

PARA SU PUBLICACIÓN:

EN WASHINGTON, D.C. (EDT): 10 DE OCTUBRE DE 2014, 12.15 H.

América Latina y el Caribe: Enfrentando tiempos complejos

El crecimiento de América Latina y el Caribe (ALC) se desaceleró más de lo previsto, dado que el escaso dinamismo de las economías de América del Sur tuvo una mayor incidencia que la incipiente recuperación en México. Una demanda externa más débil que lo esperado y términos de intercambio menos favorables son parte de la explicación, pero cuellos de botella del lado de la oferta e incertidumbres de política interna también afectaron a la confianza y la demanda privada en varias economías. A pesar del repunte de la actividad proyectado en los próximos meses, se prevé un crecimiento de apenas el 1,3 por ciento en 2014 y del 2,2 por ciento en 2015. La capacidad ociosa, sin embargo, sigue siendo limitada, resaltando la urgencia de implementar reformas del lado de la oferta para elevar la productividad y el crecimiento potencial. La política monetaria y la flexibilidad cambiaria deberían seguir siendo la primera línea de defensa ante shocks adversos, mientras que en la mayoría de los países no es aconsejable una política fiscal más relajada, especialmente en aquellos con finanzas públicas débiles. Es preciso vigilar de cerca los riesgos del sector financiero, dado que la combinación de un crecimiento más débil, un aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y tensiones geopolíticas, podría plantear un desafío considerable.

El contexto mundial: A la espera de una recuperación sólida

El entorno económico mundial continúa siendo desafiante, ya que el ritmo de recuperación ha seguido defraudando. Se prevé que el producto mundial crezca 3,3 por ciento este año, 0,3 puntos porcentuales por debajo de lo proyectado en la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO). Las perspectivas para 2015 también han sido revisadas ligeramente a la baja, pero aún se espera que el crecimiento mundial alcance 3,8 por ciento. Detrás de estas proyecciones agregadas se observa un panorama que varía según la evolución específica de cada país. Si bien la economía estadounidense parece encontrarse en una trayectoria clara de recuperación, se prevé que el crecimiento de la zona del euro y Japón continúe siendo débil. En China, los vientos en contra

asociados al debilitamiento del sector inmobiliario llevaron a las autoridades a aplicar políticas de estímulo que deberían contribuir a mantener el crecimiento por encima del 7 por ciento en 2014–15. Luego de un primer semestre de relativamente bajo dinamismo en la mayoría de las otras economías emergentes, se prevé que el crecimiento se recupere, aunque no alcanzará las elevadas tasas observadas en la última década.

La probabilidad de que haya sorpresas negativas en torno a estas perspectivas mundiales ha aumentado. Se destaca, en particular, la intensificación de los riesgos geopolíticos a raíz de los conflictos actuales en Ucrania y Oriente Medio. También es posible que tras un largo período de aumento de los precios de los activos en los mercados financieros mundiales, los inversores estén subestimando el riesgo de que se produzcan nuevos episodios de volatilidad. Aquellos mercados emergentes con elevados déficits de la cuenta corriente externa y presiones inflacionarias están particularmente expuestos a enfrentar salidas de capitales y presiones en el mercado cambiario.

Nota: Preparado por un equipo dirigido por Andre Meier, bajo la supervisión de Krishna Srinivasan, e integrado por Bertrand Gruss, Nicolás Magud, Fabiano Rodrigues Bastos y Sebastián Sosa. Genevieve Lindow y Anayo Osueke brindaron asistencia en la investigación. Patricia Delgado Pino colaboró en la producción.

La actualización de *Perspectivas económicas: Las Américas* del Departamento del Hemisferio Occidental se publica anualmente en otoño para examinar la evolución de las economías de las Américas. Las proyecciones y consideraciones de política económica corresponden al personal técnico del FMI y no representan necesariamente las opiniones del FMI, el Directorio Ejecutivo o la Gerencia del FMI.



América Latina y el Caribe: Perspectivas más débiles, con focos positivos aislados

En este contexto, el crecimiento económico en América Latina y el Caribe siguió desacelerándose, siendo aun menor a lo previsto en la edición de abril de 2014 del informe WEO (gráfico 1). La debilidad se concentró en América del Sur, donde en el primer semestre del año el producto se estancó, o incluso se contrajo, en varias de las economías más grandes.

Si bien las razones específicas de la desaceleración varían de un país a otro, se destacan dos aspectos comunes. En primer lugar, los precios de las principales materias primas continuaron bajando, lo que reforzó el sentimiento general de una coyuntura menos favorable, provocando una reducción del gasto de las empresas y los hogares. En segundo lugar, la incertidumbre doméstica y una percepción de deterioro de las políticas internas debilitaron aún más la confianza en varios países, lo que se reflejó en una fuerte reducción de las tasas de crecimiento y las proyecciones a futuro.

A pesar del deterioro de los datos económicos, los mercados de acciones y bonos de la región siguieron repuntando, en consonancia con las tendencias observadas en los mercados emergentes a nivel global. Las entradas de capitales y la emisión de bonos corporativos también se mantuvieron sólidas. La situación fue diferente en el caso de los mercados cambiarios, donde se observaron depreciaciones de muchas monedas latinoamericanas en un contexto de fortalecimiento generalizado del dólar de EE.UU. Por otra parte, el crecimiento del crédito interno se desaceleró en forma generalizada. En general, las reservas de capital de los bancos parecen sólidas, y las tasas de morosidad aún no indican un deterioro generalizado de la calidad de los activos.

En este entorno, se prevé una expansión del producto regional de ALC de apenas 1,3 por ciento este año, la segunda tasa de crecimiento más baja en los últimos 12 años y más de 1 punto porcentual menor que la tasa proyectada en abril de 2014 (cuadro 1). Se espera un repunte del crecimiento al 2,2 por ciento en 2015, a medida que se moderen algunos frenos que han reprimido la actividad a

corto plazo y probablemente se reduzcan las incertidumbres de política interna en algunos países, lo que mejorará la confianza. Sin embargo, la proyección actual para 2015 es $\frac{3}{4}$ puntos porcentuales más baja que lo previsto hace seis meses. Las revisiones a la baja son mayores en el caso de Argentina, Brasil, Chile, Perú y Venezuela, y continúan una secuencia de revisiones previas a la baja de las perspectivas del crecimiento regional que se viene observando desde 2011 (recuadro 1). El panorama que emerge es entonces el de una desaceleración inesperadamente pronunciada, impulsada por una caída de la inversión.

Incluso con estas perspectivas deslucidas, los riesgos a la baja continúan predominando. Un riesgo externo clave es la posibilidad de que la demanda global de materias primas sea menor a lo esperado, por ejemplo a raíz de una mayor desaceleración en China. La consiguiente disminución de los precios de las materias primas, los volúmenes de exportación y la confianza de los inversores golpearía con especial dureza a las economías de América del Sur¹. En caso de intensificarse las tensiones geopolíticas, el precio del petróleo podría aumentar fuertemente, lo que beneficiaría a algunas pocas economías exportadoras de hidrocarburos de ALC pero perjudicaría al resto. Las perspectivas económicas también podrían verse afectadas por un resurgimiento de la volatilidad en los mercados financieros, por ejemplo, si las tasas de interés en Estados Unidos aumentaran de forma más abrupta que lo previsto, aunque una recuperación más vigorosa en Estados Unidos tendría efectos de derrame positivos en el crecimiento, especialmente en México, América Central y algunos países del Caribe². Más allá de estas fuentes externas de riesgo, los países deberán gestionar con cuidado los desafíos políticos que planteará un menor crecimiento a nivel doméstico. Un cambio hacia políticas económicas populistas podría estimular

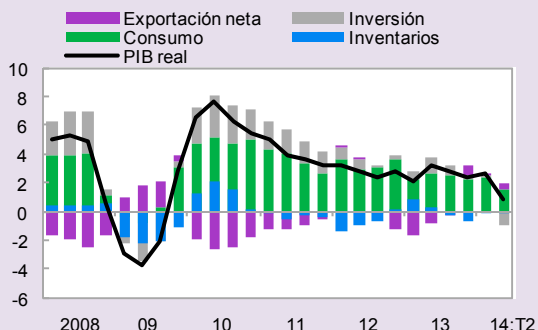
¹ Véase el capítulo 4 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

² Véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

Gráfico 1. América Latina y el Caribe

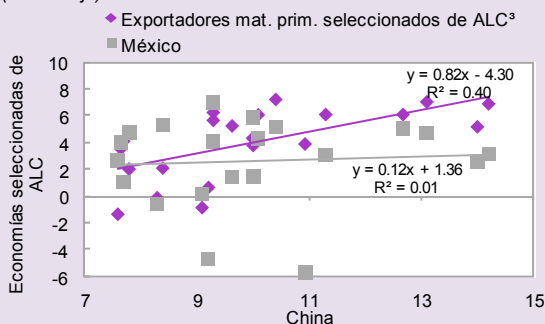
El crecimiento en ALC ha seguido desacelerándose, en tanto el consumo privado se ha alineado con la debilidad de la inversión...

