	10 804	...	1 407	1 339	...	11 276	9 474	...	1 878	2 074	...

(Continúa)

Cuadro A-7 (continuación)

	Balanza de bienes y servicios			Balanza de renta			Balanza de transferencias corrientes			Balanza de cuenta corriente		
	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/
América Latina y el Caribe	-99 330	-114 796	...	-156 918	-129 903	...	67 988	69 701	...	-188 261	-174 998	...
América Latina	-96 087	-110 721	...	-153 017	-127 735	...	65 105	66 852	...	-183 999	-171 604	...
Argentina	1 405	-6 148	-3 905	-11 614	-12 105	-12 152	1 535	1 083	1 156	-8 674	-17 170	-14 901
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1 094	-1 923	-2 415	-1 698	-1 127	-661	1 181	1 171	1 201	577	-1 879	-1 876
Brasil	-54 736	-19 249	14 590	-52 170	-42 910	-41 080	2 725	2 724	2 960	-104 181	-59 434	-23 530
Chile	2 769	47	2 119	-9 387	-6 576	-7 117	2 117	1 858	1 424	-4 501	-4 670	-3 574
Colombia	-11 858	-18 543	-13 008	-12 375	-5 528	-5 074	4 622	5 430	5 846	-19 611	-18 642	-12 236
Costa Rica	-788	-19	612	-2 109	-2 515	-3 124	450	457	465	-2 447	-2 077	-2 046
Ecuador	-1 234	-2 455	512	-1 554	-1 737	-1 858	2 264	2 078	2 780	-524	-2 114	1 435
El Salvador	-4 412	-4 198	-3 881	-1 034	-1 091	-1 225	4 234	4 363	4 576	-1 212	-926	-531
Guatemala	-6 267	-5 896	-5 487	-1 408	-1 399	-1 569	6 445	7 199	7 965	-1 230	-96	909
Haití	-3 089	-2 743	-2 579	50	35	43	2 291	2 437	2 463	-748	-271	-72
Honduras	-3 404	-3 598	-3 328	-1 606	-1 380	-1 473	3 638	3 835	3 991	-1 372	-1 144	-811
México	-16 075	-24 352	-22 014	-29 147	-27 980	-26 911	22 772	24 131	26 505	-22 451	-28 201	-22 420
Nicaragua	-1 980	-2 313	-2 366	-314	-345	-354	1 450	1 515	1 586	-844	-1 144	-1 133
Panamá	-3 035	318	1 384	-3 818	-4 020	-4 381	122	-106	-155	-6 730	-3 809	-3 151
Paraguay	804	337	1 145	-1 383	-1 297	-1 461	606	672	775	27	-287	460
Perú	-3 404	-4 956	-86	-9 893	-7 544	-9 184	4 372	3 331	3 967	-8 925	-9 169	-5 303
República Dominicana	-3 290	-3 097	-2 663	-3 247	-2 936	-3 364	4 368	4 753	5 049	-2 170	-1 280	-978
Uruguay	-776	222	1 118	-1 935	-1 483	-1 275	131	121	122	-2 580	-1 140	-36
Venezuela (República Bolivariana de)	12 191	-12 155	...	-8 375	-5 798	...	-218	-197	...	3 598	-18 150	...
El Caribe	-3 243	-4 075	...	-3 901	-2 167	...	2 883	2 849	...	-4 262	-3 393	...
Antigua y Barbuda	111	185	...	-78	-81	...	-8	-11	...	26	93	...
Bahamas	-1 490	-960	...	-438	-403	...	0	-46	...	-1 928	-1 409	...
Barbados	-219	-104	...	-197	-213	...	-14	2	...	-431	-315	...
Belice	-67	-149	...	-143	-95	...	74	70	...	-136	-175	...
Dominica	-62	-47	...	-23	-19	...	47	55	...	-38	-10	...
Granada	11	13	...	-56	-58	...	5	7	...	-40	-38	...
Guyana	-869	-585	...	27	25	...	458	417	...	-385	-144	...
Jamaica	-3 051	-2 266	...	-298	-440	...	2 236	2 306	...	-1 114	-400	...
Saint Kitts y Nevis	45	13	...	-77	-81	...	-9	-17	...	-42	-85	...
San Vicente y las Granadinas	-191	-132	...	-28	-14	...	31	33	...	-187	-113	...
Santa Lucía	137	208	...	-99	-111	...	14	15	...	52	112	...
Suriname	-417	-846	...	-69	-27	...	71	65	...	-415	-808	...
Trinidad y Tabago	2 820	595	...	-2 421	-650	...	-21	-47	...	378	-101	...

(Continúa)

Cuadro A-7 (conclusión)

	Balanzas de capital y financiera b/			Balanza global			Variación de activos de reserva c/			Otro financiamiento		
	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/
América Latina y el Caribe	219 334	146 501	...	35 983	-28 287	...	-36 401	27 574	...	419	714	...
América Latina	219 202	145 589	...	35 170	-26 021	...	-35 577	25 350	...	408	671	...
Argentina	9 869	12 237	28 626	1 195	-4 933	13 725	-1 195	4 933	-13 725	0	0	0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	356	259	-1 170	932	-1 620	-3 046	-932	1 620	3 046	0	0	0
Brasil	115 014	61 003	32 767	10 833	1 569	9 237	-10 833	-1 569	-9 237	0	0	0
Chile	5 558	4 881	5 379	1 057	211	1 805	-1 057	-211	-1 805	0	0	0
Colombia	24 048	19 057	12 401	4 437	415	165	-4 437	-415	-165	0	0	0
Costa Rica	2 334	2 721	1 811	-113	644	-235	113	-644	235	0	0	0
Ecuador	99	626	-228	-424	-1 488	1 207	411	1 453	-1 763	13	35	556
El Salvador	1 179	1 039	983	-33	113	453	33	-113	-453	0	0	0
Guatemala	1 302	572	482	73	475	1 392	-73	-475	-1 392	0	0	0
Haití	269	48	146	-479	-223	73	473	141	-142	7	82	69
Honduras	1 816	1 437	864	444	293	53	-459	-303	-66	15	10	13
México	38 780	12 535	22 285	16 329	-15 667	-136	-16 329	15 667	136	0	0	0
Nicaragua	1 126	1 341	1 077	282	197	-57	-282	-197	57	0	0	0
Panamá	7 127	2 824	4 478	397	-984	1 327	-1 222	78	-609	825	907	-718
Paraguay	1 112	-272	498	1 138	-560	957	-1 131	560	-957	-7	0	0
Perú	6 770	9 248	5 472	-2 188	73	168	2 178	-73	-168	10	0	0
República Dominicana	2 820	2 051	1 870	650	770	892	-195	-407	-780	-455	-363	-112
Uruguay	3 940	-648	-2 130	1 360	-1 788	-2 166	-1 360	1 788	2 166	0	0	0
Venezuela (República Bolivariana de)	-4 316	14 632	...	-718	-3 518	...	718	3 518	...	...	...	...
El Caribe	132	912	...	813	-2 266	...	-825	2 223	...	11	43	...
Antigua y Barbuda	69	-35	...	94	58	...	-94	-58	...	0	0	...
Bahamas	-987	725	...	-2	-28	...	27	28	...	-25	0	...
Barbados	386	252	...	-46	-63	...	46	63	...	0	0	...
Belice	221	71	...	85	-104	...	-84	104	...	-1	...	...
Dominica	52	36	...	14	26	...	-14	-26	...	0	0	...
Granada	62	67	...	22	29	...	-22	-29	...	0	0	...
Guyana	408	169	...	22	25	...	-59	-68	...	37	43	...
Jamaica	-1 588	389	...	-673	-452	...	673	452	...	...	...	...
Saint Kitts y Nevis	70	47	...	28	-38	...	-28	38	...	0	0	...
San Vicente y las Granadinas	209	128	...	22	15	...	-22	-15	...	0	0	...
Santa Lucía	14	-51	...	65	61	...	-65	-61	...	0	0	...
Suriname	265	542	...	-150	-266	...	150	266	...	0	0	...
Trinidad y Tabago	952	-1 427	...	1 330	-1 529	...	-1 330	1 529	...	0	0	...

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Incluye errores y omisiones.

c/ El signo menos (-) indica aumento de los activos de reserva.

Cuadro A-8
América Latina: índices del comercio internacional de bienes
(Índices 2010=100)

	Índices de las exportaciones de bienes FOB								
	Valor			Volumen			Valor unitario		
	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/	2014	2015	2016 a/
América Latina	121,4	103,8	100,2	113,1	116,4	118,4	107,3	89,2	84,6
Argentina	100,2	83,2	84,6	85,4	84,0	89,6	117,3	99,0	94,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	200,1	135,5	109,1	151,9	140,9	128,6	131,7	96,1	84,8
Brasil	111,3	94,4	91,6	103,7	112,1	115,9	107,4	84,2	79,0
Chile	105,6	87,4	85,2	112,3	110,4	110,0	94,1	79,2	77,5
Colombia	139,6	93,9	81,9	139,4	143,6	142,7	100,1	65,4	57,4
Costa Rica	126,2	126,1	135,4	125,8	132,2	143,9	100,3	95,3	94,1
Ecuador	146,6	105,0	96,1	118,8	119,4	118,2	123,4	88,0	81,3
El Salvador	122,6	126,1	120,5	116,8	121,5	119,9	105,0	103,8	100,5
Guatemala	128,8	126,8	124,0	129,3	143,1	136,7	99,6	88,6	90,7
Haití	170,6	181,8	177,7	156,9	175,9	179,5	108,7	103,3	99,0
Honduras	129,6	130,7	125,2	131,0	145,7	140,7	98,9	89,7	88,9
México	133,1	127,5	125,2	125,2	130,8	134,8	106,3	97,5	92,9
Nicaragua	152,2	141,6	138,4	138,5	132,3	136,1	109,9	107,0	101,7
Panamá	118,1	100,9	92,3	110,5	98,9	93,2	106,9	102,0	99,1
Paraguay	125,1	104,0	106,5	112,3	102,6	108,3	111,4	101,4	98,3
Perú	110,4	96,1	103,4	105,8	108,2	121,0	104,4	88,8	85,5
República Dominicana	145,2	138,5	144,7	137,2	141,0	150,4	105,9	98,2	96,2
Uruguay	128,8	113,2	104,4	108,2	107,1	105,2	119,0	105,7	99,3
Venezuela (República Bolivariana de)	111,7	55,9	39,2	92,0	83,7	70,3	121,4	66,8	55,7

	Índices de las importaciones de bienes FOB								
	Valor			Volumen			Valor unitario		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016 a/
América Latina	130,4	116,2	105,8	118,9	114,9	108,6	109,7	101,1	97,4
Argentina	115,3	105,6	98,3	103,6	107,5	111,7	111,3	98,2	88,0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	176,9	161,1	139,6	107,3	100,3	87,4	164,9	160,6	159,8
Brasil	126,2	94,3	76,3	112,9	95,7	85,0	111,8	98,5	89,7
Chile	124,2	106,3	100,2	118,7	115,5	113,8	104,6	92,1	88,1
Colombia	160,2	135,5	112,6	146,5	143,3	134,7	109,4	94,6	83,6
Costa Rica	133,9	130,6	132,7	129,4	134,3	136,4	103,5	97,3	97,3
Ecuador	135,7	105,4	80,7	123,9	100,4	81,0	109,5	104,9	99,7
El Salvador	126,3	125,2	117,7	121,8	132,1	130,3	103,7	94,8	90,3
Guatemala	133,2	127,9	123,1	123,5	128,9	125,3	107,9	99,2	98,2
Haití	121,8	114,5	107,1	93,1	97,7	93,1	130,9	117,1	115,0
Honduras	124,4	124,6	118,5	113,7	121,1	116,4	109,4	102,9	101,8
México	132,7	131,1	128,4	121,8	125,5	122,9	108,9	104,4	104,4
Nicaragua	140,0	141,9	141,5	127,7	150,8	160,6	109,7	94,1	88,1
Panamá	149,8	130,6	119,0	139,7	124,3	113,3	107,2	105,1	105,1
Paraguay	125,9	107,5	102,0	116,7	105,0	100,6	107,9	102,5	101,4
Perú	142,4	129,6	121,9	127,7	128,0	124,2	111,5	101,2	98,2
República Dominicana	113,6	111,2	114,9	104,8	119,3	125,9	108,4	93,2	91,3
Uruguay	131,5	109,1	93,9	124,1	118,1	114,2	105,9	92,4	82,2
Venezuela (República Bolivariana de)	113,8	88,4	52,6	104,9	83,8	49,4	108,5	105,5	106,6

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

a/ Cifras preliminares.

Cuadro A-9
América Latina: exportaciones de bienes, FOB
 (En millones de dólares)

	2015				2016				2017	
	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trím.1	Trim.2 a/
América Latina	214 895	238 940	227 121	218 261	189 661	215 269	216 379	219 486	209 443	60 218
Argentina	12 058	16 405	15 866	12 459	12 443	15 399	15 757	14 134	12 670	4 825
Bolivia (Estado Plurinacional de)	2 280	2 309	2 165	1 919	1 592	1 726	1 923	1 759	1 636	...
Brasil	42 539	51 338	49 860	46 356	40 375	49 448	48 925	45 706	50 342	17 630
Chile	16 929	15 957	14 457	14 890	15 071	14 850	14 080	15 858	15 795	5 019
Colombia	9 493	9 781	8 691	7 725	6 477	7 854	7 923	8 791	8 611	...
Costa Rica	2 294	2 441	2 182	2 280	2 387	2 676	2 372	2 480	2 557	...
Ecuador	4 870	4 934	4 438	4 088	3 627	4 298	4 235	4 638	4 721	...
El Salvador	1 428	1 399	1 397	1 260	1 280	1 446	1 354	1 255	1 414	...
Guatemala	2 769	2 823	2 658	2 427	2 615	2 729	2 569	2 538	2 920	...
Haití	252,86	214,82	277,17	284,1	102,69	...	...	...	...	...
Honduras	2 143	2 199	1 882	1 818	1 935	2 166	1 899	1 841	...	...
México	90 461	97 976	95 891	96 295	85 147	93 746	94 919	100 127	94 705	31 485
Nicaragua	672	669	567	515	555	619	562	490	...	...
Panamá	3 240	3 181	3 216	3 147	2 404	3 130	3 177	2 980	...	...
Paraguay	2 447	2 091	2 008	1 810	2 201	2 374	2 239	1 680	2 461	742
Perú	8 164	8 275	8 590	9 207	7 756	8 365	9 861	11 038	10 116	...
República Dominicana	2 266	2 512	2 457	2 288	2 272	2 508	2 624	2 457	...	...
Uruguay	1 653	2 328	2 035	1 664	1 423	1 936	1 961	1 717	1 494	518
Venezuela (República Bolivariana de)	8 936	12 108	8 483	7 830	...	...	...	...	...	...

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

a/ Datos al mes de abril.