Contribuciones al crecimiento del PIB real¹
(Interanual, puntos porcentuales)



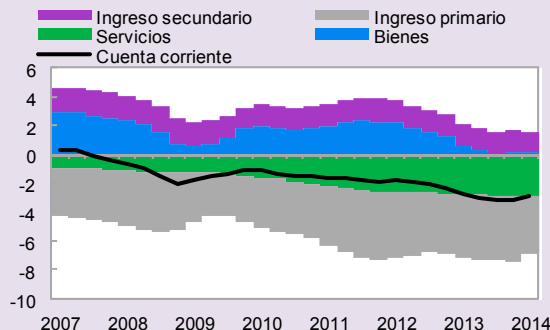
... pero los riesgos a la baja son importantes, dado que los exportadores de materias primas de ALC se verían afectados por una desaceleración aún mayor en China...

Crecimiento del PIB real anual: China vs. países seleccionados de ALC
(Porcentaje)



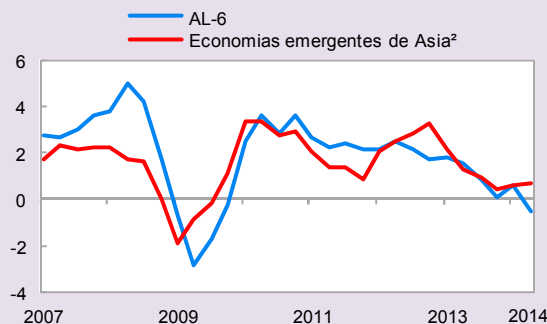
El déficit de la cuenta corriente externa de la región da muestras de estabilización, en un entorno de crecimiento más débil de las importaciones...

AL-6: Dinámica de la cuenta corriente
(Promedio móvil de cuatro trimestres, porcentaje del PIB)



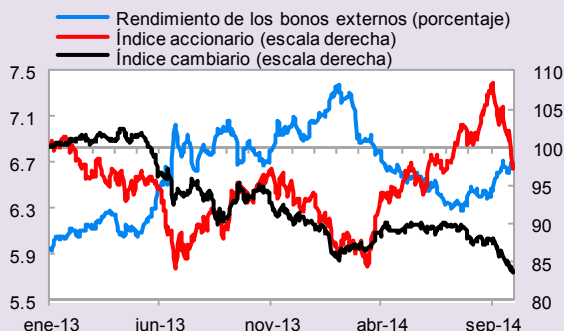
... que ha impulsado la desaceleración, en consonancia con las tendencias observadas en otras regiones. Se proyecta un moderado repunte a futuro...

Crecimiento real de la inversión en activos fijos
(Variación porcentual intertrimestral, desestacionalizada, promedio móvil de cuatro trimestres)



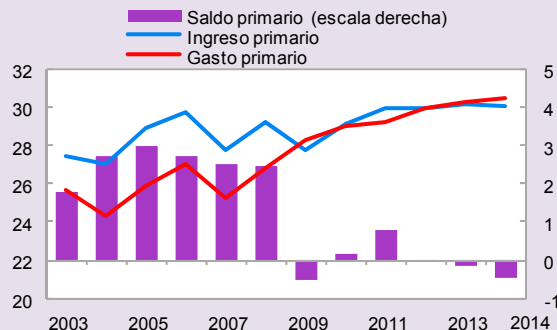
... y los mercados financieros están propensos a padecer nuevos episodios de volatilidad, luego de amplias ganancias en los mercados de acciones y bonos a principios de este año.

América Latina: Mercados financieros⁴



... mientras que los saldos fiscales son unos 3 puntos porcentuales del PIB más débiles que antes de la crisis financiera mundial.

ALC: Indicadores fiscales
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: AL-6 = Brasil (BRA), Chile (CHL), Colombia (COL), México (MEX), Perú (PER), Uruguay (URY).

¹ Los inventarios incluyen discrepancias estadísticas. Incluye Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

² Promedio simple de Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.

³ Promedio simple de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Crecimiento del PIB real correspondiente al período 1993–2013.

⁴ Rendimiento de los bonos externos basado en el índice EMBI de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan para América Latina. El índice accionario corresponde al índice de rendimientos totales netos locales del Índice de mercados emergentes de MSCI para América Latina. El índice cambiario corresponde al Índice de los mercados cambiarios de América Latina de Bloomberg J.P. Morgan. La base de los índices accionario y cambiario se cambió a 2 de enero de 2013. Una variación positiva denota una apreciación de las monedas latinoamericanas. Datos vigentes al 2 de octubre de 2014.

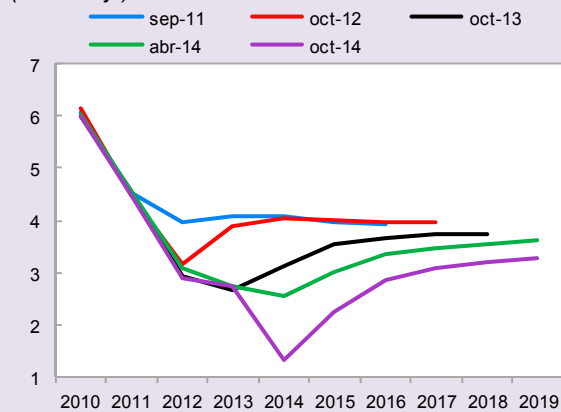
Recuadro 1. Cuesta abajo, ¿hasta tocar fondo? Las revisiones recientes de las proyecciones de crecimiento de América Latina y el Caribe

En los últimos años, el crecimiento de las economías de ALC ha defraudado las expectativas previas en forma repetida, provocando una serie de revisiones a la baja de las proyecciones, tanto por parte de instituciones privadas como del FMI. Desde la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, la proyección del crecimiento regional en 2014–15 ha sido recortada a menos de la mitad, y la brecha acumulada del producto proyectado hasta 2016, inclusive, alcanza en este momento a 8 puntos porcentuales del PIB (gráfico 1.1). En general, la inversión fija (especialmente en Brasil, Chile y México) y las exportaciones (en Argentina y Perú) son los componentes que más defraudaron a las expectativas, mientras que el crecimiento del consumo público y privado ha estado más cercano a los pronósticos previos (gráfico 1.2)¹.

La inesperada falta de dinamismo de las exportaciones apunta a una contribución negativa de factores externos. De hecho, todos los principales grupos de países actualmente están siguiendo una trayectoria de crecimiento por debajo de la proyectada hace tres años (véase también el recuadro 1.2 de la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial*). Las revisiones a la baja han sido especialmente pronunciadas en las economías emergentes y en desarrollo de Asia, un destino cada vez más importante para las exportaciones procedentes de ALC. Por lo tanto, es probable que las menores tasas de crecimiento de ALC se deban en parte al menor dinamismo de China y otras economías.

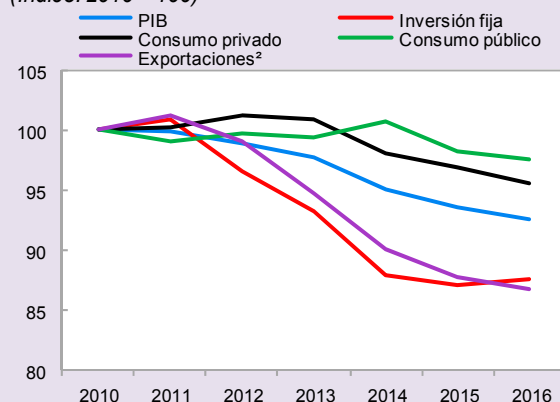
Un canal importante para la transmisión de estos efectos de derrame negativos sería la caída de los precios de las principales materias primas de exportación de ALC. Sin embargo, es interesante constatar que, en conjunto, los términos de intercambio de la economía promedio de ALC no han causado sorpresas negativas en los últimos años, en la medida que la modesta caída de los precios de las materias primas desde 2011 básicamente había sido anticipada (gráfico 1.3). Por lo tanto, el problema aparente de las proyecciones de crecimiento de ALC formuladas en los últimos años no es que estuvieran basadas en supuestos

Gráfico 1.1. ALC: Crecimiento del PIB real según edición del informe WEO, 2010–19 (Porcentaje)



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

Gráfico 1.2. ALC: Trayectoria del PIB y sus componentes según el informe WEO actual en relación a las proyecciones de septiembre de 2011¹ (Índice: 2010 = 100)



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

¹ Relación entre los niveles de PIB proyectados en el informe WEO de octubre de 2014 y de septiembre de 2011. Un valor de 100 indica que no hay diferencia entre ambas proyecciones; valores por debajo de 100 indican revisiones a la baja.

² Ponderadas según el valor de exportaciones de bienes y servicios en dólares de EE.UU. Excluye Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas y Suriname debido a limitaciones de datos.

Nota: Este recuadro fue preparado por Andre Meier.

¹ En el caso de Argentina y Perú, la comparación con otras ediciones de *Perspectivas de la economía mundial* se ve afectada por la reciente publicación de datos de cuentas nacionales a partir de una nueva metodología.

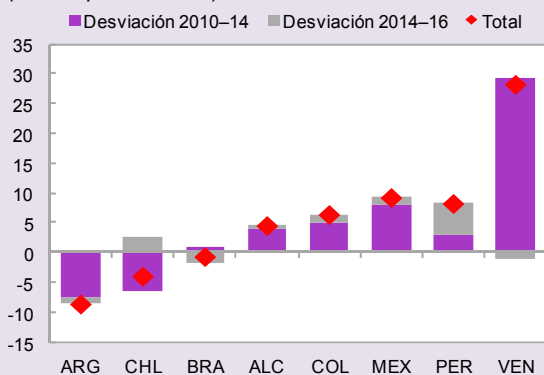
Recuadro 1. (continuación)

excesivamente optimistas acerca de dichos precios. Más bien, parecería que tendieron a sobrestimar la magnitud y persistencia del estímulo que el alza de los precios de las materias primas provocaría sobre el crecimiento. La inversión, en particular, no tardó en verse rezagada respecto de las proyecciones cuando el boom de los precios de las materias primas se agotó en 2011². La pérdida de ímpetu en el diseño e implementación de reformas y la erosión de la competitividad también contribuyeron a reducir la confianza de los inversores y el gasto de capital en algunos países.

A nivel más general, las proyecciones de crecimiento previas quizás hayan reflejado un sesgo cíclico común. A la luz de la fuerte expansión observada en la región en 2003–11, resultaba tentador conjeturar un cambio estructural hacia un nivel de crecimiento más elevado. En consonancia con esa idea, las proyecciones de crecimiento a mediano plazo aumentaron de 3,4% en 2005 a más de 4% en 2008–12 (gráfico 1.4). Retrospectivamente, quizá lo más probable sea que el vigoroso crecimiento de la “década dorada” haya reflejado no solo una tendencia alcista sostenida de los precios de las materias primas, sino también un punto de partida favorable, marcado por una abundante capacidad ociosa en las economías. Esto explica que el crecimiento efectivo haya podido superar al crecimiento potencial durante un período prolongado, pero finalmente terminó enfrentándose a limitaciones de la oferta. De hecho, la capacidad ociosa agregada sigue siendo limitada en la mayoría de las economías más grandes de la región, a pesar de la profunda desaceleración reciente.

A la luz de estos factores, que se suman a una reevaluación más general del producto potencial, el FMI ha venido recortando considerablemente sus proyecciones de crecimiento de ALC a mediano plazo desde 2012, aunque las mantiene ligeramente por encima de los promedios de crecimiento de la región de largo plazo. Solo el tiempo dirá si estas revisiones han sido excesivas o si aún son insuficientes.

Gráfico 1.3. Términos de intercambio: Desviación acumulada respecto de las proyecciones del informe WEO de septiembre de 2011¹
(Puntos porcentuales)

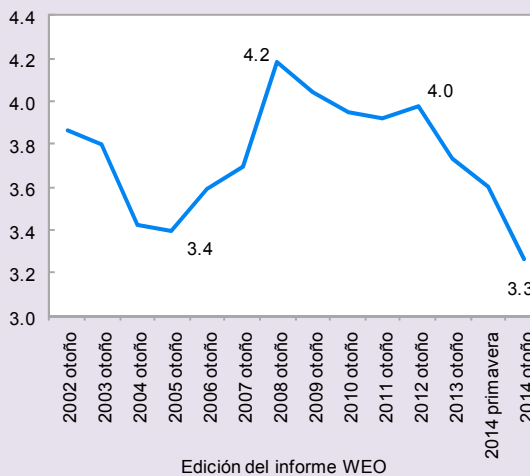


Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Argentina (ARG), Brasil (BRA), Chile (CHL), Colombia (COL), México (MEX), Perú (PER), Venezuela (VEN), América Latina y el Caribe (ALC).

¹ Calculada comparando la trayectoria de los términos de intercambio (bienes y servicios) del WEO de octubre de 2014 con la proyectada en septiembre de 2011. Las desviaciones porcentuales se expresan en términos logarítmicos.

Gráfico 1.4. ALC: Proyecciones de crecimiento del PIB real al final del horizonte según edición del informe WEO, 2002–14
(Porcentaje)



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

² Véase también el capítulo 4 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Su conclusión es que el efecto de un aumento de los precios de las materias primas en el crecimiento es mayormente transitorio. Una vez que la inversión se ajusta al aumento de la rentabilidad de los sectores primarios y el efecto riqueza se materializa, el crecimiento retorna a su tendencia anterior, aún si el nivel de precios permanece elevado.

la actividad a corto plazo, pero pondría en peligro la estabilidad macroeconómica. Análogamente, en caso de no corregirse las deficiencias de las políticas internas, la desaceleración económica actual podría ser aún más pronunciada. En cuanto a riesgos al alza, la confianza del sector privado podría fortalecerse más de lo previsto si la incertidumbre en torno a las políticas se disipa rápidamente y los gobiernos abordan las prioridades de reforma esenciales.

Prioridades de política económica: Impulsar la capacidad productiva y mantener marcos de política creíbles

Si bien la pronunciada desaceleración reciente generó cierta capacidad ociosa en algunos ámbitos, como lo muestra la caída de las tasas de utilización de la capacidad en los sectores industriales de algunos países, la capacidad ociosa total sigue siendo limitada. El desempleo se sitúa en mínimos históricos y muy por debajo de las estimaciones típicas de su tasa natural, a pesar de que el crecimiento del empleo se ha desacelerado³. En consecuencia, la inflación (general y subyacente) supera las metas oficiales en la mayoría de las economías más grandes, y se proyecta que se modere solo en forma gradual. Los persistentes déficits de la cuenta corriente externa constituyen otro indicador de que las presiones de demanda interna siguen siendo significativas. Esto corrobora la evidencia anecdótica sobre la existencia de sustanciales cuellos de botella del lado de la oferta, tanto en capital humano (vinculados a sistemas educativos deficientes) como en infraestructura física (debido a un déficit de inversión perdurable).

El panorama actual —caracterizado por una persistente desaceleración en un contexto en que las condiciones de oferta aún son apretadas— requiere de la aplicación de reformas estructurales para elevar la productividad y el crecimiento potencial. Si bien las prioridades difieren en los distintos países, por lo

general incluyen medidas destinadas a mejorar el clima de negocios, potenciar el desempeño de los sistemas de educación y reorientar los escasos recursos presupuestarios disponibles para atender las necesidades críticas de infraestructura.

Por su parte, la política macroeconómica debería centrarse en mantener marcos de política creíbles, y márgenes de maniobra prudentes, que permitan hacer frente a shocks adversos futuros. Para la mayoría de los países de ALC, no existen razones de peso que justifiquen la aplicación de medidas de estímulo fiscal en la coyuntura actual (gráfico 2). No solo el déficit de demanda agregada sigue siendo en general limitado, sino que los déficits fiscales del 3 por ciento o más en muchos países —y las dificultades bien conocidas para diseñar medidas de estímulo que sean verdaderamente puntuales, focalizadas y temporales— hacen aconsejable actuar con cautela. De hecho, los balances fiscales de la región se han deteriorado en unos 3 puntos porcentuales del PIB desde 2008, cuando los gobiernos respondieron a la crisis financiera mundial con políticas expansivas cuyo impacto en las finanzas públicas aún no ha sido revertido (cuadro 2). La política monetaria y la flexibilidad cambiaria, a su vez, continúan siendo las herramientas más adecuadas para hacer frente a fluctuaciones cíclicas.