Cuadro A-10
América Latina: importaciones de bienes, CIF
(En millones de dólares)

		2015				2016				2017	
		Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2 a/
América Latina		239 682	242 306	247 388	234 133	198 015	212 336	221 543	221 646	203 595	52 622
Argentina	CIF	13 242	15 704	16 625	14 185	12 784	14 369	14 379	14 077	13 748	4 964
Bolivia (Estado Plurinacional de)	FOB	2 203	2 109	2 231	2 460	1 850	1 906	1 986	2 145	2 048	...
Brasil	FOB	48 347	44 265	42 193	37 617	32 608	34 861	37 073	34 873	36 530	10 888
Chile	FOB	14 690	13 774	15 449	14 825	12 923	13 066	14 549	14 822	14 591	4 512
Colombia	FOB	13 463	12 514	13 289	12 332	10 079	10 489	10 987	11 295	10 781	...
Costa Rica	CIF	3 548	3 661	3 819	3 893	3 522	3 967	3 803	4 032	3 863	...
Ecuador	CIF	6 103	5 519	5 169	4 727	3 880	3 704	4 161	4 580	4 471	...
El Salvador	CIF	2 534	2 676	2 647	2 558	2 328	2 574	2 451	2 501	2 491	...
Guatemala	CIF	4 185	4 424	4 632	4 400	3 932	4 342	4 290	4 439	4 383	...
Haití	CIF	968	950	945	820	742	315	...	...	...	...
Honduras	FOB	2 837	2 861	2 719	2 680	2 470	2 692	2 757	2 641	...	...
México	FOB	92 605	99 985	102 562	100 080	89 133	96 814	100 155	100 963	97 480	30 868
Nicaragua	FOB	1 279	1 348	1 331	1 476	1 294	1 365	1 362	1 433	...	...
Panamá	FOB	5 663	5 415	6 144	5 262	4 559	5 059	5 579	5 287	...	...
Paraguay	FOB	2 445	2 381	2 452	2 251	1 946	2 016	2 456	2 624	2 455	795
Perú	FOB	9 256	9 344	9 445	9 340	8 387	8 404	9 111	9 230	8 993	...
República Dominicana	CIF	3 941	4 296	4 373	4 254	3 897	4 375	4 532	4 679	...	...
Uruguay	FOB	2 438	2 303	2 097	2 049	1 680	2 018	1 912	2 026	1 761	596
Venezuela (República Bolivariana de)	FOB	9 935	8 778	9 265	8 923	...	...	...	...	...	...

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

a/ Datos al mes de abril.

Cuadro A-11
América Latina: términos de intercambio de bienes FOB/FOB
(Índices 2010=100)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a/
América Latina	97,2	89,7	100,0	108,0	104,5	102,1	97,9	88,2	86,9
Argentina	96,4	97,2	100,0	110,9	115,7	108,1	105,4	100,8	107,3
Bolivia (Estado Plurinacional de)	99,0	95,2	100,0	118,1	112,3	94,5	79,9	59,9	53,1
Brasil	88,5	86,2	100,0	107,8	101,5	99,4	96,1	85,5	88,1
Chile	78,4	82,0	100,0	101,3	94,8	91,9	89,9	86,0	87,9
Colombia	91,3	86,1	100,0	114,8	108,4	100,6	91,6	69,1	68,7
Costa Rica	100,8	104,1	100,0	96,3	95,8	96,1	97,0	98,0	96,7
Ecuador	103,7	86,7	100,0	112,4	112,1	113,2	112,7	83,8	81,6
El Salvador	107,1	105,1	100,0	100,8	97,1	96,5	101,2	109,5	111,3
Guatemala	92,6	100,5	100,0	99,1	93,7	91,8	92,3	89,3	92,3
Haití	79,9	103,4	100,0	83,0	86,0	80,6	83,1	88,2	86,0
Honduras	91,1	97,3	100,0	108,4	94,6	88,6	90,4	87,2	87,3
México	104,6	92,9	100,0	106,8	102,9	102,8	97,6	93,3	89,0
Nicaragua	90,9	97,9	100,0	106,6	106,7	98,4	100,3	113,7	115,4
Panamá	97,3	101,9	100,0	97,8	98,2	97,7	99,7	97,0	94,3
Paraguay	102,3	100,0	100,0	102,4	103,4	102,8	103,3	98,9	96,9
Perú	84,6	82,6	100,0	107,2	104,4	99,0	93,6	87,8	87,1
República Dominicana	96,0	103,8	100,0	94,7	93,8	91,5	97,7	105,4	105,3
Uruguay	94,1	100,5	100,0	102,4	106,3	108,1	112,3	114,5	120,8
Venezuela (República Bolivariana de)	115,5	84,1	100,0	120,2	121,4	118,9	111,8	63,3	52,3

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

a/ Cifras preliminares.

Cuadro A-12
América Latina y el Caribe (países seleccionados): ingresos por remesas de trabajadores emigrados
(En millones de dólares)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017		a/
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1 094	1 182	1 164	1 179	284	291	312	317	293	99	b/
Brasil	2 191	2 124	2 128	2 459	581	591	574	619	551	162	b/
Colombia	3 970	4 401	4 093	4 635	1 163	1 182	1 190	1 323	1 208	383	b/
Costa Rica	527	561	559	518	119	130	133	133	...	...
Ecuador	2 467	2 450	2 462	2 378	595	669	666	671	626	...	
El Salvador	3 880	3 938	4 133	4 270	1 045	1 176	1 116	1 239	1 175	406	b/
Guatemala	4 783	5 105	5 544	6 285	1 663	1 849	1 763	1 885	1 941	1 387	
Honduras	2 842	3 093	3 437	3 726	913	1 012	999	1 022	1 057	343	b/
Jamaica	2 037	2 065	2 157	2 226	537	588	583	583	...	...
México	22 438	22 303	23 647	24 792	6 204	6 954	6 885	6 930	6 640	2 306	b/
Nicaragua	1 014	1 078	1 136	1 193	302	306	313	343	323	108	b/
Paraguay	528	519	422	462	113	131	143	160	150	...	
Perú	2 788	2 707	2 637	2 725	672	721	745	747	706	...	
República Dominicana	4 045	4 262	4 571	4 961	1 289	1 301	1 318	1 353	1 455	...	

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

a/ Datos al mes de mayo.

b/ Datos al mes de abril.

Cuadro A-13
América Latina y el Caribe: transferencia neta de recursos a/
(En millones de dólares)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 b/
América Latina y el Caribe	-33 995	-24 585	28 453	44 353	33 143	28 041	62 835	17 313	...
América Latina	-29 614	-21 391	34 474	48 392	34 523	33 669	66 593	18 525	...
Argentina	-14 438	-16 227	-8 767	-15 841	-14 921	-11 864	-1 745	132	16 474
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-177	-1 094	-707	923	-1 888	-1 840	-1 342	-868	-1 831
Brasil	-9 401	37 269	57 870	65 194	38 810	36 374	62 844	18 094	-8 313
Chile	-1 523	-13 599	-15 522	3 006	-2 493	-486	-3 829	-1 695	-1 738
Colombia	-516	-2 270	649	-1 950	1 758	5 218	11 673	13 529	7 328
Costa Rica	1 644	-180	589	979	3 065	1 064	225	205	-1 313
Ecuador	-2 246	-2 264	-625	-522	-1 611	1 427	-1 441	-1 076	-1 530
El Salvador	1 477	179	-302	79	1 039	267	145	-52	-242
Guatemala	906	-762	142	313	693	989	-105	-827	-1 086
Haití	374	373	971	573	788	625	326	165	258
Honduras	1 532	-429	546	521	32	894	225	67	-597
México	8 982	-1 985	13 556	22 125	9 719	11 229	9 632	-15 445	-4 627
Nicaragua	1 258	873	749	980	802	967	812	996	723
Panamá	1 732	-664	1 223	2 854	1 667	2 096	4 134	-289	-621
Paraguay	-915	-767	-1 036	-603	-1 184	-1 127	-279	-1 569	-964
Perú	-219	-6 684	3 557	-5 455	7 648	1 100	-3 112	1 704	-3 712
República Dominicana	2 462	1 248	2 563	2 420	933	735	-882	-1 249	-1 606
Uruguay	3 045	929	-1 131	2 248	4 344	3 903	2 005	-2 131	-3 406
Venezuela (República Bolivariana de)	-23 589	-15 337	-19 853	-29 453	-14 681	-17 901	-12 691	8 834	...
El Caribe	-4 381	-3 194	-6 021	-4 039	-1 381	-5 628	-3 758	-1 212	...
Antigua y Barbuda	292	108	146	88	140	191	-9	-116	...
Bahamas	-1 092	-1 257	-1 615	-967	-1 393	-964	-1 450	322	...
Barbados	136	182	116	254	251	45	188	39	...
Belize	38	22	-107	-60	-32	68	77	-24	...
Dominica	108	118	70	67	81	23	29	18	...
Granada	201	160	154	177	157	223	6	9	...
Guyana	262	-51	101	341	311	568	471	236	...
Jamaica	2 120	430	91	1 277	135	-1 171	-1 886	-51	...
Saint Kitts y Nevis	183	172	142	129	52	50	-7	-35	...
San Vicente y las Granadinas	204	189	221	163	208	247	182	114	...
Santa Lucía	257	125	195	231	158	84	-86	-162	...
Suriname	-96	-68	-720	-569	-175	-84	196	514	...
Trinidad y Tabago	-6 995	-3 324	-4 816	-5 170	-1 273	-4 909	-1 469	-2 077	...

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

a/ La transferencia neta de recursos se calcula como el total del ingreso neto de capitales menos el saldo de la balanza de renta (pagos netos de utilidades e intereses). El total del ingreso neto de capitales corresponde al saldo de las balanzas de capital y financiera más errores y omisiones, más préstamos y uso del crédito del Fondo Monetario Internacional y financiamiento excepcional. Las cifras negativas indican transferencias de recursos al exterior.

b/ Cifras preliminares.

Cuadro A-14
América Latina y el Caribe: inversión extranjera directa neta a/
(En millones de dólares)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 b/
América Latina y el Caribe	104 340	72 378	111 668	146 698	151 371	147 855	141 380	135 376	...
América Latina	100 088	70 577	110 494	145 474	149 364	146 528	138 104	132 699	...
Argentina	8 335	3 306	10 368	9 352	14 269	8 932	3 145	10 884	2 442
Bolivia (Estado Plurinacional de)	508	426	672	859	1 060	1 750	690	556	395
Brasil	24 601	36 033	61 689	85 091	81 399	54 240	70 855	61 175	71 115
Chile	9 476	6 733	6 693	4 122	10 006	11 204	11 211	3 726	5 101
Colombia	7 479	4 530	947	6 227	15 646	8 557	12 265	7 514	9 171
Costa Rica	2 240	1 340	1 589	2 328	1 803	2 401	2 798	2 839	2 603
Ecuador	1 057	309	166	644	568	727	772	1 322	738
El Salvador	824	366	-226	218	484	176	311	399	374
Guatemala	738	574	782	1 009	1 205	1 262	1 282	1 104	1 070
Haití	30	55	178	119	156	162	99	106	105
Honduras	1 007	505	971	1 012	851	992	1 315	1 113	801
México	28 237	8 523	12 124	11 936	-1 808	34 989	20 765	22 578	28 455
Nicaragua	608	463	475	929	704	665	790	905	860
Panamá	2 196	1 259	2 363	2 956	3 254	3 612	4 130	3 966	5 041
Paraguay	263	71	462	581	697	252	382	260	274
Perú	6 188	6 020	8 189	7 194	11 710	9 663	3 640	8 144	6 560
República Dominicana	2 870	2 165	1 622	2 277	3 142	1 991	2 209	2 205	2 407
Uruguay	2 117	1 512	2 349	2 511	2 539	3 027	2 148	1 293	919
Venezuela (República Bolivariana de)	1 316	-3 613	-918	6 110	1 679	1 928	-704	2 609	...
El Caribe	4 252	1 801	1 174	1 224	2 007	1 326	3 275	2 677	...
Antigua y Barbuda	159	81	97	65	133	95	40	96	...
Bahamas	-860	-664	-872	-667	-526	-382	-251	-76	...
Barbados	689	484	747	758	186	46	791	335	...
Belize	167	108	95	95	193	92	138	59	...
Dominica	57	42	43	35	59	23	14	23	...
Granada	135	103	60	43	31	113	58	89	...
Guyana	178	164	198	247	278	201	238	117	...
Jamaica	1 361	480	169	144	411	631	584	921	...
Saint Kitts y Nevis	178	131	116	110	108	136	158	132	...
San Vicente y las Granadinas	159	110	97	86	115	160	108	48	...
Santa Lucía	161	146	121	81	74	92	19	75	...
Suriname	-231	-93	-248	73	173	188	163	276	...
Trinidad y Tabago	2 101	709	549	156	772	-66	1 214	583	...

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

a/ Corresponde a la inversión directa en la economía declarante, una vez deducida la inversión directa de residentes de esa economía en el exterior. Incluye reinversión de utilidades.

b/ Cifras preliminares.

Cuadro A-15
América Latina y el Caribe: deuda externa bruta total a/
(En millones de dólares, saldos a fin de período)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
América Latina y el Caribe		834 791	987 485	1 109 959	1 219 438	1 281 934	1 410 433	1 446 733	1 495 740
América Latina		820 430	970 699	1 092 192	1 201 639	1 262 865	1 390 292	1 424 908	1 472 162
Argentina	Total	119 267	134 011	145 154	145 722	141 491	144 801	152632	156043
	Pública	65 517	74 166	77 221	75 554	74 142	80 731	83876	95304
	Privada	53 751	59 844	67 934	70 168	67 349	64 070	68755	60739
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Total	5 801	5 875	6 298	6 625	7 756	8 543	9445	10717
	Pública	2 601	2 891	3 582	4 196	5 262	5 736	6341	6925
	Privada	3 092	2 815	2 716	2 430	2 494	2 807	3104	3792
Brasil	Total	198 136	256 804	298 204	327 590	312 517	352 684	334745	321297
	Pública	95 502	82 847	77 300	82 245	122 641	139 051	130587	130274
	Privada	102 635	152 864	195 763	199 336	189 876	213 633	204158	191023
Chile	Total	72 617	86 570	100 973	122 668	136 351	152 135	157764	163789
	Pública	13 617	18 377	22 262	27 757	27 994	31 285	31764	35309
	Privada	59 000	68 193	78 711	94 912	108 357	120 849	125999	128480
Colombia	Total	53 719	64 738	75 568	78 763	91 976	101 282	110596	119976
	Pública	37 129	39 546	42 434	46 065	52 119	59 645	66234	71308
	Privada	16 590	25 192	33 135	32 698	39 856	41 637	44362	48668
Costa Rica	Total	8 276	9 527	11 286	15 381	19 629	21 671	24030	26437
	Pública	3 632	4 381	4 345	7 428	7 428	8 919	10290	10728
	Privada	4 644	5 146	6 941	7 953	12 201	12 752	13740	15709
Ecuador	Total	13 514	13 914	15 210	15 913	18 788	24 112	27720	34153
	Pública	7 364	8 622	9 973	10 768	12 920	17 582	20226	25680
	Privada	6 149	5 292	5 237	5 145	5 868	6 531	7494	8473
El Salvador	Total	9 882	9 698	10 670	12 521	13 238	14 885	15217	16253
	Pública	6 550	6 831	7 142	7 637	7 764	8 673	8553	9113
	Privada	3 332	2 867	3 528	4 884	5 474	6 213	6664	7140
Guatemala	Total	11 248	12 026	14 021	15 339	17 307	19 530	20385	20955
	Pública	5 391	6 038	6 027	6 823	7 429	7 510	7878	8393
	Privada	5 857	5 988	7 993	8 516	9 877	12 020	12507	12562
Haití	Pública	1 247	863	657	1 067	1 474	1 830	1981	2009
Honduras	Total	3 365	3 785	4 208	4 861	6 709	7 184	7456	7506
	Pública	2 481	2 843	3 218	3 664	5 202	5 569	5927	6115
	Privada	884	942	990	1 197	1 507	1 616	1530	1391
México	Total	160 427	193 971	209 766	225 973	259 535	285 754	298016	313605
	Pública	96 354	110 428	116 420	125 726	134 436	147 666	162210	180986
	Privada	64 073	83 543	93 346	100 247	125 099	138 089	135806	132619
Nicaragua	Pública	3 661	4 068	4 263	4 481	4 724	4 796	4804	5042
Panamá	Pública	10 150	10 439	10 858	10 782	12 231	14 352	15648	16902
Paraguay	Total	3 177	3 713	3 970	4 563	4 776	6 126	6513	7122
	Pública	2 234	2 335	2 291	2 241	2 677	3 680	3993	4823
	Privada	943	1 378	1 679	2 322	2 099	2 446	2519	2299
Perú	Total	35 157	43 674	47 977	59 376	60 823	69 215	73274	74651
	Pública	20 241	22 980	24 275	26 510	24 079	23 890	26781	29623
	Privada	14 916	20 694	23 702	32 866	36 744	45 325	46493	45028
República Dominicana	Pública	8 215	9 947	11 625	12 872	14 919	16 074	16029	17400
Uruguay	Total	17 969	18 425	18 345	24 030	26 518	28 100	28450	26149
	Pública	13 117	13 182	14 436	16 662	18 044	18 950	18931	17971
	Privada	4 853	5 243	3 909	7 368	8 473	9 149	9520	8179
Venezuela (República Bolivariana de)	Total	84 602	102 354	118 285	130 785	132 362	135 767	138869	151007
	Pública	68 525	88 652	103 140	113 112	112 103	117 217	120204	132156
	Privada	16 077	13 702	12 734	17 673	20 259	18 550	18665	18852

(Continúa)

Cuadro A-15 (conclusión)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
El Caribe		14 361	16 785	17 766	17 798	19 070	20 142	21 826	23 578
Antigua y Barbuda	Pública	416	432	467	445	577	560	570	590
Bahamas	Pública	767	916	1 045	1 465	1 616	2 095	2 185	2 371
Barbados	Pública	1 321	1 366	1 385	1 322	1 434	1 521	1 490	1 438
Belice	Pública	1 017	1 021	1 032	1 029	1 083	1 127	1 177	1 199
Dominica	Pública	222	232	238	263	273	278	281	263
Granada	Pública	512	528	535	535	562	578	581	616
Guyana	Pública	933	1 043	1 206	1 358	1 246	1 216	1 143	1 162
Jamaica	Pública	6 594	8 390	8 626	8 256	8 310	8 659	10 314	10 244
Saint Kitts y Nevis	Pública	325	296	320	317	320	280	210	197
San Vicente y las Granadinas	Pública	262	313	328	329	354	385	378	418
Santa Lucía	Pública	373	393	417	435	488	526	457	479
Suriname	Pública	269	334	463	567	739	810	876	1 436
Trinidad y Tabago	Pública	1 351	1 522	1 706	1 478	2 068	2 109	2 164	3 164

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.
a/ Incluye la deuda con el Fondo Monetario Internacional.

Cuadro A-16
América Latina y el Caribe: diferencial de bonos soberanos, EMBI+ y EMBI Global
(En puntos básicos, a fin de período)

		2012	2013	2014	2015	2016				2017			
						Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Mayo		
América Latina	EMBI +	317	410	491	584	562	514	452	480	455	441		
Argentina	EMBI +	991	808	719	438	444	518	439	455	452	407		
Belice	EMBI Global	2 245	807	819	822	1460	1285	1297	1837	655	739		
Bolivia	EMBI Global	...	289	277	250	211	186	142	83	102	221		
Brasil	EMBI +	142	224	259	523	409	350	319	328	270	284		
Chile	EMBI Global	116	148	169	253	213	202	180	158	133	134		
Colombia	EMBI +	112	166	196	321	299	261	222	227	195	206		
Ecuador	EMBI Global	826	530	883	1266	1058	913	845	647	666	694		
El Salvador	EMBI Global	396	389	414	634	667	671	486	536	553	578		
Jamaica	EMBI Global	711	641	485	469	469	478	396	375	349	337		
México	EMBI +	126	155	182	232	227	213	221	232	196	201		
Panamá	EMBI +	129	199	189	218	212	213	168	186	153	152		
Paraguay	EMBI Global	...	240	291	338	335	326	276	281	241	236		
Perú	EMBI +	114	159	181	246	231	203	160	175	136	136		
República Dominicana	EMBI Global	343	349	381	421	434	428	351	407	333	327		
Uruguay	EMBI Global	127	194	208	280	279	270	232	244	209	205		
Venezuela (República Bolivariana de)	EMBI +	773	1 093	2 295	2 658	3 007	2 546	2 017	2 138	2 330	2 214		

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras proporcionadas por JPMorgan Emerging Markets Bond Index (EMBI).

Cuadro A-17
América Latina y el Caribe: primas por canje de riesgo soberano de incumplimiento de crédito a cinco años (CDS)
(En puntos básicos, a fin de período)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017			
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio		
Argentina	1 442	1 654	2 987	5 393	5 393	420	382	419	364	324		
Brasil	108	194	201	495	366	317	273	281	226	242		
Chile	72	80	94	129	95	95	86	83	72	66		
Colombia	96	119	141	243	216	206	170	164	134	136		
México	98	92	103	170	162	159	167	156	130	113		
Panamá	98	111	109	182	160	161	142	127	120	95		
Perú	97	133	115	188	163	139	103	108	102	86		
Venezuela (República Bolivariana de)	647	1 150	3 155	4 868	5 259	3 892	2 946	3 750	3 571	3 562		

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

Cuadro A-18
América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos a/
(En millones de dólares)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2 b/
Total	114 241	123 332	133 056	79 033	29 764	45 676	31 152	22 772	45 423	16 627
América Latina y el Caribe b/	111 757	121 518	129 743	75 863	28 521	43 468	29 823	22 715	43 937	16 627
Argentina	663	1 025	1 941	3 586	2 610	24 065	2 608	4 500	13 278	2 660
Bahamas	-	-	300	-	-	-	-	-	-	-
Barbados	-	-	2 500	320	-	-	-	-	-	-
Bolivia (Estado Plurinacional de)	500	500	-	-	-	-	-	-	1 000	-
Brasil	50 255	37 262	45 364	7 188	1 500	10 047	8 934	-	9 950	5 700
Chile	9 443	11 540	13 768	7 650	2 650	94	1 197	1 395	2 610	1 517
Colombia	7 459	10 012	9 200	6 400	1 760	1 801	-	500	3 010	350
Costa Rica	1 250	3 000	1 000	1 127	-	500	-	-	-	300
Ecuador	-	-	2 000	1 500	-	-	2 000	750	1 000	2 000
El Salvador	800	310	800	300	-	-	-	-	951	-
Guatemala	1 400	1 300	1 100	-	-	700	-	-	500	830
Honduras	-	1 000	-	-	-	-	-	-	700	-
Jamaica	1 750	1 800	1 800	2 925	-	-	364	-	-	-
México	28 147	41 729	37 592	30 375	16 291	4 180	12 498	8 570	8 166	1 520
Panamá	1 100	1 350	1 935	1 700	1 000	575	75	550	150	1 200
Paraguay	500	500	1 000	280	600	-	-	-	500	-
Perú	7 240	5 840	5 944	6 407	1 110	550	-	300	605	550
República Dominicana	750	1 800	1 500	3 500	1 000	870	-	-	1 517	-
Suriname	-	-	-	-	-	86	-	550	-	-
Trinidad y Tabago	-	550	-	-	-	-	1 000	600	-	-
Uruguay	500	2 000	2 000	2 605	-	-	1 147	-	-	-
Venezuela (República Bolivariana de)	-	-	-	-	-	-	-	5 000	-	-
Emisiones supranacionales	2 484	1 814	3 313	3 171	1 243	2 208	1 329	56	1 486	-
Banco Centroamericano para la Integración Económica (BICE)	250	520	505	521	196	306	329	56	328	-
Banco de Desarrollo del Caribe (BDC)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Latinoamericano de Comercio Exterior (BLADEX)	400	-	-	-	-	73	-	-	-	-
Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)	1 834	1 294	2 808	2 650	1 047	1 330	1 000	-	1 158	-
Corporación Interamericana de Inversiones (CII)	-	-	-	-	-	500	-	-	-	-

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras proporcionadas por LatinFinance Bonds Database y Bloomberg.

a/ Se incluyen las emisiones soberanas, bancarias y empresariales.

b/ Datos al mes de mayo.

Cuadro A-19
América Latina y el Caribe: índices de las bolsas de valores
(Índices nacionales a fin de período, 31 diciembre 2005 = 100)

	2012	2013	2014	2015	2016				2016	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Argentina	185	349	556	757	842	951	1 081	1 096	1 313	1 420
Brasil	182	154	149	130	150	154	174	180	194	188
Chile	219	188	196	187	200	203	204	211	243	242
Colombia	155	137	122	90	104	103	104	106	107	114
Costa Rica	129	190	211	191	207	212	259	250	253	...
Ecuador	135	148	168	161	158	154	149	150	159	171
Jamaica	88	77	73	144	147	153	157	184	214	225
México	246	240	242	241	258	258	265	256	273	280
Perú	430	328	308	205	251	289	319	324	328	336
Trinidad y Tabago	100	111	108	109	106	106	108	113	116	113
Venezuela (República Bolivariana de)	2 312	13 421	18 925	71 546	71 480	63 028	63 567	155 494	215 187	604 979

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

Cuadro A-20
América Latina y el Caribe: reservas internacionales brutas
(En millones de dólares, saldos a fin de período)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Mayo
América Latina y el Caribe	835 905	830 207	857 618	811 907	817 138	822 159	830 835	830 440	845 528	845 809
América Latina	820 026	813 984	839 356	795 043	800 347	805 216	813 492	813 567	830 496	830 944
Argentina	43 290	30 599	31 443	25 563	29 572	30 507	29 902	38 772	50 522	46 146
Bolivia (Estado Plurinacional de)	13 927	14 430	15 123	13 056	12 483	11 609	11 039	10 081	10 261	10 264
Brasil	373 147	358 808	363 551	356 464	357 698	364 152	370 417	365 016	370 111	376 491
Chile	41 650	41 094	40 447	38 643	39 553	39 694	39 437	40 483	39 022	38 850
Colombia	37 474	43 639	47 328	46 740	47 229	47 030	47 113	46 683	46 937	47 159
Costa Rica	6 857	7 331	7 211	7 834	7 812	7 787	7 699	7 574	7 274	6 833
Ecuador a/	2 483	4 361	3 949	2 496	2 573	3 573	4 473	4 259	3 810	2 790
El Salvador	3 175	2 745	2 693	2 787	3 172	3 350	3 451	3 238	3 681	3 622
Guatemala	6 694	7 273	7 333	7 751	7 662	8 696	9 015	9 160	9 425	9 916
Haití	1 337	1 690	1 163	977	998	1 034	...	...	...	...
Honduras	2 629	3 113	3 570	3 874	4 047	4 176	3 926	4 100	4 694	4 631
México	167 050	180 200	195 682	177 597	179 708	178 830	180 499	178 025	178 704	176 115
Nicaragua	1 778	1 874	2 147	2 353	2 338	2 313	2 341	2 296	2 308	2 397
Panamá	2 441	2 775	3 994	3 911	4 711	4 783	4 109	4 511	3 764	4 584
Paraguay	4 994	5 871	6 891	6 200	6 633	6 882	7 000	7 144	7 803	7 909
Perú	64 049	65 710	62 353	61 537	61 429	59 611	61 618	61 746	62 605	63 565
República Dominicana	3 559	4 701	4 862	5 266	5 183	5 325	4 941	6 047	6 459	6 087
Uruguay	13 605	16 290	17 555	15 634	14 291	13 759	14 480	13 436	12 689	13 006
Venezuela (República Bolivariana de)	29 890	21 481	22 061	16 361	13 257	12 104	12 034	10 995	10 428	10 577
El Caribe	15 879	16 223	18 262	16 863	16 791	16 944	17 343	16 874	15 032	14 865
Antigua y Barbuda a/	161	202	297	356	405	410	406	330	...	...
Bahamas	812	740	787	808	980	1 054	913	902	925	953
Barbados	630	516	467	434	452	443	424	315	328	347
Belice	289	402	483	432	436	439	430	371	369	395
Dominica a/	92	85	100	125	132	157	168	221	...	...
Granada a/	104	135	158	189	195	195	191	201	...	...
Guyana	862	777	666	599	619	635	610	616	596	591
Jamaica	1 981	1 818	2 473	2 914	2 894	2 820	3 056	3 291	3 324	3 239
Saint Kitts y Nevis a/	252	291	318	280	341	343	329	313	...	...
San Vicente y las Granadinas a/	109	133	156	165	183	169	163	191	...	...
Santa Lucía a/	208	168	235	298	306	311	292	275	...	...
Suriname	1 008	779	625	330	276	404	350	381	384	385
Trinidad y Tabago a/	9 371	10 176	11 497	9 933	9 571	9 566	10 009	9 466	9 105	8 956

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

a/ Se refiere a las reservas internacionales netas.

Cuadro A-21
América Latina y el Caribe: tipo de cambio real efectivo a/ b/
(Índices 2005=100, valores medios del período)

	2012	2013	2014	2015	2016 c/				2017 c/	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2 d/
América Latina y el Caribe e/	81,3	81,2	80,4	84,4	85,9	86,0	84,9	84,5	83,3	83,7
Barbados	89,5	89,4	88,1	84,7	85,0	84,4	82,0	81,7	83,5	86,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	87,0	81,5	74,9	65,6	59,4	62,9	64,4	63,3	64,0	65,3
Brasil	77,6	83,0	85,4	106,1	113,9	103,3	94,6	94,6	90,0	92,1
Chile	94,0	95,2	105,4	109,5	111,2	109,7	107,0	105,8	103,9	106,2
Colombia	76,5	80,1	84,5	104,3	115,9	106,5	104,6	106,3	101,6	101,4
Costa Rica	76,6	74,1	77,4	73,5	72,9	74,9	76,0	76,3	76,5	78,9
Dominica	109,0	110,8	112,0	110,7	110,5	111,2	109,8	108,7	109,6	110,1
Ecuador	98,1	96,5	93,3	85,1	82,0	84,0	84,5	84,1	84,7	85,4
El Salvador	103,1	104,1	104,6	103,7	102,2	103,7	104,6	104,5	104,3	105,6
Guatemala	88,3	87,2	83,3	77,9	74,6	75,0	72,9	71,3	70,3	69,9
Honduras	83,8	84,8	82,8	82,6	83,1	84,0	84,2	84,8	85,3	85,3
Jamaica	95,3	99,9	106,1	105,0	109,1	112,7	115,8	117,7	118,2	120,1
México	112,6	106,8	108,0	122,2	134,8	138,2	143,0	147,1	147,8	136,7
Nicaragua	103,4	100,1	105,3	100,8	101,3	102,1	104,2	105,2	105,9	108,2
Panamá	94,4	92,2	89,0	85,5	84,1	85,0	85,0	84,3	84,2	85,3
Paraguay	73,0	68,3	66,1	67,1	66,6	69,4	70,9	72,2	71,7	71,2
Perú	90,1	90,5	93,1	94,9	97,4	95,8	96,3	95,8	91,9	92,0
República Dominicana	112,3	115,8	118,9	115,8	114,9	117,3	117,6	117,7	118,3	120,4
Trinidad y Tabago	73,8	70,8	67,2	61,3	60,5	62,2	62,8	62,7	62,9	63,4
Uruguay	76,3	70,7	74,3	74,1	76,6	77,6	72,8	70,6	69,8	70,0

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

a/ El índice del tipo de cambio real efectivo mundial se calcula ponderando los índices de tipo de cambio real de cada socio comercial por la participación del comercio -exportaciones más importaciones- con ese socio en el total del comercio del país.

b/ Una moneda se deprecia en términos reales efectivos cuando este índice aumenta y se aprecia cuando disminuye.

c/ Cifras preliminares.

d/ Datos al mes de mayo.

e/ El índice del tipo de cambio real efectivo extrarregional excluye el comercio con otros países de América Latina y el Caribe.