Economías financieramente integradas: Fortalecimiento en el norte, más debilitamiento en el sur

El crecimiento continuó disminuyendo en las economías integradas a los mercados financieros, dado que la debilidad en la mayor parte de los países de América del Sur (principalmente Brasil, Chile y Perú) tuvo una mayor incidencia que la situación más favorable en Colombia y México (gráfico 3). Se prevé que en este grupo de países la actividad repunte ligeramente en el futuro, proyectándose un crecimiento del PIB del 2,7 por ciento para 2014 y del 3,5 por ciento en 2015.

³ El nivel generalizado de informalidad en varios países y la consiguiente segmentación del mercado de trabajo dificultan el análisis de las condiciones de dicho mercado, así como la estimación de la tasa natural de desempleo.

Gráfico 2. ¿Se justifica un estímulo fiscal? Midiendo el ímpetu del crecimiento, la capacidad ociosa y el margen de maniobra de política en América Latina¹

La siguiente representación esquemática evalúa la pertinencia de estímulo fiscal en ocho economías grandes de ALC tomando como base tres criterios: i) una desaceleración económica suficientemente fuerte que justifique una respuesta de política más allá del apoyo proporcionado por la política monetaria y los estabilizadores automáticos; ii) capacidad ociosa suficiente en la economía para asegurar que el estímulo fiscal no solo dé lugar a un aumento de la inflación o de los déficits en cuenta corriente, y iii) margen de maniobra de política suficiente para evitar preocupaciones con respecto a la sostenibilidad fiscal o la estabilidad macroeconómica. Para cada criterio, se consideran varios indicadores cuantitativos. Cada indicador tiene un color que representa un umbral numérico específico. El color verde o rojo indica si es pertinente el estímulo o no, respectivamente. Si bien el indicador seleccionado y la calibración para cada indicador implican inevitablemente cierto margen de discreción, el conjunto completo de indicadores permite presentar una evaluación global equilibrada. La pertinencia de estímulo (más allá de la política fiscal ya reflejada en las proyecciones actuales) exigiría, en principio, que se cumplieran los tres criterios.

	● Se justifica el estímulo			● No está claro		● No se justifica el estímulo		
	Brasil	México	Colombia	Chile	Perú	Ecuador	Rep. Dom.	Guatemala
¿Se está desacelerando la actividad económica (puntajes z)?²								
PIB: Últimos dos trimestres de crecimiento intertrimestral	● -1.0	● 0.1	● 0.0	● -0.6	● -1.8	● -0.6	● 0.0	● -0.3
Crecimiento del PIB intertrimestral: Desviación trimestral más reciente con respecto al promedio de los 3 trimestres anteriores	● -0.3	● 0.4	● -1.7	● -0.4	● -0.6	● -0.9	● -0.1	● 0.2
Índice de actividad económica: Desviación del crecimiento de 3 meses con respecto al promedio de los 6 meses anteriores	● -0.1	● 0.0	● -0.9	● 0.2	● -0.1	● 0.9	● 0.1	● -1.0
Empleo: Desviación del crecimiento de 3 meses con respecto al promedio de los 6 meses anteriores	● 0.1	● 1.2	● -0.7	● -0.6	● 0.4			
Inflación del IPC: Desviación de 3 meses con respecto al promedio de los 6 meses anteriores	● -1.0	● 0.2	● -0.4	● -0.9	● -1.4	● 1.2	● -0.1	● 0.9
¿Hay capacidad ociosa en la economía?³								
Brecha del producto en 2014 (porcentaje del PIB)	● -0.6	● -1.1	● 0.2	● -0.3	● -0.4		● 0.6	● -0.1
Cuenta corriente externa 2014: Desviación con respecto al promedio de 10 años (porcentaje del PIB)	● -2.8	● -0.8	● -1.6	● -2.2	● -4.1	● -1.3	● -0.4	● 1.4
Tasa de desempleo: Desviación con respecto al promedio de 4 años (puntos porcentuales)	● -0.7	● -0.3	● -1.6	● -0.5	● -0.6	● -0.1	● 0.7	
Brecha de desempleo: Desviación con respecto a la NAIRU variable en el tiempo (puntos porcentuales)	● -2.0	● 1.0	● -2.1	● -2.7	● -3.0			
Utilización de la capacidad: Desviación con respecto al promedio de 4 años (puntos porcentuales)	● -1.6	● 0.1	● 0.9					
¿Existe margen de maniobra en materia de políticas?⁴								
Deuda bruta del gobierno general 2013 (porcentaje del PIB) ⁵	● 66.2	● 46.4	● 35.8	● 12.8	● 20.0	● 24.4	● 47.2	● 24.6
Saldo fiscal del gobierno general 2013 (porcentaje del PIB)	● -3.3	● -3.8	● -0.9	● -0.7	● 0.7	● -4.7	● -3.6	● -2.1
Balance primario 2013, distancia con respecto al balance estabilizador de la deuda (porcentaje del PIB) ⁶	● 0.3	● -1.3	● 0.6	● -0.4	● 2.0	● -3.6	● -1.1	● -0.1
Pronóstico de consenso de la inflación 2015: Desviación con respecto al centro del rango meta (puntos porcentuales)	● 1.6	● 0.5	● 0.2	● -0.3	● 0.7			
Reservas oficiales de divisas 2013 (porcentaje del indicador del FMI sobre la suficiencia de reservas)	● 189	● 111	● 157	● 131	● 404		● 58	● 174

Fuentes: Consensus Forecast; Haver Analytics; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ PIB: Trimestral, real, desestacionalizado. Empleo: mensual, desestacionalizado. Índice de actividad económica: mensual, desestacionalizado. IPC: mensual, desestacionalizado. Tasa de desempleo: mensual, desestacionalizada (República Dominicana, semestral). Brecha de desempleo: diferencia entre la tasa de desempleo más reciente y la NAIRU variable en el tiempo (estimaciones del personal técnico del FMI: la brecha de desempleo es estadísticamente diferente de cero con significancia al nivel del 5 por ciento en el caso de Brasil, Chile, Colombia y Perú).

² Los indicadores se calculan como puntajes z, utilizando promedios y desviaciones estándar a partir de 2003. Se establecen umbrales para distinguir los casos en que se observa una clara desaceleración del crecimiento (verde), los casos en que no está claro (amarillo), y los casos en que se observa un repunte del crecimiento (rojo). Los umbrales difieren según el indicador, pero son idénticos para todos los países. Para facilitar la comparación entre países, se presentan los valores reales de cada indicador, además del color.

³ Los indicadores de la capacidad ociosa captan el grado de recursos no utilizados en la economía. El verde indica que existe amplia capacidad ociosa; el rojo muy poca o ninguna capacidad ociosa; el amarillo indica los casos intermedios.

⁴ Los indicadores del margen de maniobra en materia de políticas captan la solidez de las finanzas públicas, así como las posibles limitaciones sugeridas por las posiciones externas débiles. El verde indica que existe un amplio margen de maniobra; el rojo un margen muy limitado.

⁵ República Dominicana: deuda del sector público consolidado. Véase información detallada sobre la cobertura de la deuda de otros países en el cuadro 2.

⁶ Calculado utilizando las proyecciones a 5 años de la tasa de interés efectiva y el crecimiento del PIB nominal, junto con la relación deuda/PIB de 2013.

- La economía de Brasil se volvió a enlentecer bruscamente, entrando en “recesión técnica” a principios de 2014. La baja competitividad, la escasa confianza de las empresas y el deterioro de las condiciones financieras frenaron la inversión privada, mientras que la actual desaceleración del empleo y del crecimiento del crédito moderó el gasto de los consumidores. Los indicadores de alta frecuencia más recientes apuntan a una tenue recuperación en el segundo semestre de este año. La menor incertidumbre acerca de las políticas económicas a partir de las elecciones presidenciales podría ayudar a

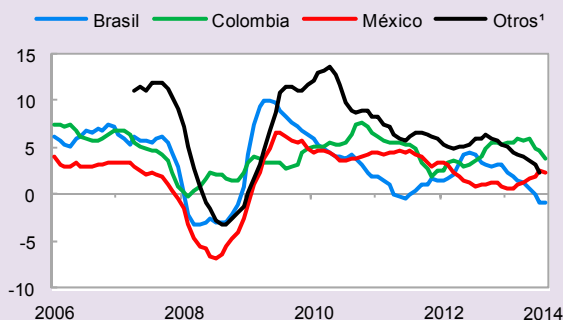
reactivar la confianza. Sin embargo, los cuellos de botella del lado de la oferta, el ajuste de la política fiscal implícito en las metas presupuestarias de 2015 y el aumento previsto de algunos precios administrados, seguirán limitando el crecimiento en 2015, que alcanzará una tasa proyectada del 1,4 por ciento, frente a apenas el 0,3 por ciento este año.