Cuadro A-22
América Latina y el Caribe: tasa de participación
(Tasas anuales medias)

			2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a/	2016 a/ Primer trimestre	2017 a/ Primer trimestre
América Latina y el Caribe b/			62,0	61,8	61,9	61,7	61,6	61,6	61,6	...	...
Argentina c/	Áreas urbanas	Global	58,9	59,5	59,3	58,9	58,3	57,7 d/	57,5 e/	...	57,2
		Mujeres	47,0	47,4	47,6	47,1	46,9	46,4 d/	46,9 e/	...	46,1
		Hombres	72,3	72,9	72,2	72,0	70,9	70,1 d/	69,4 e/	...	69,6
Bahamas	Total nacional	Global	...	72,1	72,5	73,2	73,7	74,3	76,9 f/	...	...
		Mujeres	...	...	69,5	70,1	70,1	71,7	72,0 f/	...	...
		Hombres	...	...	75,8	76,9	77,8	79,5	81,2 f/	...	...
Barbados	Total nacional	Global	66,6	67,6	66,2	66,7	63,8	65,1	66,6 d/	...	...
		Mujeres	62,0	63,0	61,1	61,8	60,4	61,7	62,8 d/	...	...
		Hombres	71,7	72,7	72,0	72,3	67,7	68,7	70,6 d/	...	...
Belice	Total nacional	Global	...	...	65,8	64,0	63,6	63,2	64,0	...	...
		Mujeres	...	...	52,6	49,8	49,2	48,7	50,3	...	...
		Hombres	...	...	79,2	78,3	78,2	77,8	78,0	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Total nacional	Global	...	65,9	61,2	63,4	65,8	61,0	...	...	...
		Mujeres	...	57,5	52,6	54,8	57,1	50,4	...	...	...
		Hombres	...	74,7	70,4	72,6	75,0	72,1	...	...	...
Brasil g/	Total nacional	Global	...	60,0	61,4	61,3	61,0	61,3	61,4	61,4	61,6
		Mujeres	...	50,1	50,8	50,7	50,6	51,2	51,4	51,2	52,0
		Hombres	...	70,8	73,1	72,9	72,5	72,4	72,3	72,7	72,0
Chile	Total nacional	Global	58,5	59,8	59,5	59,6	59,8	59,7	59,5	59,4	59,5
		Mujeres	45,3	47,3	47,6	47,7	48,4	48,2	48,0	47,6	47,7
		Hombres	72,1	72,7	71,9	71,8	71,6	71,5	71,3	71,6	71,6
Colombia	Total nacional	Global	62,7	63,7	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,1	63,8
		Mujeres	51,8	52,8	54,1	53,9	54,0	54,8	54,5	54,0	53,6
		Hombres	74,2	75,1	75,4	74,9	74,9	75,2	74,9	74,6	74,5
Costa Rica g/	Total nacional	Global	59,1	60,7	62,5	62,2	62,6	61,2	58,4	58,7	59,5
		Mujeres	43,5	45,7	48,4	48,6	49,2	48,1	44,3	44,5	45,0
		Hombres	75,9	76,8	76,2	75,5	75,9	74,3	72,4	72,6	73,8
Cuba	Total nacional	Global	74,9	76,1	74,2	72,9	71,9	69,1	...	...	...
		Mujeres	60,5	60,5	57,4	57,3	56,3	45,2	...	...	...
		Hombres	87,7	90,0	89,5	87,1	86,2	82,9	...	...	...
Ecuador h/	Total nacional	Global	62,5	62,5	61,7	62,1	63,2	66,2	68,2	68,6	68,9
		Mujeres	48,0	47,8	47,4	47,7	48,5	52,7	56,2	56,6	57,5
		Hombres	77,9	78,3	76,9	77,2	78,8	80,5	81,0	81,4	81,0
El Salvador	Total nacional	Global	62,5	62,7	63,2	63,6	63,6	62,8	62,1	...	...
		Mujeres	47,3	47,0	47,9	49,3	49,3	47,8	46,7	...	...
		Hombres	80,9	81,2	81,4	80,7	80,7	80,7	80,2	...	...
Guatemala	Total nacional	Global	62,5	61,8	65,4	60,6	60,9	60,7	60,8 i/	...	...
		Mujeres	84,7	40,4	45,7	40,6	40,6	38,9	40,2 i/	...	...
		Hombres	42,9	84,6	87,6	83,4	83,8	84,7	83,6 i/	...	...
Honduras	Total nacional	Global	53,6	51,9	50,8	53,7	56,0	58,3	57,5	...	...
		Mujeres	37,4	34,9	33,8	37,2	40,6	44,1	43,0	...	...
		Hombres	71,0	70,4	69,2	72,1	73,6	74,4	74,0	...	...
Jamaica	Total nacional	Global	62,4	62,3	61,9	63,0	62,8	63,1	64,8	64,3	64,9 j/
		Mujeres	54,8	54,9	54,9	56,2	55,9	56,3	58,6	57,8	59,1 j/
		Hombres	70,4	70,2	69,1	70,0	70,0	70,3	71,2	70,9	71,0 j/
México k/	Total nacional	Global	58,4	58,6	59,2 |	60,3	59,8	59,8	59,7	59,2	59,2
		Mujeres	41,6	42,0	43,0 |	43,9	43,1	43,4	43,4	42,9	42,8
		Hombres	77,0	76,9	77,1 |	78,5	78,3	78,0	77,7	77,2	77,4
Nicaragua	Total nacional	Global	71,2	75,6	76,8	75,8	74,0	...	...	...	...
		Mujeres	57,9	64,0	66,6	65,1	63,0	...	...	...	...
		Hombres	85,3	87,9	87,7	87,3	85,8	...	...	...	...
Panamá	Total nacional	Global	63,5	61,9	63,4	64,1	64,0	64,2	64,4	64,7 j/	64,7 j/
		Mujeres	47,5	45,6	48,0	49,2	49,8	50,8	51,1	51,5	51,9 j/
		Hombres	80,4	79,2	80,1	79,7	79,4	78,4	78,6	78,9	78,1 j/
Paraguay m/	Total nacional	Global	60,5	60,7	64,3	62,6	61,6	61,6	62,6	...	...
		Mujeres	47,3	48,9	53,8	51,9	49,6	50,0	...	...	...
		Hombres	73,5	72,8	74,7	73,8	74,1	73,8	...	...	...
Perú	Lima metropolitana	Global	70,0	70,0	69,1	68,9	68,4	68,3	68,5	69,0	68,6
		Mujeres	61,7	61,5	60,7	60,6	60,1	60,3	60,1	60,1	60,0
		Hombres	79,0	79,0	78,2	77,9	77,3	76,7	77,4	78,5	77,8
República Dominicana	Total nacional	Global	56,5	57,8	59,0	58,7	59,1	59,3	59,8	...	...
		Mujeres	40,8	42,6	44,0	43,7	44,0	44,5	45,6	...	...
		Hombres	72,4	73,4	74,4	74,1	74,6	74,5	74,4	...	...
Trinidad y Tabago	Total nacional	Global	62,1	61,3	61,8	61,3	61,9	60,6	60,0 d/	...	...
Uruguay	Total nacional	Global	62,9	64,8	64,0	63,6	64,7	63,8	63,4	63,9	63,2
		Mujeres	54,0	55,8	55,6	56,4	55,9	55,4	55,4	55,8	55,0
		Hombres	73,1	74,7	73,5	73,9	74,3	72,9	72,3	72,7	72,2
Venezuela (República Bolivariana de)	Total nacional	Global	64,6	64,4	63,9	64,3	65,3	63,7	62,9 n/	...	...
		Mujeres	50,5	50,3	50,1	50,6	52,1	49,8	48,3 n/	...	...
		Hombres	79,2	78,6	77,8	78,1	78,7	77,9	77,8 n/	...	...

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar. Las series regionales son promedios ponderados de los datos nacionales (sin Belice y Nicaragua) e incluyen ajustes por falta de información y cambios metodológicos.

c/ El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión. Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

d/ El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

e/ El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

f/ El dato se refiere al mes de mayo.

g/ Nueva medición a partir de 2012; los datos no son comparables con la serie anterior.

h/ Hasta 2013, diciembre de cada año. A partir de 2014, promedio del año.

i/ El dato global es el promedio de las mediciones de febrero-marzo, agosto-septiembre y noviembre-diciembre.

Los datos de mujeres y hombres son los promedios de las mediciones de febrero a marzo y agosto a septiembre.

j/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.

k/ Nueva medición a partir de 2013; los datos no son comparables con la serie anterior.

l/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de marzo.

m/ Los datos globales para el período 2012-2015 han sido objeto de una revisión, mientras que las series referentes a mujeres y hombres no se revisaron.

n/ El dato se refiere al promedio de enero a abril.

Cuadro A-23
América Latina y el Caribe: desempleo urbano abierto a/
(Tasas anuales medias)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 b/	2016	2017 b/
										Primer trimestre
América Latina y el Caribe c/	9,1	8,4	7,7	7,2	7,1	6,9	7,3	8,9	...	...
Argentina d/	8,7	7,7	7,2	7,2	7,1	7,3	6,5 e/	8,5 f/	...	9,2
Bahamas g/	14,2	...	15,9	14,4	15,8	14,8	13,4	12,7 h/	...	...
Barbados g/	10,0	10,8	11,2	11,6	11,6	12,3	11,3	9,9 e/	...	...
Belice g/	13,1	12,5	...	15,3	13	11,6	10,1	9,5	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)										
Brasil	4,9	...	3,8	3,2	4,0	3,5	4,4	...	...	...
Brasil Veinte regiones metropolitanas i/	8,1	6,7	6,0	8,2	8,0	7,8	9,3	13,0	12,0	14,9
Chile j/	11,3	8,5	7,4	6,7	6,2	6,7	6,4	6,8	6,7	6,9
Colombia g/	13,2	12,7	11,8	11,4	10,7	10,0	9,8	10,3	11,9	11,7
Colombia k/	12,4	12,0	11,1	10,8	10,0	9,4	9,2	9,7	11,3	11,1
Costa Rica l/	8,5	7,1	7,7	9,8	9,1	9,5	9,7	9,6	9,8	9,1
Cuba	1,7	2,5	3,2	3,5	3,3	2,7	2,4	1,9	...	...
Ecuador g/	8,5	7,6	6,0	4,9	4,7	5,1	5,4	6,8	7,4	5,6
Ecuador k/	6,9	6,1	5,0	4,2	4,0	4,3	4,7	5,9	6,5	5,1
El Salvador	7,1	6,8	6,6	6,2	5,6	6,7	6,8	...	...	...
Guatemala m/	...	4,8	3,1	4,0	3,8	4,0	3,2	3,4	...	...
Honduras	4,9	6,4	6,8	5,6	6,0	7,5	8,8	9,0	...	...
Jamaica g/	11,4	12,4	12,6	13,9	15,2	13,7	13,5	13,2	13,3	12,7 n/
Jamaica k/	7,5	8,0	8,4	9,3	10,3	9,4	9,5	9,0	9,1	8,5 n/
México	5,9	5,9	5,6	5,4	5,4	5,3	4,7	4,3	4,4	3,7
Nicaragua o/	7,9	7,8	5,9	5,9	5,6	6,6	...	...	...	...
Panamá g/	7,9	7,7	5,4	4,8	4,7	5,4	5,8	6,4	6,5	6,4 p/
Panamá k/	6,3	5,8	3,6	3,6	3,7	4,1	4,5	5,2	4,9	5,4 p/
Paraguay										
Paraguay Asunción y áreas urbanas del Departamento Central q/	8,2	7,4	6,9	7,9	7,7	7,8	6,5	7,7	7,6	8,4
Perú	5,9	5,3	5,1	4,7	4,8	4,5	4,4	5,2	6,7	6,4
República Dominicana	5,8	5,7	6,7	7,2	7,9	7,2	6,9	6,3	...	...
Trinidad y Tabago	5,3	5,9	5,1	5,0	3,6	3,3	3,5	4,1 e/	...	...
Uruguay	8,2	7,5	6,6	6,7	6,7	6,9	7,8	8,2	8,2	8,9
Venezuela (República Bolivariana de)	7,9	8,7	8,3	8,1	7,8	7,2	7,0	7,5 r/	...	...

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de las encuestas de hogares de los países.

a/ Porcentaje de población desempleada con respecto a la población económicamente activa.

b/ Cifras preliminares.

c/ Promedio ponderado con ajustes por falta de información y diferencias y cambios metodológicos.

Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar.

d/ El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión.

Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

e/ El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

f/ El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

g/ Incluye el desempleo oculto.

h/ El dato se refiere al mes de mayo.

i/ Hasta 2011, seis áreas metropolitanas.

j/ Nueva medición a partir de 2010; los datos no son comparables con la serie anterior.

k/ Incluye un ajuste de las cifras de la fuerza de trabajo por la exclusión del desempleo oculto.

l/ Nueva medición a partir de 2012; los datos no son comparables con la serie anterior.

m/ Nueva medición a partir de 2011; los datos no son comparables con la serie anterior.

n/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.

o/ Nueva medición a partir de 2009; los datos no son comparables con la serie anterior.

p/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de marzo.

q/ Hasta 2009, las cifras se refieren al total urbano. A partir de 2010, se refieren a Asunción y a áreas urbanas del Departamento Central.

r/ El dato se refiere al promedio de enero a abril.

Cuadro A-24
América Latina y el Caribe: tasa de ocupación a/
(Tasas anuales medias)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 b/	Primer trimestre	
										2016	2017 b/
América Latina y el Caribe c/		57,3	57,3	57,5	57,7	57,7	57,7	57,4	56,6	...	...
Argentina d/	Áreas urbanas	54,2	54,4	55,2	55,0	54,7	54,0	53,9 e/	52,6 f/	...	52,0
Bahamas	Total nacional	63,0	...	60,6	62,1	61,6	62,8	64,3	67,1 g/	...	...
Barbados	Total nacional	60,3	59,4	60,0	58,5	58,9	56,0	57,7	60,0 e/	...	...
Belice	Total nacional	...	...	...	55,7	55,9	56,6	56,8	57,9	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Total nacional	63,0	...	64,2	59,7	61,5	64,3	58,9	...	...	...
Brasil h/	Total nacional	56,9	...	56,0	56,9	56,9	56,8	56,1	54,3	54,7	53,1
Chile i/	Total nacional	50,5	53,7	55,5	55,7	56,0	56,0	56,0	55,6	55,7	55,5
Colombia	Total nacional	53,9	55,4	56,8	57,9	58,0	58,4	59,0	58,3	57,2	57,0
Costa Rica h/	Total nacional	55,4	54,8	56,0	56,2	56,4	56,6	55,4	52,8	53,1	54,0
Cuba	Total nacional	74,2	73,0	73,6	71,6	70,5	70,0	67,5	...	...	...
Ecuador j/	Total nacional	61,1	59,4	59,9	59,1	59,5	60,4	63,3	64,6	64,6	65,1
El Salvador	Total nacional	59,2	58,1	58,6	59,4	59,9	58,4	57,8	...	...	...
Guatemala	Total nacional	...	60,2	59,2	63,5	58,7	59,1	59,2	59,0	...	...
Honduras	Total nacional	51,5	51,5	49,7	48,9	51,6	53,1	54,0	53,2	...	...
Jamaica	Total nacional	56,3	54,6	54,4	53,3	53,4	54,2	54,6	56,2	55,7	56,7 k/
México l/	Total nacional	55,4	55,3	55,6	56,3	57,3	56,9	57,2	57,4	56,8	57,2
Nicaragua	Total nacional	61,3	65,8	71,2	72,3	71,5	69,1	...	...	...	...
Panamá	Total nacional	59,9	59,4	59,1	60,8	61,5	60,9	60,9	60,8	61,1	61,1 m/
Paraguay	Total nacional	57,1	57,1	57,3	61,5	60,1	58,6	58,7	58,9	...	...
Perú	Total urbano	67,0	67,8	67,9	68,1	67,8	66,9	66,3	66,8	66,1	66,1
República Dominicana	Total nacional	52,3	53,6	54,5	55,2	54,6	55,4	55,8	56,6	...	...
Trinidad y Tabago	Total nacional	59,4	58,4	58,2	58,8	59,1	59,9	58,5	57,5 e/	...	...
Uruguay	Total nacional	58,5	58,4	60,7	59,9	59,5	60,4	59,0	58,4	58,9	57,8
Venezuela (República Bolivariana de)	Total nacional	60,0	59,0	59,0	58,7	59,3	60,4	59,2	58,2 n/	...	...

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

a/ Porcentaje de población ocupada con respecto a la población en edad de trabajar.

b/ Cifras preliminares.

c/ Promedio ponderado con ajustes por falta de información y diferencias y cambios metodológicos.

Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar.

d/ El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión.

Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

e/ El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

f/ El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

g/ El dato se refiere al mes de mayo.

h/ Nueva medición a partir de 2012; los datos no son comparables con la serie anterior.

i/ Nueva medición a partir de 2010; los datos no son comparables con la serie anterior.

j/ Hasta 2013, diciembre de cada año. A partir de 2014, promedio del año.

k/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.

l/ Nueva medición a partir de 2013; los datos no son comparables con la serie anterior.

m/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de marzo.

n/ El dato se refiere al promedio de enero a abril.

Cuadro A-25
América Latina y el Caribe: indicadores de empleo registrado
(Índices 2010=100)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a/	2016 2017 a/	
										Primer semestre	
Argentina b/	97,4	97,1	100,0	105,0	107,0	109,6	110,9	114,0	114,3	114,6	114,8 c/
Brasil d/	90,3	93,0	100,0	106,6	111,3	114,6	116,9	115,0	110,4	111,3	108,2 e/
Chile f/	93,1	94,2	100,0	105,7	112,1	115,8	117,9	120,1	122,2	122,8	123,5 e/
Costa Rica g/	97,6	97,0	100,0	103,1	106,7	109,0	110,7	112,6	116,3	115,7	119,1 e/
El Salvador g/	101,3	98,5	100,0	103,3	105,5	111,0	113,5	115,1	117,3	...	...
Guatemala g/	96,9	98,3	100,0	104,3	107,1	110,4	111,8	114,2	117,4	...	...
Jamaica h/	104,0	103,0	100,0	99,4	99,0	100,4	...	...	...	...	...
México g/	99,4	96,3	100,0	104,3	109,2	113,0	117,0	122,0	126,7	125,8	131,2 i/
Nicaragua g/	92,2	94,2	100,0	108,1	116,6	125,9	132,8	144,6	160,3	157,0	169,1 e/
Panamá j/	96,6	98,5	100,0	110,3	117,8	122,5	126,1	127,2	125,4	...	...
Perú h/	94,8	96,0	100,0	105,4	109,6	112,7	114,8	115,8	116,2	113,3	114,0 e/
Uruguay k/	91,7	94,4	100,0	104,9	108,9	110,9	111,7	110,1	108,9	109,7	110,9 c/

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Asalariados cotizantes del sistema de pensiones.

c/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al primer trimestre.

d/ Trabajadores cubiertos por la legislación social y laboral.

e/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio enero a abril.

f/ Trabajadores dependientes cotizantes del sistema de pensiones.

g/ Trabajadores cubiertos por la seguridad social.

h/ Trabajadores de empresas con 10 o más empleados.

i/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio enero a mayo.

j/ Hasta 2012, trabajadores cubiertos por la seguridad social. A partir de 2013, trabajadores de pequeñas, medianas y grandes empresas de la industria manufacturera, el comercio y los servicios.

k/ Puestos de trabajo que generan cotizaciones a la seguridad social.

Cuadro A-26
América Latina: indicadores de subempleo por horas
(En porcentajes de los ocupados)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a/
Argentina b/ c/	Áreas urbanas	11,1	9,8	9,1	9,3	9,2	9,6	9,0 d/	11,5 e/
Chile f/	Total nacional	10,8	11,5	11,9	11,5	11,6	11,3	10,3	10,9
Colombia g/	Cabeceras municipales	9,6	10,4	12,0	11,5	12,3	12,2	10,5	10,6
Costa Rica h/	Total nacional	13,5	11,2	13,4	11,3	12,5	12,8	12,4	9,0
Ecuador i/	Total urbano	12,6	12,1	9,8	8,2	8,9	9,3	10,9	15,4
El Salvador i/	Total urbano	7,7	7,0	3,4	5,8	5,8	6,7	6,8	...
Honduras j/	Total urbano	4,4	6,7	10,6	10,1	11,6	10,4	13,0	11,2
México h/	Total nacional	8,8	8,7	8,6	8,5	8,3	8,1	8,4	7,7
Panamá i/	Total urbano	2,1	1,8	1,3	1,9	2,0	1,8	2,4	2,2
Paraguay k/	Asunción y áreas urbanas del Departamento Central l/	8,2	7,2	6,1	5,3	4,7	4,8	4,6	4,0
Perú b/	Lima metropolitana	15,4	14,5	12,4	12,0	11,6	11,3	10,4	11,3
Uruguay i/	Total urbano	9,2	8,9	7,6	7,4	6,9	6,9	7,3	8,3

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Ocupados que trabajan menos de 35 horas semanales y desean trabajar más.

c/ El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión. Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

d/ El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

e/ El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

f/ Ocupados que trabajan menos de 30 horas semanales y desean trabajar más.

Los datos de 2009 y 2010-2016 no son comparables, dado el cambio metodológico que se produjo en 2010.

g/ Ocupados que trabajan menos de 48 horas semanales y desean trabajar más.

h/ Ocupados que desean trabajar más que lo que su ocupación actual les permite.

i/ Ocupados que trabajan menos de 40 horas semanales y desean trabajar más.

j/ Ocupados que trabajan menos de 36 horas semanales y desean trabajar más.

k/ Ocupados que trabajan menos de 30 horas semanales y desean trabajar más.

l/ Hasta 2009, las cifras se refieren al total urbano. De 2010 a 2016, se refieren a Asunción y a áreas urbanas del Departamento Central.

Cuadro A-27
América Latina: salario medio real a/
(Índices 2010=100)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 b/	2016	2017 b/
									Primer semestre	
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	96,6	100,0	98,2	99,3	100,3	101,8	108,8	113,8 d/	...	...
Brasil e/	98,5	100,0	101,4	104,9	107,4	108,4	108,9	107,6	109,1	109,2 f/
Chile g/	97,9	100,0	102,5	105,8	109,9	111,9	113,9	115,4	115,4	117,1 h/
Colombia i/	97,3	100,0	100,3	101,3	104,0	104,5	105,6	104,6	103,5	105,0 h/
Costa Rica j/	97,9	100,0	105,7	107,1	108,5	110,7	115,2	118,2	125,0	126,1 h/
Cuba	97,0	100,0	100,2	100,7	101,2	124,0	143,1	...	...	...
El Salvador k/	98,9	100,0	97,1	97,3	97,8	98,5	106,3	...	...	...
Guatemala l/	97,2	100,0	100,4	104,4	104,3	106,8	110,4	108,2	...	...
México j/	100,9	100,0	101,1	101,2	101,3	101,7	103,2	104,1	104,2	103,5 h/
Nicaragua j/	98,8	100,0	100,1	100,5	100,7	102,4	105,1	107,5	105,9	107,0 h/
Panamá l/	93,3	100,0	100,1	103,5	103,8	109,5	113,1	117,5	...	...
Paraguay	99,4	100,0	102,8	103,5	105,7	107,0	107,5	108,2	...	...
Perú m/	103,1	100,0	108,4	111,0	114,7	117,9	117,5	119,8	120,6	120,2 f/
Uruguay	96,8	100,0	104,0	108,4	111,7	115,4	117,3	119,1	119,7	122,3 h/
Venezuela (República Bolivariana de)	105,6	100,0	103,0	109,1	104,3	...	...	...	...	...

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

a/ Cifras deflactadas por el índice oficial de precios al consumidor de cada país.

b/ Cifras preliminares.

c/ Índice de salario medio del sector privado.

d/ El dato corresponde al promedio de marzo y junio.

e/ Trabajadores del sector privado amparados por la legislación social y laboral. Nueva serie a partir de 2013.

f/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al primer trimestre.

g/ Índice general de remuneraciones por hora.

h/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio enero a abril.

i/ Industria manufacturera. Nueva serie a partir de 2015.

j/ Salario medio declarado de los cotizantes al seguro social.

k/ Salarios medios cotizables.

l/ Salario medio declarado de los afiliados al seguro social. A partir de 2013, corresponde a trabajadores de pequeñas, medianas y grandes empresas de la industria manufacturera, el comercio y los servicios.

m/ Salarios de trabajadores dependientes en Lima metropolitana. Hasta 2009, obreros del sector privado en Lima metropolitana.

Cuadro A-28
América Latina y el Caribe: indicadores monetarios
(Variación porcentual respecto del mismo periodo del año anterior)

		2012	2013	2014	2015	2016				2017	
						Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2 a/
América Latina y el Caribe											
Argentina	Base monetaria	34,9	30,2	19,7	33,2	29,1	26,2	28,6	27,5	38,8	34,9
	Dinero (M1)	33,3	29,5	26,1	31,6	30,6	19,5	14,4	18,1	26,0	...
	M2	32,4	30,9	23,1	33,2	29,3	24,2	20,9	22,0	28,1	...
	Depósitos en moneda extranjera	-22,6	-6,1	51,7	38,5	141,9	136,8	156,7	233,2	162,3	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Base monetaria	18,2	10,8	9,5	19,2	13,1	7,5	4,0	-7,1	-9,4	...
	Dinero (M1)	18,3	13,5	15,4	9,4	8,9	11,6	11,9	6,2	3,9	... b/
	M2	31,3	22,6	18,8	18,4	16,1	15,3	12,1	7,1	5,5	... b/
	Depósitos en moneda extranjera	-5,0	-4,1	-3,4	3,7	3,3	-0,9	-3,9	-2,4	-1,8	... b/
Brasil	Base monetaria	9,4	5,5	7,2	3,0	2,4	1,5	5,6	3,4	5,0	8,9 c/
	Dinero (M1)	5,9	10,7	4,7	-1,6	-4,2	-1,7	1,5	3,1	2,1	...
	M2	13,4	9,3	11,7	6,8	5,6	5,0	5,3	4,0	3,1	...
Chile	Base monetaria	13,7	16,3	5,3	9,6	9,5	7,7	13,1	15,1	10,1	7,6
	Dinero (M1)	9,1	10,1	12,1	14,3	11,4	6,8	3,7	4,0	5,0	11,0 c/
	M2	14,7	9,7	8,7	11,1	13,0	11,1	8,1	6,8	4,3	4,9 c/
	Depósitos en moneda extranjera	8,9	18,7	29,0	18,7	9,3	14,5	6,9	2,0	3,5	8,0 c/
Colombia	Base monetaria	9,5	12,5	16,7	15,0	19,0	11,6	7,1	-0,4	-2,4	-1,2 c/
	Dinero (M1)	6,7	14,3	14,8	10,4	9,7	5,7	1,3	-0,6	-1,3	...
	M2	16,9	17,5	12,9	10,4	12,6	12,5	9,8	7,5	6,1	...
Costa Rica	Base monetaria	12,1	14,1	11,7	11,1	9,3	12,9	10,5	8,1	7,1	7,5 c/
	Dinero (M1)	9,4	11,9	13,0	9,3	21,3	19,8	18,2	12,8	9,6	...
	M2	13,8	13,0	14,4	9,4	5,2	3,7	2,8	0,3	2,1	...
	Depósitos en moneda extranjera	-1,2	0,1	13,0	1,8	-0,4	-1,4	4,7	4,6	11,3	...
Ecuador	Base monetaria	16,1	23,3	17,5	16,9	24,5	20,4	22,7	23,8	20,0	...
	Dinero (M1)	14,0	14,8	14,4	10,6	6,4	9,2	10,5	15,4	16,5	...
	M2	17,8	13,4	14,5	6,7	1,3	3,3	7,9	14,1	15,4	...
El Salvador	Base monetaria	1,8	4,8	2,8	1,2	3,6	1,5	4,1	4,6	6,5	13,6 c/
	Dinero (M1)	4,4	2,9	4,0	4,9	9,5	3,6	3,7	-0,7	0,8	...
	M2	0,5	1,8	0,8	3,7	6,7	5,6	5,4	3,5	5,4	...
Guatemala	Base monetaria	5,8	9,2	5,8	12,1	9,3	8,1	11,2	10,4	10,7	...
	Dinero (M1)	5,8	7,0	5,2	11,9	7,9	5,1	4,9	6,3	5,7	...
	M2	9,4	9,7	8,1	11,5	9,0	7,7	7,4	7,6	7,3	...
	Depósitos en moneda extranjera	3,2	11,2	9,4	6,0	7,1	3,8	2,2	3,9	-1,4	...
Haití	Base monetaria	9,2	0,4	-1,0	15,4	28,7	30,8	23,4	22,7	20,1	15,0 c/
	Dinero (M1)	8,7	11,1	8,7	12,7	3,4	1,3	6,7	12,3	18,3	...
	M2	5,7	9,4	8,4	12,5	8,4	7,9	7,3	10,2	15,8	...
	Depósitos en moneda extranjera	6,9	8,2	8,5	18,5	32,3	31,5	23,8	24,6	21,9	...
Honduras	Base monetaria	11,3	4,0	9,7	16,6	9,4	15,8	12,7	21,4	20,9	...
	Dinero (M1)	2,1	-5,0	8,4	19,0	10,8	9,6	10,3	9,8	16,2	... d/
	M2	8,7	3,6	8,9	12,7	9,8	10,3	10,2	11,6	12,9	... d/
	Depósitos en moneda extranjera	15,3	12,6	7,3	11,3	5,9	3,5	9,2	14,4	17,4	... d/
México	Base monetaria	13,9	6,3	13,5	20,1	15,9	15,9	16,3	15,6	14,2	14,8 c/
	Dinero (M1)	13,7	7,5	13,9	16,1	11,0	12,2	12,1	12,5	12,4	...
	M2	10,7	7,1	11,0	13,5	8,9	10,1	10,4	11,1	10,5	...
	Depósitos en moneda extranjera	16,8	13,3	26,6	40,0	34,2	22,9	22,7	41,7	36,8	...
Nicaragua	Base monetaria	18,3	6,3	12,9	17,4	13,5	8,4	17,3	6,8	5,2	...
	Dinero (M1)	17,6	8,5	16,5	21,0	14,8	5,5	10,9	7,1	4,8	... d/
	M2	17,6	8,5	16,5	21,0	14,8	5,5	10,9	7,1	4,8	... d/
	Depósitos en moneda extranjera	21,2	13,6	20,4	16,3	16,6	15,9	13,6	13,2	13,8	... d/
Panamá	Base monetaria	12,7	16,0	-1,2	28,5	12,4	8,8	10,3	1,7	1,1	...
	Dinero (M1)	17,1	6,9	15,1	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,8	-0,7	...
	M2	10,8	6,3	13,3	4,8	6,2	6,4	5,5	6,2	4,8	...
Paraguay	Base monetaria	11,8	5,1	8,3	11,3	3,1	1,2	1,4	4,8	6,2	8,9 c/
	Dinero (M1)	8,6	15,6	9,6	11,6	1,8	-0,1	2,7	7,8	11,2	...
	M2	13,7	17,4	10,6	11,2	3,0	1,4	3,7	7,6	10,6	...
	Depósitos en moneda extranjera	14,9	15,8	29,3	22,3	25,8	20,1	8,6	4,0	0,7	...
Perú	Base monetaria	31,2	21,1	-8,6	-0,9	0,0	2,8	5,2	5,1	4,8	3,8 c/
	Dinero (M1)	18,7	14,3	4,9	5,1	2,2	3,6	7,5	4,3	4,4	...
	M2	23,2	18,4	2,5	2,9	3,5	7,5	16,2	13,7	13,7	...
	Depósitos en moneda extranjera	0,4	16,3	21,4	17,3	26,8	12,0	-1,6	-9,3	-14,1	...