- La situación económica también se debilitó marcadamente en Chile y Perú, debido principalmente a la desaceleración de la inversión y el consumo de bienes duraderos.

Gráfico 3. Economías integradas a los mercados financieros (AL-6)

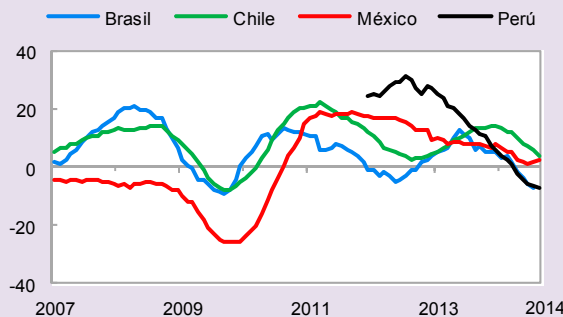
La fuerte desaceleración en gran parte de América del Sur prevaleció por sobre la incipiente recuperación en México.

Indicador de la actividad económica
(Promedio móvil de tres meses, variación porcentual de 12 meses)



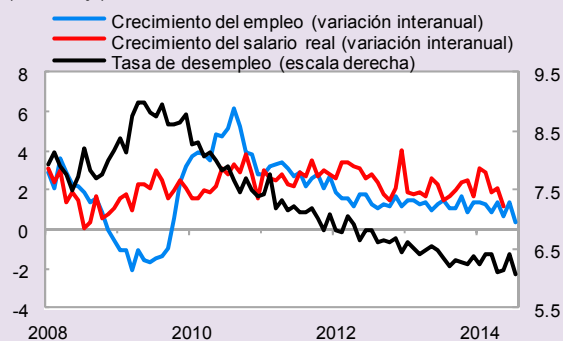
... pero la incertidumbre en torno a las políticas internas también influyó negativamente en la demanda privada, propiciando una caída de las compras de bienes duraderos.

Ventas de automóviles
(Variación porcentual interanual, promedio móvil de 12 meses)



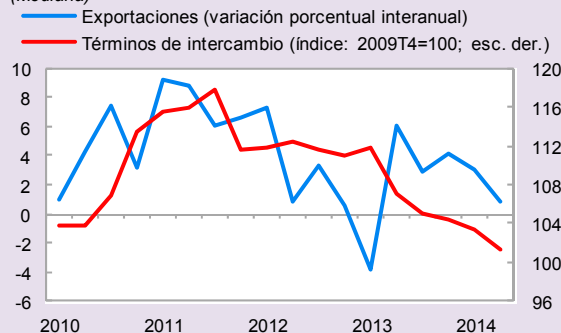
... lo cual es congruente con una capacidad ociosa que permanece limitada en los mercados de trabajo.

Indicadores del mercado de trabajo⁴
(Porcentaje)



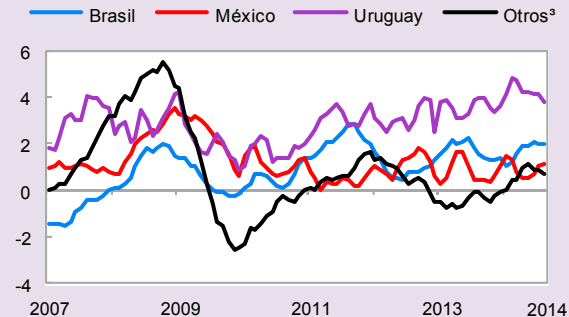
Condiciones externas más débiles, incluidos términos de intercambio menos favorables, jugaron un papel importante...

Crecimiento real de las exportaciones de bienes y servicios y términos de intercambio²
(Mediana)



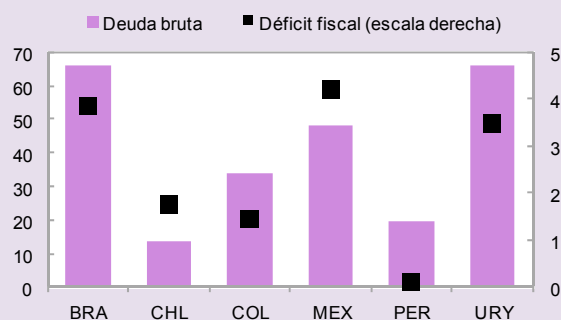
Sin embargo, en general la inflación continúa superando las metas oficiales...

Nivel general de inflación según el IPC, desviación con respecto al centro del rango meta
(Variación porcentual de 12 meses)



Por lo tanto, la prudencia fiscal es adecuada, especialmente en aquellos países con finanzas públicas más débiles.

Finanzas del gobierno general, 2014⁵
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; FMI, *Estadísticas de balanza de pagos*; Haver Analytics; autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL-6 = Brasil (BRA), Chile (CHL), Colombia (COL), México (MEX), Perú (PER), Uruguay (URY).

¹ Promedio simple de Chile, Perú y Uruguay.

² La serie sobre los términos de intercambio excluye Uruguay.

³ Promedio simple de Chile, Colombia y Perú.

⁴ Promedio simple de AL-6. La serie sobre el crecimiento del salario real excluye Perú. Tasa de desempleo desestacionalizada.

⁵ Véase información detallada sobre la cobertura de la deuda en el cuadro 2.

Además del deterioro de las condiciones externas, la incertidumbre en torno al impacto de las reformas en marcha pudo haber afectado la actividad en Chile, aunque es probable que el efecto se disipe a medida que se avance con la legislación de dichas reformas. En Perú, los retrasos en los proyectos del sector minero y la debilidad del gasto público a nivel subnacional también fueron factores que limitaron el crecimiento. El desempleo permanece en niveles bajos, pero el crecimiento del empleo y los salarios reales se moderó recientemente, en consonancia con los patrones históricos de la relación entre el mercado de trabajo y la actividad agregada (recuadro 2). De cara al futuro, se espera que el crecimiento del producto se acelere gradualmente, a medida que se disipen los vientos en contra transitorios y se sientan los efectos de las políticas de estímulo y de las recientes depreciaciones de las monedas locales. El crecimiento de Uruguay se está moderando, pero hasta el momento ha sido bastante resistente a la desaceleración observada en Argentina y Brasil, dos de sus principales socios comerciales. Por su parte, Colombia se destacó por mantenerse firme frente al deterioro económico de la región durante el primer semestre de 2014. Se prevé que el crecimiento de esta economía continúe siendo sólido, impulsado por la fuerte demanda interna y cierto repunte de las exportaciones.

- En contraste con la debilidad en gran parte de América del Sur, la economía de México cobró fuerza recientemente, después de registrar tasas de crecimiento inferiores a lo previsto durante varios trimestres hasta comienzos de 2014. Se proyecta que el crecimiento aumente del 2,4 por ciento en 2014 al 3,5 por ciento en 2015, respaldado por una demanda más vigorosa de Estados Unidos, una expansión de la inversión pública y una política monetaria acomodaticia. La confianza de las empresas se mantuvo débil pero se espera que siga mejorando de manera gradual, a medida que las importantes reformas puestas en marcha por el gobierno en los

sectores de energía y telecomunicaciones comiencen a estimular la inversión.

Las recientes decisiones de política monetaria reflejan la distinta evolución económica de las economías financieramente integradas. El banco central de Colombia elevó las tasas de interés a niveles más neutrales, mientras que Chile y Perú relajaron sus políticas en respuesta a los últimos datos más débiles. México también volvió a bajar las tasas en junio para impulsar la recuperación, mientras que Brasil no ha modificado las tasas de política monetaria desde abril de 2014, aunque redujo ciertos requerimientos de capital de los bancos que habían sido aumentados por razones macroprudenciales hace unos años. El banco central de Brasil también mantuvo su programa de canje (swap) de divisas, el cual permite al sector privado cubrirse frente a depreciaciones imprevistas de la moneda local. El saldo de swaps ascendía a un valor nominal de unos US\$98.000 millones a principios de octubre de 2014.

De cara al futuro, la política monetaria debería seguir siendo el principal instrumento de política para hacer frente a shocks de demanda en países donde las expectativas de inflación están bien ancladas. Sin embargo, las tasas reales de política monetaria ya son bajas o incluso negativas en varias economías, y se proyecta que la inflación se mantenga en general por encima de la meta al menos a corto plazo, lo que limita el margen de maniobra para nuevos recortes de tasas. El argumento para no relajar la política monetaria es particularmente claro en Brasil y Uruguay, donde se prevé que la inflación se mantenga elevada en un contexto de capacidad ociosa limitada, presiones acumuladas derivadas de los precios administrados e inercia relacionada con indexación. En Brasil, la aplicación de medidas adicionales para reducir los préstamos que otorgan los bancos públicos a tasas inferiores a las de mercado también respaldaría la desinflación y mejoraría las cuentas fiscales.