(Continúa)

Cuadro A-28 (conclusión)

		2012	2013	2014	2015	2016				2017	
						Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
República Dominicana	Base monetaria	9,0	3,9	3,3	22,1	10,2	9,7	8,5	7,9	5,7	3,5 <i>c/</i>
	Dinero (M1)	7,3	12,1	13,6	12,9	11,9	15,9	14,6	13,2	8,0	...
	M2	12,1	8,0	11,2	10,7	12,1	13,3	12,3	11,2	8,7	...
	Depósitos en moneda extranjera	18,4	16,1	11,5	11,9	11,9	11,2	6,1	6,9	12,0	...
Uruguay	Base monetaria	21,8	15,3	11,0	11,5	8,2	21,7	10,4	4,8	13,5	8,6
	Dinero (M1)	18,4	11,7	6,1	7,1	1,2	0,6	1,5	5,7	10,3	...
	M2	17,4	12,4	8,7	9,4	6,3	11,4	13,2	13,5	16,3	...
	Depósitos en moneda extranjera	19,6	14,8	25,8	26,6	38,2	26,2	9,0	0,8	-10,2	...
Venezuela (República Bolivariana de)	Base monetaria	40,8	61,1	86,5	95,2	101,1	97,7	134,4	207,6	299,9	...
	Dinero (M1)	62,0	66,1	69,5	85,1	102,7	97,6	105,9	145,8	193,5	...
	M2	57,5	65,4	69,1	84,9	103,2	98,0	106,0	144,5	190,7	...
El Caribe											
Antigua y Barbuda	Base monetaria	29,4	13,2	20,0	14,4	14,5	14,0	8,6	9,3	-13,6	... <i>d/</i>
	Dinero (M1)	-2,1	3,1	11,5	4,4	11,8	11,4	13,7	11,0	11,4	... <i>d/</i>
	M2	1,7	2,8	3,5	2,5	-0,8	-0,6	0,4	1,5	4,8	... <i>d/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	-12,8	0,9	20,0	17,0	25,6	25,9	21,8	-0,4	8,2	... <i>d/</i>
Bahamas	Base monetaria	-7,8	2,2	13,8	-1,8	10,5	19,3	29,0	40,4	...	... <i>e/</i>
	Dinero (M1)	8,6	5,6	8,4	18,7	5,2	2,5	9,7	18,7	...	... <i>e/</i>
	M2	1,1	-0,6	0,1	1,5	1,3	1,2	2,1	6,2	...	... <i>e/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	11,6	15,8	-1,5	-19,9	-20,6	-4,0	0,9	34,4	...	... <i>e/</i>
Barbados	Base monetaria	-0,9	10,6	5,8	31,5	23,4	20,7	26,3	25,6	23,0	...
	Dinero (M1)	-20,3	5,5	9,4	14,1	24,0	12,9	13,7	10,6	...	... <i>e/</i>
	M2	-5,7	3,5	1,5	3,4	7,1	3,4	4,0	2,7	...	... <i>e/</i>
Belice	Base monetaria	17,5	19,2	18,8	24,6	22,2	17,3	14,6	-1,7	-2,4	...
	Dinero (M1)	24,0	13,7	14,0	14,6	16,1	14,9	14,0	-1,9	-2,6	... <i>b/</i>
Dominica	Base monetaria	17,8	0,0	15,0	19,1	21,0	19,1	46,3	72,4	88,3	... <i>d/</i>
	Dinero (M1)	9,8	2,5	2,2	7,8	12,7	18,2	21,1	20,4	9,2	... <i>d/</i>
	M2	7,0	4,5	6,5	4,3	5,1	6,0	6,7	6,1	5,1	... <i>d/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	25,4	-6,1	13,5	1,3	-14,7	10,7	-10,9	34,2	3,4	... <i>d/</i>
Granada	Base monetaria	4,7	5,4	21,1	6,1	11,9	0,7	0,7	2,1	0,2	... <i>d/</i>
	Dinero (M1)	2,9	5,4	24,1	20,6	17,1	11,8	9,3	6,7	3,7	... <i>d/</i>
	M2	1,8	3,0	5,2	3,7	3,0	1,6	1,4	0,9	0,3	... <i>d/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	5,5	-18,8	7,8	17,4	57,3	43,9	31,7	17,2	0,5	... <i>d/</i>
Guyana	Base monetaria	15,2	6,6	2,5	14,3	15,9	14,4	9,4	14,7	12,3	9,1 <i>c/</i>
	Dinero (M1)	16,1	6,7	10,1	7,9	4,6	4,4	8,8	10,6	11,1	...
Jamaica	Base monetaria	6,3	6,3	5,9	9,9	15,3	15,7	16,1	14,9	30,9	20,1 <i>c/</i>
	Dinero (M1)	4,7	5,9	5,0	15,7	21,7	15,4	26,1	26,0	25,0	... <i>d/</i>
	M2	3,3	6,4	2,6	9,9	14,6	11,5	17,9	17,6	23,2	... <i>d/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	6,8	28,5	9,2	15,6	17,9	23,8	36,1	31,6	36,1	... <i>d/</i>
Saint Kitts y Nevis	Base monetaria	13,7	22,2	10,5	-14,5	14,4	18,2	19,4	11,4	-1,7	... <i>d/</i>
	Dinero (M1)	17,3	10,8	1,5	10,8	5,1	1,6	-2,2	-7,1	-7,5	... <i>d/</i>
	M2	8,6	4,5	6,4	5,9	4,0	1,2	-0,8	-3,5	-4,9	... <i>d/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	15,1	18,4	46,4	16,3	-9,2	-5,8	-5,2	-4,9	-2,5	... <i>d/</i>
San Vicente y las Granadinas	Base monetaria	11,8	26,2	16,9	8,3	19,4	19,8	10,5	4,6	0,9	... <i>d/</i>
	Dinero (M1)	-0,4	9,6	5,8	8,6	9,3	6,7	10,7	13,4	6,6	... <i>d/</i>
	M2	1,2	8,6	8,1	5,6	5,7	3,9	3,6	5,1	2,8	... <i>d/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	-7,3	28,9	15,8	17,6	9,2	10,9	13,5	-6,2	-0,2	... <i>d/</i>
Santa Lucía	Base monetaria	4,2	8,0	8,0	25,2	6,9	4,8	0,4	-1,9	-5,8	... <i>d/</i>
	Dinero (M1)	3,2	2,2	7,1	3,0	1,2	3,4	10,2	11,3	12,1	... <i>d/</i>
	M2	3,7	3,5	-1,0	1,6	1,8	2,9	4,2	3,5	3,2	... <i>d/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	14,0	-10,1	45,0	20,1	29,5	16,2	6,7	-4,2	3,0	... <i>d/</i>
Suriname	Base monetaria	27,0	13,8	-7,2	-6,2	24,8	43,5	35,4	20,2	23,0	25,7 <i>c/</i>
	Dinero (M1)	17,0	11,3	5,4	-5,1	6,4	22,2	20,7	11,8	13,4	...
	M2	20,0	17,7	8,1	-2,8	3,4	15,3	18,2	13,2	13,3	...
	Depósitos en moneda extranjera	13,6	10,8	11,4	9,9	35,3	90,9	119,7	92,6	73,6	...
Trinidad y Tabago	Base monetaria	15,4	19,5	8,0	-7,9	-7,0	-5,3	-12,5	-3,9	-5,4	... <i>d/</i>
	Dinero (M1)	15,4	19,2	19,8	0,0	0,1	2,3	-1,4	3,9	-1,4	... <i>d/</i>
	M2	12,0	11,8	11,6	3,8	2,5	4,1	1,2	3,6	0,6	... <i>d/</i>
	Depósitos en moneda extranjera	4,7	12,6	-6,8	1,6	3,9	9,6	11,6	4,2	6,5	... <i>d/</i>

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

a/ Datos al mes de mayo.

b/ Datos al mes de enero.

c/ Datos al mes de abril.

d/ Datos al mes febrero

e/ Datos al mes de diciembre.

Cuadro A-29

América Latina y el Caribe: crédito interno
(Variación porcentual respecto del mismo período del año anterior)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2 a/
América Latina										
Argentina	33,0	40,8	24,7	36,2	27,9	28,0	24,9	20,3	31,0	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	22,7	21,6	17,6	16,7	18,8	18,8	18,0 b/	...	...	...
Brasil	16,8	11,9	9,5	9,0	9,0	10,2	10,4	8,4	10,2	6,3 c/
Chile	15,1	9,3	7,6	8,4	11,5	9,2	8,1	5,6	3,8 d/	...
Colombia	15,7	13,8	12,2	16,6	9,1	10,3	7,4	7,0	7,0 d/	...
Costa Rica	12,9	2,9	20,0	9,9	7,8	8,5	6,8	5,5	6,0	6,9 c/
Ecuador	21,5	16,7	16,2	10,1	-1,0	2,8	7,0	13,6	15,2 d/	...
El Salvador	9,6	5,5	9,5	7,3	8,9	8,7	8,6	6,3	4,3	3,9
Guatemala	11,3	12,6	12,0	12,0	10,4	6,7	3,3	4,0	3,9	...
Haití	11,4	70,0	30,4	18,2	10,0	11,3	9,7	9,7	12,1	...
Honduras	18,0	9,6	6,8	7,9	4,5	4,7	6,5	7,8	2,5 e/	...
México	10,9	9,4	9,9	12,6	15,5	13,9	13,6	13,5	10,6	...
Nicaragua	21,6	21,4	11,3	13,4	13,7	12,8	13,8	12,3	13,0	...
Panamá	18,1	12,9	15,4	6,4	15,3	12,4	13,6	13,3	7,7 e/	...
Paraguay	28,4	20,8	12,0	26,0	18,6	8,9	1,3	-3,3	-4,7	-1,0 c/
Perú	9,6	6,6	18,6	14,2	11,7	13,4	12,1	12,0	9,8	7,2 c/
República Dominicana	12,1	12,4	11,6	14,9	15,4	17,4	13,8	11,6	10,1	8,5 c/
Uruguay	19,4	16,5	18,6	12,9	41,4	50,4	24,0	21,3	12,9	8,0 c/
Venezuela (República Bolivariana de) f/	56,1	61,9	63,8	74,5	94,4	92,2	90,7	117,1	132,0	...
El Caribe										
Antigua y Barbuda	-3,0	-4,9	-0,4	-5,9	-17,4	-14,0	-8,0	-3,5	8,5 d/	...
Bahamas	4,0	1,9	0,0	0,7	0,9	0,8	-0,2	1,3	...	...
Barbados	6,6	8,0	2,3	3,2	8,9	8,9	6,7	4,9	...	...
Belice	0,4	-2,6	-0,6	8,9	21,3	21,7	22,3	11,6	8,6	...
Dominica	7,6	7,7	1,7	-1,8	-17,5	-19,7	-27,5	-33,5	-36,2 d/	...
Granada	5,0	-2,1	-9,0	-10,2	-13,9	-10,2	-12,0	-8,3	-5,0 d/	...
Guyana	40,1	26,3	16,0	11,3	14,0	15,4	10,8	5,9	11,7	7,1 c/
Jamaica	11,7	16,0	14,2	-2,2	-3,2	5,8	6,8	9,5	17,3 d/	...
Saint Kitts y Nevis	-6,8	-25,0	-18,7	-2,3	2,8	-4,0	-13,9	-16,7	-12,5 d/	...
San Vicente y las Granadinas	-1,0	6,5	3,5	5,4	2,7	0,3	-0,3	-1,3	-1,0 d/	...
Santa Lucía	6,6	5,4	-3,1	-12,2	-7,3	-6,6	-3,5	-6,1	-6,3 d/	...
Suriname	10,3	23,5	21,5	23,5	36,2	48,8	43,8	10,6	14,9	8,8 c/
Trinidad y Tabago	7,9	-20,4	-23,8	3,2	42,4	36,0	28,2	41,9	37,5 d/	...

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

a/ Datos al mes de mayo.

b/ Datos al mes de septiembre.

c/ Datos al mes de abril.

d/ Datos al mes de febrero.

e/ Datos al mes de enero.

f/ Crédito otorgado por los bancos comerciales, universales y de desarrollo.

Cuadro A-30
América Latina y el Caribe: tasa de interés de política monetaria
(En tasas medias)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
América Latina										
Argentina	12,8	14,6	26,7	27,0	30,8	32,3	27,3	24,7	24,8	26,3
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4,0	4,1	5,1	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	1,9 a/
Brasil	8,5	8,4	11,0	13,6	14,3	14,3	14,3	13,9	12,5	10,6
Chile	5,0	4,9	3,7	3,1	3,5	3,5	3,5	3,5	3,2	2,6
Colombia	4,9	3,4	3,9	4,7	6,0	6,9	7,7	7,7	7,3	6,6
Costa Rica	5,0	4,4	4,9	3,5	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	3,1
Guatemala	5,2	5,1	4,6	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Haití	3,0	3,0	4,8	12,3	16,0	15,3	14,0	13,3	12,0	12,0 a/
Honduras	6,6	7,0	7,0	6,5	6,3	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5
México	4,5	3,9	3,2	3,0	3,6	3,8	4,3	5,3	6,2	6,8
Paraguay	6,0	5,5	6,7	6,1	5,9	5,9	5,6	5,5	5,5	5,5
Perú	4,3	4,2	3,8	3,4	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,1
República Dominicana	5,8	5,3	6,3	5,4	5,0	5,0	5,0	5,5	5,5	5,8
Uruguay b/	8,8	9,3	...	...	...	...	...	...	...	...
Venezuela (República Bolivariana de)	6,4	6,2	6,4	6,2	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 b/	...
El Caribe										
Antigua y Barbuda	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 a/
Bahamas	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,3	4,0	4,0 d/
Barbados	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0 b/	...
Belice	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	...
Dominica	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 a/
Granada	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 a/
Guyana	5,4	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0 d/
Jamaica	6,3	5,8	5,8	5,5	5,3	5,2	5,0	5,0	5,0	...
Saint Kitts y Nevis	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 a/
San Vicente y las Granadinas	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 a/
Santa Lucía	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 a/
Trinidad y Tabago	2,9	2,8	2,8	4,1	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8

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

a/ Datos al mes de mayo.

b/ Datos al mes de febrero.

c/ A partir de junio 2013, se deja de usar la tasa de interés como instrumento de política monetaria.

d/ Datos al mes de abril.

Cuadro A-31
América Latina y el Caribe: tasas de interés activas representativas
 (En tasas medias)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2 a/
América Latina										
Argentina b/	19,3	21,6	29,3	28,2	35,4	37,4	32,3	28,3	26,2	28,1 c/
Bolivia (Estado Plurinacional de) d/	6,7	7,0	6,5	6,4	6,2	6,2	6,3	6,2	5,7	6,1 c/
Brasil e/	39,6	38,8	44,6	49,1	52,4	54,0	53,9	54,4	53,6	50,2 c/
Chile f/	13,5	13,2	10,8	9,3	9,9	10,0	10,6	11,0	13,2	12,2
Colombia g/	13,7	12,2	12,1	12,1	13,7	14,8	15,3	15,1	15,0	14,5 c/
Costa Rica h/	19,7	17,4	16,6	15,9	15,4	14,7	14,2	14,3	14,2	14,1 c/
Ecuador i/	8,2	8,2	8,1	8,3	9,0	8,9	8,6	8,4	8,1	8,1 c/
El Salvador j/	5,6	5,7	6,0	6,2	6,2	6,4	6,4	6,5	6,3	6,4 c/
Guatemala h/	13,5	13,6	13,8	13,2	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1 c/
Haití k/	19,4	18,9	18,6	18,8	18,9	22,1	18,6	19,2	18,0	18,0 c/
Honduras h/	18,4	20,1	20,6	20,7	19,8	19,5	19,1	18,9	19,7	...
México l/	28,6	27,9	28,6	28,5	27,9	27,5	27,0	27,3	28,1 m/	...
Nicaragua n/	12,0	15,0	13,5	12,0	11,8	12,0	11,3	10,7	11,1	13,1 c/
Panamá o/	7,0	7,4	7,6	7,6	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	...
Paraguay p/	16,6	16,6	15,7	14,4	16,4	16,0	15,3	14,8	15,7	...
Perú q/	19,2	18,1	15,7	16,1	16,1	16,1	16,6	17,1	17,3	16,8 c/
República Dominicana h/	15,5	13,6	13,9	14,9	15,5	15,0	14,6	15,2	16,1	14,9 c/
Uruguay r/	12,0	13,3	17,2	17,0	18,0	18,5	17,1	16,8	17,1	16,5 c/
Venezuela (República Bolivariana de) s/	16,2	15,6	17,2	20,0	20,4	21,4	21,8	22,4	21,5	21,8 c/
El Caribe										
Antigua y Barbuda t/	9,4	9,4	9,6	8,7	9,3	9,2	9,2	9,1	...	...
Bahamas u/	10,9	11,2	11,8	12,3	11,8	12,5	12,9	12,7	11,9	11,5
Barbados t/	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7 v/	...
Belice w/	12,3	11,5	10,9	10,3	10,0	9,9	9,8	9,7	9,6	...
Dominica t/	8,9	9,0	8,8	8,6	8,4	8,2	8,1	8,1	...	...
Granada t/	9,5	9,1	9,1	8,8	8,5	8,5	8,4	8,4	...	...
Guyana r/	14,0	12,1	11,1	10,8	10,8	10,8	10,7	10,7	10,6	10,7 c/
Jamaica w/	18,6	17,7	17,2	17,0	16,9	16,5	16,3	16,2	16,1 v/	...
Saint Kitts y Nevis t/	8,5	8,4	8,8	8,5	8,4	8,4	8,5	8,6	...	...
San Vicente y las Granadinas t/	9,3	9,2	9,3	9,3	9,2	9,2	9,1	8,9	...	...
Santa Lucía t/	8,6	8,4	8,4	8,5	8,2	8,1	8,2	8,1	...	...
Suriname x/	11,7	12,0	12,3	12,6	12,9	13,2	13,8	14,1	14,7	...
Trinidad y Tabago r/	8,0	7,8	7,7	8,3	9,0	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1

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

a/ Datos al mes de mayo.

b/ Préstamos al sector privado no financiero en moneda nacional a tasa fija y repactable, documentos a sola firma hasta 89 días de plazo.

c/ Datos al mes de abril.

d/ Tasa nominal en moneda nacional para operaciones a 60-91 días.

e/ Tasa de interés sobre el crédito personal total para persona físicas.

f/ Operaciones no reajustables, tasas activas 90-360 días.

g/ Promedio ponderado de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería para los días hábiles del mes.

h/ Promedio ponderado de las tasas activas en moneda nacional.

i/ Tasa de interés activa efectiva referencial para el segmento comercial corporativo.

j/ Tasa básica activa hasta un año.

k/ Promedio de las tasas mínimas y máximas de préstamos.

l/ Promedio de la tasa de interés por límite de crédito de tarjetas de crédito de la banca múltiple y la tasa del CAT (Costo Anual Total)

m/ Datos al mes de febrero.

n/ Promedio ponderado de las tasas activas de corto plazo del sistema, en moneda nacional.

o/ Tasa de interés al crédito de comercio a un año.

p/ Tasa de préstamos comerciales en moneda nacional.

q/ Tasa activa de mercado, promedio de las operaciones realizadas en los últimos 30 días hábiles.

r/ Crédito a empresas a 30-367 días.

s/ Tasa de operaciones activas, promedio de los seis principales bancos comerciales.

t/ Promedio ponderado de las tasas de préstamos.

u/ Promedio ponderado de las tasas de interés sobre préstamos y sobregiros.

v/ Datos al mes de enero.

w/ Promedio ponderado de las tasas sobre préstamos personales, comerciales, construcciones residenciales y otros.

x/ Promedio de las tasas de préstamo.

Cuadro A-32
América Latina y el Caribe: precios al consumidor
 (Variación porcentual en 12 meses)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017	
					Marzo	Junio	Sept.	Dic.	Marzo	Mayo
América Latina y el Caribe a/	5,7	7,5	9,4	16,5	7,9	8,4	8,0	6,9	6,3	5,4
América Latina y el Caribe b/	4,9	5,0	6,3	7,9	8,3	8,9	8,4	7,3	6,6	5,4
América Latina										
Argentina	10,8	10,9	23,9	27,5	35,3	45,6	42,4	38,5	31,9	24,0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4,5	6,5	5,2	3,0	3,3	4,2	3,5	4,0	1,7	1,2
Brasil	5,8	5,9	6,4	10,7	9,4	8,8	8,5	6,3	4,6	3,6
Chile	1,5	3,0	4,6	4,4	4,5	4,2	3,1	2,7	2,7	2,6
Colombia	2,4	1,9	3,7	6,8	8,0	8,6	7,3	5,7	4,8	4,4
Costa Rica	4,5	3,7	5,1	-0,8	-1,1	-0,9	0,4	0,8	1,6	1,7
Cuba c/	2,0	0,0	2,1	2,8	...	...	...	...	...	...
Ecuador	4,2	2,7	3,7	3,4	2,3	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1
El Salvador	0,8	0,8	0,5	1,0	1,1	0,9	1,0	-0,9	0,5	0,9 d/
Guatemala	3,4	4,4	2,9	3,1	4,3	4,4	4,6	4,2	4,0	3,9
Haití	7,6	3,4	6,4	12,5	14,8	13,9	12,5	14,3	14,3	14,6 d/
Honduras	5,4	4,9	5,8	2,4	2,5	2,4	2,9	3,0	3,9	4,1
México	3,6	4,0	4,1	2,1	2,6	2,5	3,0	3,4	5,4	6,2
Nicaragua	7,1	5,4	6,4	2,9	3,6	3,5	3,5	3,1	3,2	3,1
Panamá	4,6	3,7	1,0	0,3	0,6	0,1	1,2	1,5	1,5	0,8
Paraguay	4,0	3,7	4,2	3,1	4,7	4,7	3,5	3,9	2,8	3,4
Perú	2,6	2,9	3,2	4,4	4,3	3,3	3,1	3,2	4,0	3,0
República Dominicana	3,9	3,9	1,6	2,3	1,6	1,9	1,4	1,7	3,1	3,1
Uruguay	7,5	8,5	8,3	9,4	10,6	10,9	8,9	8,1	6,7	5,6
Venezuela (República Bolivariana de)	20,1	56,2	68,5	180,9	...	...	...	...	...	...
El Caribe										
Antigua y Barbuda	1,8	1,1	1,3	0,9	-0,1	-0,5	-0,7	-1,1	...	...
Bahamas	0,7	0,8	0,2	2,0	-1,4	-0,3	-0,4	0,8	...	...
Barbados	2,4	1,1	2,3	-2,5	0,0	0,8	2,4	3,2	...	...
Belice	0,8	1,6	-0,2	-0,6	0,0	0,9	0,7	1,1	...	...
Dominica	3,4	-0,4	0,5	-0,5	0,2	-0,4	0,8	1,6	...	...
Granada	1,8	-1,2	-0,6	1,1	1,6	1,9	0,9	0,9	...	...
Guyana	3,4	0,9	1,2	-1,8	0,3	1,0	0,9	1,4	2,5	2,1 d/
Jamaica	8,0	9,7	6,2	3,7	3,0	2,5	1,8	1,7	4,1	4,8 d/
Saint Kitts y Nevis	0,5	0,6	-0,5	-2,4	-1,9	-3,1	0,0	0,0	...	...
San Vicente y las Granadinas	1,0	0,0	0,1	-2,1	-0,7	0,9	0,6	1,0	...	...
Santa Lucía	5,0	-0,7	3,7	-2,6	-3,7	-4,1	-2,7	-3,0	...	...
Suriname	4,4	0,6	3,9	25,2	36,6	57,5	73,4	49,2	38,9	30,9 d/
Trinidad y Tabago	7,2	5,6	8,5	1,5	3,2	3,4	3,0	3,1	2,7	...

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

a/ Promedio ponderado.

b/ Promedio ponderado, (no se incluye Venezuela (República Bolivariana de)).

c/ Se refiere a los mercados en moneda nacional.

d/ Variación en 12 meses hasta Abril de 2017.

Cuadro A-33
América Latina y el Caribe: balances fiscales
(En porcentajes del PIB)

	Resultado primario				Resultado global			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
América Latina y el Caribe a/	-0,6	-0,3	-0,3	0,3	-2,9	-2,7	-2,7	-2,3
América Latina b/	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-2,6	-2,8	-2,9	-3,1
Argentina	-1,3	-2,3	-1,9	-2,3	-2,5	-4,2	-3,7	-6,0
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	2,0	-1,7	-3,6	-2,4	1,4	-2,5	-4,5	-3,0
Brasil	1,4	-0,3	-1,9	-2,5	-2,6	-5,0	-9,0	-7,6
Chile	0,0	-1,0	-1,5	-2,0	-0,6	-1,6	-2,2	-2,7
Colombia	-0,1	-0,4	-0,8	-1,6	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0
Costa Rica	-2,8	-3,0	-3,0	-2,4	-5,4	-5,6	-5,7	-5,2
Cuba	...	...	...	...	1,9	0,6	-0,5	...
Ecuador	-4,5	-4,9	-2,0	-3,6	-5,7	-6,3	-3,8	-5,6
El Salvador	0,6	0,8	1,3	2,1	-1,8	-1,6	-1,1	-0,4
Guatemala	-0,6	-0,4	0,1	0,4	-2,1	-1,9	-1,4	-1,1
Haití i/	-1,0	-0,5	0,3	0,8	-1,4	-0,9	0,1	0,6
Honduras	-5,8	-2,1	-0,6	-0,4	-7,9	-4,4	-3,0	-2,9
México d/	-0,5	-1,2	-1,3	-0,3	-2,3	-3,2	-3,5	-2,7
Nicaragua	1,0	0,6	0,3	0,4	0,1	-0,3	-0,6	-0,6
Panamá	-1,9	-2,3	-2,1	-2,5	-3,8	-4,0	-3,9	-4,3
Paraguay	-1,4	-0,7	-1,1	-0,7	-1,7	-1,1	-1,8	-1,5
Perú	1,8	0,8	-1,1	-1,3	0,7	-0,3	-2,2	-2,4
República Dominicana	-0,4	-0,1	0,3	0,5	-2,7	-2,6	-2,4	-2,3
Uruguay	0,9	0,0	-0,5	-1,0	-1,5	-2,3	-2,8	-3,7
Venezuela (República Bolivariana de)	1,1	1,1	...	...	-2,0	-1,9	...	...
El Caribe e/	-0,1	0,6	0,8	1,2	-3,5	-2,8	-2,5	-2,1
Antigua y Barbuda	-2,4	-0,1	4,6	3,9	-4,5	-2,7	2,1	1,1
Bahamas f/	-3,1	-1,7	-0,4	-2,6	-5,6	-4,4	-3,5	-5,7
Barbados g/ h/	-4,0	-0,6	-0,6	1,9	-11,0	-8,1	-8,2	-6,1
Belice g/	0,9	-1,2	-5,1	-1,6	-1,7	-3,8	-7,5	-4,6
Dominica	-7,4	0,4	0,0	13,1	-9,4	-1,4	-1,8	11,3
Granada	-3,4	-1,2	2,2	5,3	-6,5	-4,7	-1,2	2,4
Guyana	-3,4	-4,5	-0,4	-3,5	-4,4	-5,5	-1,4	-4,5
Jamaica g/	7,8	7,6	7,4	8,1	0,1	-0,5	-0,3	-0,2
Saint Kitts y Nevis	17,0	13,9	8,2	6,5	13,2	10,5	6,2	4,9
San Vicente y las Granadinas	-3,7	-0,7	0,3	2,6	-6,2	-3,0	-1,9	0,6
Santa Lucía	-3,0	0,2	1,4	3,3	-6,8	-3,7	-2,4	-0,6
Suriname i/	-3,2	-3,8	-8,1	-6,7	-6,0	-5,6	-10,2	-7,9
Trinidad y Tabago j/	-1,2	-0,8	0,5	-2,9	-2,9	-2,6	-1,8	-5,0

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

a/ Promedios simples de los 33 países informados. La cobertura corresponde al gobierno central.

b/ Promedios simples de 17 países (no se incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba ni Venezuela (República Bolivariana de)).

c/ Gobierno general.

d/ Sector público federal.

e/ Promedios simples de 12 países (no se incluye Dominica).

f/ Años fiscales, del primero de julio al 30 de junio.

g/ Años fiscales, del primero de abril al 31 de marzo.

h/ Sector público no financiero.

i/ Incluye discrepancia estadística

j/ Años fiscales, del primero de octubre al 30 de septiembre.