Por su parte, la flexibilidad cambiaria debería seguir operando como un estabilizador automático. La reciente depreciación pronunciada de las monedas de Chile y Uruguay es un buen ejemplo. Para que

Recuadro 2. La desaceleración del crecimiento y los mercados de trabajo de América Latina: Reflexiones a partir de la ley de Okun

Los mercados de trabajo de América Latina han conservado su vigor a pesar de la fuerte desaceleración reciente de la actividad económica a lo largo y ancho de la región. Aunque el crecimiento del empleo y el de los salarios reales están comenzando a dar señales de fatiga, el nivel de desempleo continúa rondando tasas históricamente bajas (gráficos 2.1 y 3, panel inferior izquierdo). ¿Es este dinamismo del mercado laboral consistente con la aparente debilidad del crecimiento del producto? ¿O se trata en cambio de una ruptura con los patrones históricos?

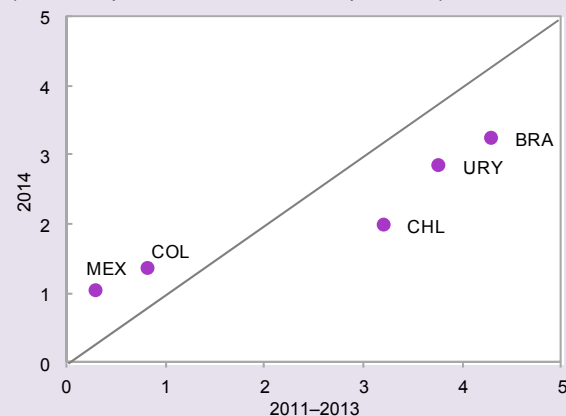
Una manera de abordar esta pregunta es a través de la *ley de Okun*, una sencilla relación empírica entre el crecimiento del producto y el desempleo (o el crecimiento del empleo) a lo largo del tiempo. Esta relación ha sido ampliamente estudiada y documentada, especialmente para el caso de economías avanzadas¹. Pero, ¿tiene la ley de Okun validez en América Latina? La respuesta es claramente afirmativa en el caso de los países del grupo AL-6, pese a las complicaciones que acarrea el nivel generalizado de informalidad y otras limitaciones estadísticas. Usando datos anuales que se remontan hasta 54 años (según la disponibilidad de datos), encontramos que existe una relación estadísticamente significativa y relativamente estrecha entre la actividad económica, por un lado, y las variaciones de la tasa de desempleo o el crecimiento del empleo, por el otro². El gráfico 2.2 muestra el valor absoluto de la elasticidad del desempleo con respecto al producto, obtenida con regresiones específicas por país (un valor más alto implica una mayor disminución de la tasa de desempleo frente a un determinado aumento del producto). La elasticidad varía según el país —como se ha documentado para otras regiones— pero está en línea con estimaciones correspondientes a otras economías emergentes. Asimismo, la elasticidad estimada es sorprendentemente estable. Las estimaciones en base a un modelo de coeficientes dinámicos sugieren que, para cinco de los seis países, la diferencia entre la elasticidad promedio en 2000–13 y la de la década anterior es menor a 0,05 (la única excepción es Colombia, donde la elasticidad disminuyó más de 0,10).

Nota: Este recuadro fue preparado por Bertrand Gruss.

¹ Véase, por ejemplo, Ball, L., D. Leigh y P. Loungani, 2013, “Okun’s Law, Fit at 50?”, Serie IMF Working Papers No. 13/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

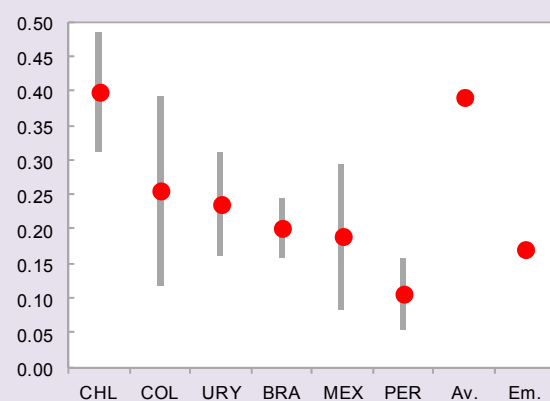
² La fuente de datos anuales sobre el desempleo es Ball, L., N. De Roux y M. Hofstetter, 2013, “Unemployment in Latin America and the Caribbean”, *Open Economies Review*, Vol. 24, No. 3, págs. 397–424.

Gráfico 2.1. Crecimiento del salario real
(Variación porcentual en 12 meses, promedio)



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

Gráfico 2.2. Coeficientes estimados de la ley de Okun¹



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

¹ En los países de AL-6, los puntos representan el valor absoluto de los coeficientes estimados en base a una regresión de Okun para el desempleo especificada en niveles (es decir, en términos de las desviaciones de la tasa de desempleo y el PIB respecto de sus tendencias, obtenidas con el filtro de Hodrick-Prescott), usando datos anuales. Las líneas grises denotan intervalos de confianza al 95%. Los estadísticos R^2 van de 0,31 a 0,60. "Av." es el coeficiente promedio de una muestra de economías avanzadas, y "Em." de una muestra de economías emergentes y en desarrollo, tal como se reporta en el capítulo 4 de la edición de octubre de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial*.

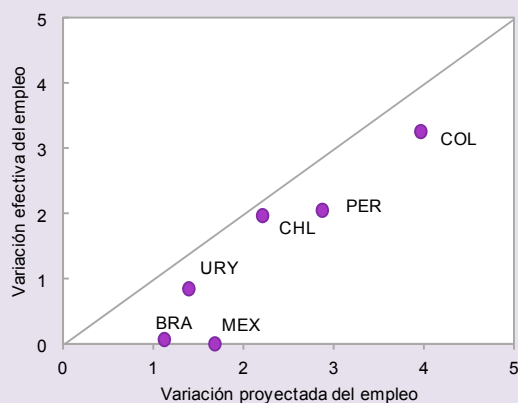
Recuadro 2. (continuación)

Volviendo al tema de la desaceleración reciente, ¿qué podemos inferir de la ley de Okun? El gráfico 2.3 compara la variación efectiva del empleo durante los cuatro trimestres a junio de 2014 con la variación proyectada para ese período a partir de la ley de Okun (usando los valores ajustados de una versión dinámica de la regresión de Okun para el empleo en base a datos trimestrales). Las observaciones que se encuentran por encima de la línea de 45 grados implican un ritmo de creación de empleo más rápido de lo previsto, y viceversa. El análisis sugiere que el ritmo de crecimiento del empleo no ha sido inusualmente alto en los últimos trimestres. De hecho, el empleo creció en línea con las predicciones de la ley de Okun en el caso de Chile, Colombia, Perú y Uruguay, y *menos* de lo previsto en Brasil y México.

Si reformulamos el análisis en términos del desempleo, obtenemos un resultado parecido. En la mayoría de los países de AL-6, la evolución del mercado del trabajo durante los cuatro últimos trimestres ha estado en línea con lo esperado en base a la ley de Okun (gráfico 2.4). En cinco de los seis países, la diferencia entre la variación efectiva acumulada de la tasa de desempleo y la variación proyectada es menor a 0,3 puntos porcentuales (el resultado fue ligeramente mejor a lo esperado en Colombia y México, y algo peor en Chile, Perú y Uruguay). La gran excepción es Brasil, donde la tasa de desempleo entre mediados de 2013 y mediados de 2014 cayó casi 1 punto porcentual más de lo que hubiera sugerido la ley de Okun. Esto es aún más sorprendente dado el magro crecimiento del empleo en Brasil durante ese período (véase nuevamente el gráfico 2.3). La razón es una concomitante y pronunciada caída de la tasa de participación en la fuerza laboral, que alcanzó casi 1½ puntos porcentuales. Esa caída fue especialmente fuerte entre los jóvenes y los grupos de mayor edad, pero aún no está claro cuál ha sido la causa fundamental, y mucho menos qué tan persistente puede llegar a ser este fenómeno.

En suma, la evolución reciente de los mercados de trabajo de AL-6 no parece haber echado por tierra la ley de Okun. El empleo ha crecido en línea con el crecimiento del producto, y la tasa de desempleo es “anormalmente” baja únicamente en el caso de Brasil, y esta situación podría revertirse si el nivel de participación se recupera en el período venidero.