Cuadro A-34
América Latina y el Caribe: composición de los ingresos tributarios
(En porcentajes del PIB)

	Ingresos tributarios		Contribuciones a la seguridad social		Impuestos directos		Impuestos indirectos		Otros impuestos	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
América Latina y el Caribe a/	21,3	...	2,3	...	6,8	...	11,9	...	0,3	...
América Latina b/	19,4	...	3,8	...	6,0	...	9,3	...	0,2	...
Argentina c/	32,0	31,3	7,1	6,9	9,7	8,4	14,9	14,3	0,3	1,6
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	25,3	...	2,1	...	6,9	...	15,1	...	1,2	...
Brasil c/	32,0	...	8,3	...	9,5	...	13,2	...	1,0	...
Chile	19,1	18,8	1,4	1,4	7,6	7,1	10,1	10,1	0,0	0,1
Colombia	17,1	16,1	2,5	2,5	8,1	7,6	6,4	5,9	0,0	0,0
Costa Rica c/	23,0	23,4	8,6	8,8	5,7	5,9	8,5	8,6	0,2	0,1
Cuba c/	41,2	...	5,3	...	11,9	...	21,5	...	2,5	...
Ecuador	20,6	18,8	5,0	4,7	4,9	3,8	10,5	8,7	0,1	1,5
El Salvador	16,9	17,5	1,8	2,0	6,0	6,3	8,4	8,5	0,6	0,8
Guatemala c/	12,4	12,7	2,0	2,1	3,8	4,1	6,5	6,3	0,1	0,1
Haití d/	13,2	13,7	0,0	0,0	3,1	3,2	8,2	8,6	1,9	1,9
Honduras	19,9	21,6	2,7	3,0	5,7	6,3	11,5	12,3	0,0	0,0
México	16,2	17,2	3,2	3,2	6,7	7,3	6,1	6,5	0,2	0,1
Nicaragua	20,9	22,0	5,3	5,6	6,2	6,6	9,5	9,7	0,0	0,0
Panamá	15,3	15,8	5,8	6,1	4,8	5,2	4,5	4,5	0,1	0,1
Paraguay	14,2	13,8	1,4	1,3	2,8	2,7	9,8	9,0	0,2	0,8
Perú	17,1	15,9	2,1	2,1	6,4	6,5	9,6	9,0	-1,0	-1,6
República Dominicana	13,5	13,7	0,0	0,0	4,5	4,7	8,9	8,9	0,0	0,0
Uruguay	25,6	26,0	7,3	7,4	7,2	7,9	11,1	10,8	0,0	0,0
Venezuela (República Bolivariana de)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
El Caribe e/ f/	21,9	21,8	...	...	7,7	7,1	14,0	14,4	0,3	0,2
Antigua y Barbuda	17,0	16,6	...	...	2,9	2,4	14,1	14,2	0,0	0,0
Bahamas g/	16,9	18,8	...	...	1,2	1,2	13,6	16,5	2,2	1,1
Barbados h/ i/	25,7	27,3	...	...	9,9	10,1	15,0	16,1	0,9	1,1
Belice h/	24,5	27,3	...	...	7,4	7,9	17,1	19,5	0,0	0,0
Dominica	23,6	24,1	...	...	5,3	5,2	18,3	18,9	0,0	0,0
Granada	20,0	22,0	...	...	4,7	5,4	15,2	16,6	0,0	0,0
Guyana	21,8	21,3	...	...	8,8	9,0	12,9	12,3	0,0	0,0
Jamaica h/	25,2	27,3	...	...	9,9	10,3	15,2	17,0	0,0	0,0
Saint Kitts y Nevis	21,4	19,5	...	...	6,2	5,3	15,2	14,1	0,0	0,0
San Vicente y las Granadinas	22,3	24,2	...	...	8,0	9,8	14,3	14,5	0,0	0,0
Santa Lucía	23,6	25,5	...	...	6,2	7,0	17,4	18,6	0,0	0,0
Suriname	16,3	11,1	...	...	6,7	5,3	9,6	5,8	0,0	0,0
Trinidad y Tabago j/	28,2	20,0	...	...	20,2	11,9	7,9	8,1	0,0	0,0

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

a/ Promedios simples de los 32 países informados. La cobertura corresponde al gobierno central.

b/ Promedios simples de 17 países (no se incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba ni Venezuela (República Bolivariana de)).

c/ Gobierno general.

d/ Años fiscales, del primero de octubre al 30 de septiembre.

e/ Promedios simples de 12 países (no se incluye Dominica).

f/ No incluye las contribuciones a la seguridad social.

g/ Años fiscales, del primero de julio al 30 de junio.

h/ Años fiscales, del primero de abril al 31 de marzo.

i/ Sector público no financiero.

Cuadro A-35
América Latina y el Caribe: ingresos y gastos públicos
 (En porcentajes del PIB)

	Ingreso total		Gasto total		Gastos corrientes		Pagos de intereses		Gastos de capital	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
América Latina y el Caribe a/	23,2	23,1	25,8	25,3	21,3	21,1	2,4	2,5	4,5	4,2
América Latina b/	18,2	18,3	21,1	21,3	17,3	17,6	2,0	2,1	3,7	3,7
Argentina	20,7	20,3	24,5	26,3	21,7	24,2	1,8	3,7	2,7	2,1
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	36,1	31,4	40,6	34,4	26,8	22,2	0,9	0,6	13,7	12,2
Brasil	20,8	21,0	29,9	28,6	28,0	27,2	7,1	5,2	1,8	1,4
Chile	21,1	21,0	23,2	23,7	19,0	19,7	0,7	0,8	4,2	4,0
Colombia	16,2	14,9	19,2	18,9	16,2	16,9	2,2	2,5	3,0	2,0
Costa Rica	14,3	14,6	19,9	19,8	18,1	18,0	2,7	2,8	1,8	1,8
Cuba	35,7	...	36,2	...	31,7	...	...	...	4,1	...
Ecuador	20,3	18,6	24,1	24,1	14,5	14,5	1,8	1,9	9,6	9,6
El Salvador	15,9	16,4	17,0	16,8	14,4	14,2	2,4	2,5	2,6	2,6
Guatemala	10,8	11,0	12,3	12,1	10,1	10,0	1,6	1,5	2,2	2,1
Haití i/	13,5	14,4	12,6	13,1	11,2	11,9	0,2	0,3	1,4	1,2
Honduras	19,6	20,9	22,6	23,7	18,0	18,5	2,5	2,5	4,6	5,2
México d/	23,5	25,5	26,9	28,1	21,7	21,9	2,2	2,4	5,1	6,2
Nicaragua	17,8	18,7	18,4	19,3	13,9	14,7	0,9	1,0	4,5	4,6
Panamá	13,9	13,9	17,8	18,2	11,5	11,5	1,8	1,8	6,3	6,7
Paraguay	18,7	18,3	20,5	19,7	16,4	15,4	0,6	0,7	4,1	4,3
Perú	20,5	19,1	22,7	21,5	17,1	16,7	1,0	1,1	5,5	4,8
República Dominicana	14,5	14,7	16,9	17,0	14,1	14,3	2,7	2,8	2,8	2,8
Uruguay	27,2	27,9	30,0	31,6	28,8	30,3	2,3	2,7	1,2	1,4
Venezuela (República Bolivariana de)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
El Caribe e/	27,9	27,4	30,4	29,5	25,7	25,7	3,3	3,3	4,8	3,8
Antigua y Barbuda	23,8	25,0	21,7	23,9	20,3	20,7	2,5	2,8	1,4	3,2
Bahamas f/	21,8	22,0	25,3	27,6	23,2	24,2	3,1	3,1	2,6	3,5
Barbados g/ h/	29,3	30,3	37,5	36,4	34,9	34,0	7,6	8,0	2,7	2,4
Belice g/	28,3	31,2	35,8	35,8	25,6	28,8	2,4	3,0	10,2	7,0
Dominica	31,0	49,6	32,8	38,3	26,9	27,3	1,8	1,9	5,9	11,0
Granada	24,8	26,9	26,0	24,5	17,6	20,2	3,4	2,9	8,4	4,3
Guyana	25,7	26,0	27,2	30,5	22,5	23,9	1,0	0,9	4,7	6,6
Jamaica g/	27,8	29,8	28,1	30,0	26,1	27,5	7,7	8,3	2,0	2,5
Saint Kitts y Nevis	40,2	34,7	34,0	29,7	27,0	26,5	2,0	1,6	7,0	3,2
San Vicente y las Granadinas	28,8	29,8	30,7	29,2	25,8	25,8	2,3	2,1	5,0	3,4
Santa Lucía	26,2	27,4	28,6	28,0	23,0	24,2	3,8	3,9	5,7	3,8
Suriname i/	20,4	15,0	30,0	23,0	27,4	20,6	1,5	1,3	2,6	2,4
Trinidad y Tabago j/	38,1	30,8	39,9	35,8	34,8	32,6	2,3	2,1	5,1	3,2

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

a/ Promedios simples de los 33 países informados. La cobertura corresponde al gobierno central.

b/ Promedios simples de 17 países (no se incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba ni Venezuela (República Bolivariana de)).

c/ Gobierno general.

d/ Sector público federal.

e/ Promedios simples de 12 países (no se incluye Dominica).

f/ Años fiscales, del primero de julio al 30 de junio.

Cuadro A-36
América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del sector público no financiero
(En porcentajes del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
América Latina y el Caribe a/	50,6	51,1	50,4	51,9	53,3	53,8	55,0	56,2
América Latina a/	33,2	32,4	31,0	32,2	34,1	35,6	38,4	40,6
Argentina b/	39,6	36,1	33,3	35,1	43,5	44,7	53,5	54,2
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	39,5	38,1	33,7	31,3	30,4	30,0	31,6	33,1
Brasil d/	60,9	53,6	50,8	55,3	56,7	58,9	66,5	69,9
Chile	12,1	14,7	17,8	18,9	20,5	24,2	27,6	30,7
Colombia	45,1	46,2	43,1	40,7	43,1	46,0	50,1	54,8
Costa Rica	34,0	35,7	37,1	41,5	44,2	47,3	49,2	54,8
Ecuador	16,3	19,6	13,1	12,9	14,7	18,3	21,2	27,8
El Salvador	45,2	45,1	44,1	47,9	46,3	46,7	47,0	47,1
Guatemala	23,3	24,4	23,9	24,5	24,7	24,5	24,3	24,1
Haití e/ f/	34,3	22,8	23,9	28,0	30,5	35,1	39,0	36,9
Honduras f/	23,9	30,4	32,5	34,4	43,1	44,4	44,6	45,5
México g/	34,3	31,7	34,4	33,9	36,8	40,1	44,2	47,9
Nicaragua	34,2	34,8	32,6	32,2	31,5	30,7	30,4	32,1
Panamá	45,4	43,0	37,3	35,7	35,5	37,1	38,8	39,1
Paraguay	16,8	14,9	11,5	14,2	14,4	17,6	20,0	23,0
Perú	23,7	23,5	22,1	20,4	19,6	20,1	23,3	23,8
República Dominicana f/	27,1	27,6	28,8	32,2	38,1	37,2	35,9	37,9
Uruguay	49,4	43,5	43,4	45,7	41,5	44,6	52,5	51,3
Venezuela (República Bolivariana de) f/	25,2	29,0	25,1	27,5	32,9	28,5	29,6	36,7
El Caribe a/	76,1	78,6	78,7	80,7	81,4	80,3	79,4	79,2
Antigua y Barbuda	95,7	87,1	92,2	86,5	99,9	98,2	83,9	81,5
Bahamas f/	50,2	54,3	55,4	59,6	65,6	72,9	75,3	77,9
Barbados	76,0	88,1	93,9	96,6	106,5	110,1	108,7	103,6
Belize	82,2	72,3	70,7	72,8	78,5	75,6	78,8	89,1
Dominica	66,4	73,1	67,5	77,6	76,7	75,0	78,6	71,7
Granada	90,0	91,8	98,7	103,5	103,4	96,8	88,1	82,5
Guyana	67,0	68,0	66,7	63,6	58,1	51,8	48,7	47,3
Jamaica	126,3	131,7	131,4	133,9	135,5	131,8	128,1	128,0
Saint Kitts y Nevis	142,0	151,4	140,1	137,4	99,4	77,5	67,0	62,1
San Vicente y las Granadinas	64,7	66,7	69,9	68,6	71,4	79,9	80,9	81,6
Santa Lucía	64,0	65,5	68,6	74,4	77,4	77,3	76,3	79,8
Suriname f/	15,7	18,6	20,1	21,6	29,9	26,8	42,8	47,2
Trinidad y Tabago	49,0	52,9	48,0	53,2	56,2	70,6	74,4	77,2

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

a/ Promedios simples.

b/ Sector público nacional.

c/ Incluye la deuda externa del sector público no financiero y la deuda interna del gobierno central.

d/ Gobierno general.

e/ No incluye los compromisos del sector público con los bancos comerciales.

f/ Gobierno central.

g/ Sector público federal.

Cuadro A-37
América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del gobierno central
(En porcentajes del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
América Latina y el Caribe a/	45,2	45,3	45,4	47,1	48,5	49,3	50,7	52,3
América Latina a/	30,7	29,4	28,8	30,0	31,8	33,0	35,5	37,3
Argentina b/	39,6	36,1	33,3	35,1	43,5	44,7	53,5	54,2
Bolivia (Estado Plurinacional de)	36,3	34,6	34,5	29,1	28,4	27,7	29,5	31,5
Brasil c/	59,6	52,0	50,8	55,3	56,7	58,9	66,5	69,9
Chile	5,8	8,7	11,1	12,0	12,8	15,0	17,4	21,3
Colombia	38,1	38,7	36,5	34,6	37,2	40,0	43,9	43,7
Costa Rica	26,5	28,4	29,8	34,3	36,0	38,9	40,9	44,9
Ecuador	10,7	11,5	12,1	11,9	13,6	16,2	19,1	25,2
El Salvador	42,6	42,6	41,7	45,7	44,0	44,4	44,3	44,3
Guatemala	22,8	24,0	23,7	24,3	24,6	24,3	24,2	24,0
Haití d/	34,3	22,8	23,9	28,0	30,5	35,1	39,0	36,9
Honduras	23,9	30,4	32,5	34,4	43,1	44,4	44,6	45,5
México	27,2	27,2	27,5	28,2	29,8	31,7	34,1	35,9
Nicaragua	32,3	33,3	31,9	31,5	30,8	30,2	29,9	30,7
Panamá	40,7	39,6	36,7	35,2	35,0	36,8	38,5	38,8
Paraguay	13,9	12,1	9,8	12,6	13,0	15,8	17,6	20,1
Perú	22,8	20,7	18,4	18,3	17,3	18,2	20,1	21,1
República Dominicana	27,1	27,6	28,8	32,2	38,1	37,1	35,2	37,0
Uruguay	53,3	39,9	38,4	40,2	36,9	39,2	47,4	47,1
Venezuela (República Bolivariana de)	25,2	29,0	25,1	27,5	32,9	28,5	29,6	36,7
El Caribe a/	66,4	68,6	69,7	72,0	72,9	73,1	72,9	74,2
Antigua y Barbuda	80,8	74,3	77,1	71,9	77,7	82,4	70,0	68,7
Bahamas	50,2	54,3	55,4	59,6	65,6	72,9	75,3	77,9
Barbados	63,2	71,9	78,0	83,9	96,4	100,1	105,2	108,2
Belice	82,2	72,3	70,7	72,8	78,5	75,6	78,4	88,6
Dominica	53,1	56,7	54,6	64,6	64,2	62,3	67,2	61,1
Granada	80,9	84,2	87,8	93,2	94,3	89,5	82,2	77,8
Guyana e/	67,0	68,0	66,7	63,6	58,1	51,8	48,7	47,6
Jamaica e/	126,3	131,7	131,4	133,9	135,5	131,8	128,1	128,0
Saint Kitts y Nevis	105,5	113,8	114,1	108,7	76,9	64,8	54,0	50,3
San Vicente y las Granadinas	51,0	55,6	58,5	57,1	59,1	68,3	69,2	74,4
Santa Lucía	51,2	54,4	61,0	68,1	71,9	73,0	72,5	76,7
Suriname	15,7	18,6	20,1	21,6	29,9	26,8	42,8	47,2
Trinidad y Tabago	35,9	36,1	30,9	37,1	39,1	51,2	53,5	57,9

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

a/ Promedios simples.

b/ Sector público nacional

c/ Gobierno general.

d/ No incluye los compromisos del sector público con los bancos comerciales.

e/ Sector público

www.cepal.org



Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)
www.cepal.org