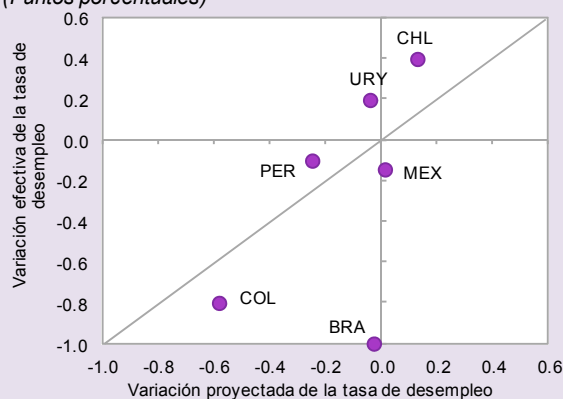
Gráfico 2.3. Variación del empleo, 2013T2–2014T2¹
(Porcentaje)



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

¹ Los valores proyectados corresponden a las previsiones fuera de muestra de regresiones dinámicas de la ley de Okun para el empleo para cada país, especificadas en niveles (es decir, usando desviaciones del empleo y del PIB respecto de las tendencias obtenidas con el filtro de Hodrick-Prescott) o en primeras diferencias, según la bondad del ajuste, utilizando datos trimestrales y con el número de rezagos seleccionado según un criterio de información bayesiano.

Gráfico 2.4. Variación de la tasa de desempleo, 2013T2–2014T2¹
(Puntos porcentuales)



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

¹ Los valores proyectados corresponden a las previsiones fuera de muestra de regresiones dinámicas de la ley de Okun para el desempleo para cada país, especificadas en niveles (es decir, usando desviaciones de la tasa de desempleo y del PIB respecto de sus tendencias obtenidas con el filtro de Hodrick-Prescott) o en primeras diferencias, según la bondad del ajuste, utilizando datos trimestrales y con el número de rezagos seleccionado según un criterio de información bayesiano.

los tipos de cambio puedan jugar este papel, es esencial que las autoridades de los países vigilen de cerca y limiten las posiciones abiertas en moneda extranjera del sector privado que podrían generar efectos negativos en los balances en caso de fuertes depreciaciones de las monedas. La política del banco central puede contribuir directamente a contrarrestar este riesgo moral evitando cualquier percepción sobre posibles metas específicas para el nivel del tipo de cambio, sin perjuicio de que existen argumentos para justificar una intervención ocasional con el fin de limitar fluctuaciones cambiarias de corto plazo con efectos nocivos. A nivel más general, los supervisores deberán permanecer atentos a la evolución de los riesgos en el sistema financiero, que incluyen el aumento del endeudamiento del sector empresarial en varios países (recuadro 3) y el efecto de la desaceleración del crecimiento económico en la calidad de los activos bancarios.

A su vez, se proyecta que la política fiscal de las economías financieramente integradas se mantenga relativamente neutral en 2014, a excepción de Chile y Perú, que han adoptado una política ligeramente expansiva. Desde la perspectiva del margen de política disponible, la aplicación de una política fiscal acomodaticia es defendible en Chile y Perú, dos países con finanzas públicas excepcionalmente sólidas (gráfico 2). Sin embargo, en vista de que las brechas de producto son aún limitadas, es aconsejable limitar estrictamente el alcance del apoyo fiscal, con medidas que sean bien focalizadas y verdaderamente temporales. En el caso de Brasil, México y Uruguay, en cambio, la consolidación fiscal gradual sigue siendo importante para encauzar la deuda pública en una trayectoria a la baja y reforzar la credibilidad de los marcos fiscales.

Más allá de las políticas macroeconómicas, la prioridad para las economías financieramente integradas es impulsar el crecimiento potencial a mediano plazo. Para lograr este objetivo, los gobiernos deberán abordar las perdurables deficiencias en infraestructura, educación y clima de negocios. Las recientes reformas estructurales emprendidas en Chile, Colombia, México y Perú,

así como el programa de concesiones de infraestructura en Brasil, son medidas acertadas, aunque es esencial implementar estas reformas con firmeza para aprovechar plenamente sus beneficios.

Otros países exportadores de materias primas: Divergencia relacionada con las políticas internas

La evolución reciente y las perspectivas de los otros países exportadores de materias primas de la región presentan marcadas diferencias, debido principalmente a las políticas internas.

- La desaceleración en Argentina se acentuó aún más este año. Una marcada devaluación del peso y la suba de las tasas de política monetaria a principios de año ayudaron a estabilizar temporalmente las reservas internacionales. Sin embargo, el conflicto no resuelto con los acreedores denominados *holdouts*, así como el deterioro de los balances fiscales y su continua monetización, reavivaron recientemente las presiones en el mercado cambiario, como lo muestra la creciente brecha entre el tipo de cambio oficial y el informal. De no corregirse estos desequilibrios, la inflación continuará en niveles elevados y la economía seguirá siendo vulnerable a dinámicas desordenadas. En este contexto, se proyecta que Argentina registre un crecimiento negativo en 2014–15. Para restablecer la estabilidad y sentar las bases de un crecimiento sostenible, las políticas deberían centrarse en disminuir el déficit fiscal, reducir las distorsiones causadas por los generalizados controles administrativos y mejorar el clima de negocios.
- También se prevé que la economía de Venezuela se contraiga este año y el siguiente, debido a los intensos desequilibrios macroeconómicos y las muy disruptivas intervenciones de política económica. Los estrictos controles de precios y de cambios han dado lugar a una escasez generalizada y prácticamente a una paralización de la producción en ciertos sectores. Por otra parte, la inflación se sitúa por encima del 60 por ciento,

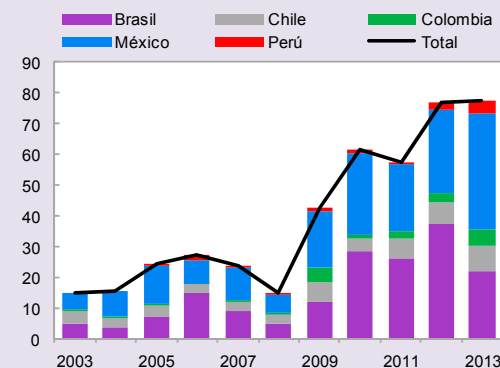
Recuadro 3. ¿Cuidado con la bon(o)anza? Determinantes, usos y riesgos del aumento de la emisión de bonos corporativos en América Latina

La emisión bruta de bonos de empresas no financieras (ENF) en los países del grupo AL-5 (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) aumentó de US\$15.000 millones en 2003 (o 1 por ciento del PIB agregado) a US\$77.000 millones en 2013 (1,8 por ciento del PIB). En términos acumulados, las empresas capturaron en los mercados de capital un total de US\$435.000 millones en 2003–13, siendo la emisión neta alrededor de un 80 por ciento de ese monto (gráfico 3.1). La emisión de bonos se aceleró de manera pronunciada desde 2009, impulsada por las colocaciones en el exterior (aproximadamente un 65 por ciento) y con una participación significativa de emisores cuasisoberanos (alrededor de 30 por ciento). ¿Qué puede haber motivado una emisión tan fuerte? ¿Qué uso se les ha dado a estos fondos? ¿Y qué riesgos conllevan?

Determinantes

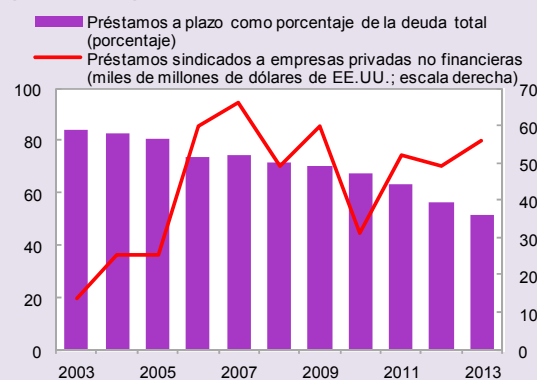
El aumento de la emisión de bonos apunta a una activa gestión de pasivos realizada por las ENF en el marco de dos importantes tendencias recientes: la menor oferta de préstamos (transfronterizos) de los bancos internacionales desde la crisis financiera internacional, producto de presiones sobre sus balances y de cambios regulatorios (gráfico 3.2), y el gran interés de los inversores en bonos de mercados emergentes, en medio de una escasez generalizada de activos de alto rendimiento. A medida que las empresas redujeron en particular su dependencia relativa de préstamos bancarios sindicados, el endeudamiento a través de bonos fue adquiriendo creciente importancia como fuente de financiamiento. Los volúmenes de emisión se incrementaron especialmente en el caso de los títulos con vencimientos a más largo plazo (gráfico 3.3), lo cual sugiere un esfuerzo deliberado por mejorar los perfiles de deuda y reducir el riesgo de liquidez. Aun así, las empresas lograron asegurarse tasas de interés históricamente bajas, sin aumentar la proporción de deuda a tasa flotante.

Gráfico 3.1. AL-5: Emisión bruta de bonos de empresas no financieras
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Dealogic y cálculos del personal técnico del FMI.

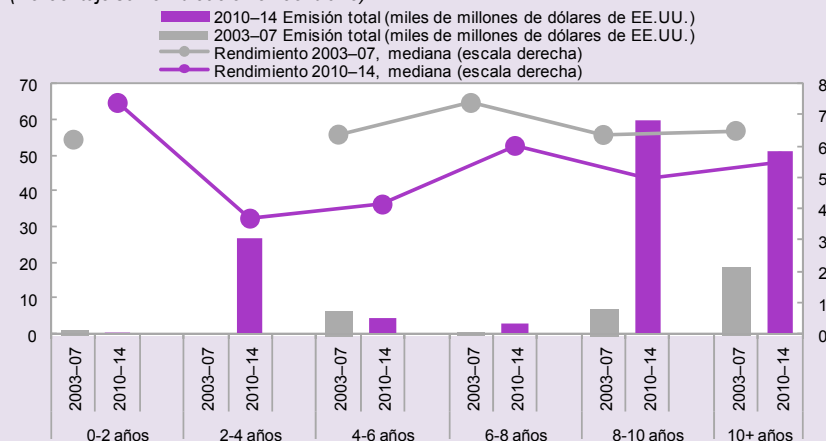
Gráfico 3.2. AL-5: Financiamiento empresarial con préstamos a plazo



Fuentes: S&P Capital IQ; Dealogic, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las barras se refieren a la mediana de empresas no financieras.

Gráfico 3.3. AL-5: Curvas de rendimiento de títulos de grado inversor de empresas no financieras—bonos a tasa fija denominados en dólares
(Porcentaje salvo indicación en contrario)



Fuentes: Dealogic y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Fabiano Rodrigues Bastos.

Recuadro 3. (continuación)**Usos**

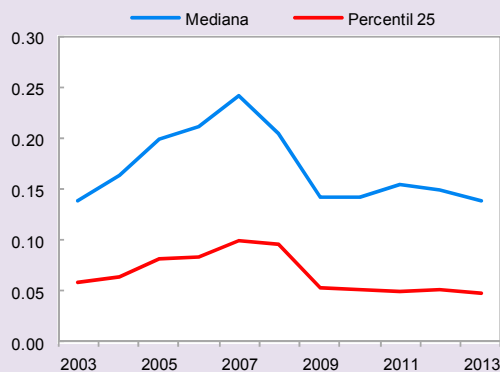
A pesar de cierta evidencia que indica que la emisión de bonos respalda el crecimiento de las empresas¹, no hay indicios de que la intensa emisión reciente haya estado relacionada con una escalada de la inversión. De hecho, si bien la inversión total ha aumentado, la relación entre los desembolsos de inversiones y la deuda total de las ENF de AL-5 se redujo durante la crisis financiera internacional y aún no se ha recuperado (gráfico 3.4). Por el contrario, las empresas han utilizado parte del financiamiento proveniente de las emisiones para reforzar sus colchones de efectivo, como lo indica el fuerte aumento de la relación entre las tenencias de efectivo y el gasto bruto en intereses (gráfico 3.5). El fortalecimiento de las posiciones de liquidez ha mejorado la capacidad de resistencia de las empresas a shocks financieros. Sin embargo, el aumento de las posiciones en efectivo también puede racionalizarse como una manera oportunista de prefinanciar desembolsos (de capital) futuros en un momento en que el financiamiento es inusualmente barato.

Riesgos

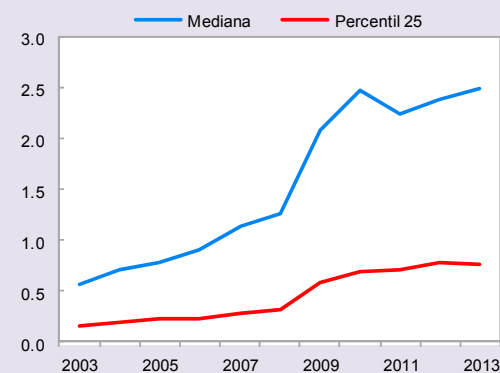
A pesar de estos beneficios potenciales, el aumento de la emisión de bonos de las empresas implica riesgos que es necesario vigilar de cerca. Para empezar, los mercados han seguido experimentando episodios de exuberancia en donde el número de empresas emisoras de deuda con calificaciones más bajas aumentó de manera pronunciada, aunque de forma transitoria. Además, los indicadores tradicionales de apalancamiento han mostrado ligeros aumentos en los últimos años, lo que básicamente revirtió el proceso de desapalancamiento observado a principios de la década (véase también el recuadro 2.1 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Un nuevo y sostenido aumento del apalancamiento agravaría vulnerabilidades que podrían aflorar en momentos de tensión financiera (edición de abril de 2014 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, capítulo 1). Además, el aumento de la emisión de bonos en los mercados internacionales implica una mayor dependencia de la deuda denominada en moneda extranjera. En qué medida esto ha generado posiciones en divisas sin cobertura representa aún una incógnita importante, dadas las limitaciones en los datos. Por ende, las autoridades nacionales deberían redoblar los esfuerzos por vigilar los riesgos incipientes y frenar las exposiciones excesivas. Estos esfuerzos deben estar respaldados por políticas cambiarias prudentes que eviten crear una falsa expectativa de estabilidad cambiaria, lo cual podría a su vez conducir a una toma excesiva de riesgos por parte del sector privado.

De cara al futuro, es probable que las empresas latinoamericanas enfrenten crecientes desafíos financieros en un ambiente de debilitamiento del crecimiento regional y condiciones financieras mundiales más apretadas. Por lo tanto, resulta crítico vigilar las tendencias de la solidez financiera del sector empresarial, para impedir que la bon(o)anza actual termine en un colapso empresarial.

¹Didier, Levine y Schmukler (2014), “Capital Market Financing, Firm Growth, Firm Size Distribution”, NBER Working Paper 20336.

Gráfico 3.4. AL-5: Ratio de inversión a deuda total

Fuentes: S&P Capital IQ; Dealogic, y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 3.5. AL-5: Ratio de efectivo a gasto en intereses

Fuentes: S&P Capital IQ; Dealogic, y cálculos del personal técnico del FMI.

la tasa más alta del mundo, y actualmente el tipo de cambio en el mercado informal es 15 veces mayor que en el oficial. Para revertir esta dinámica insostenible, las autoridades deberían reducir urgentemente el gasto público, realinear el tipo de cambio y reducir las distorsiones microeconómicas.

- Para los países más pequeños de este grupo las perspectivas son más favorables. Se proyecta que Bolivia crezca a un ritmo superior al 5 por ciento en 2014–15, debido en parte a la aplicación de una política fiscal expansiva. Se prevé que Ecuador se desacelere ligeramente, pero la capacidad ociosa sigue siendo muy limitada. En ambos países, la moderación del gasto público ayudaría a evitar presiones de sobrecalentamiento. Paraguay, a su vez, continuará expandiéndose a un ritmo vigoroso, a pesar de que el crecimiento de la producción agrícola se desaceleró con respecto a las tasas récord del año pasado.

América Central, Panamá y la República Dominicana: Crecimiento en un contexto de desequilibrios no resueltos

En América Central, se proyecta que el crecimiento se mantenga estable. El producto en 2014 crecerá cerca de un 3 por ciento, una tasa similar a la registrada en 2013 y en línea con las proyecciones publicadas en abril (gráfico 4). Se prevé que el crecimiento sea solo marginalmente más alto en 2015, en la medida en que los efectos positivos de la recuperación en Estados Unidos seguirán siendo contrarrestados por los efectos del brote de roya del café (El Salvador, Honduras y Nicaragua), la escasez de lluvia relacionada con El Niño en algunas zonas de la región y otros factores idiosincráticos, como la salida parcial de Intel de Costa Rica y cierto endurecimiento (deseable) de la política fiscal en Honduras. Se espera que Panamá sea el país con mayor crecimiento de ALC, a pesar de que una nueva desaceleración de la actividad de reexportación (en parte debido a las restricciones cambiarias en Venezuela) y algunos retrasos en el proyecto de expansión del Canal moderaron el

ímpetu de su crecimiento a principios de este año. En la República Dominicana, el crecimiento seguirá siendo vigoroso, respaldado por fuertes flujos de turismo.

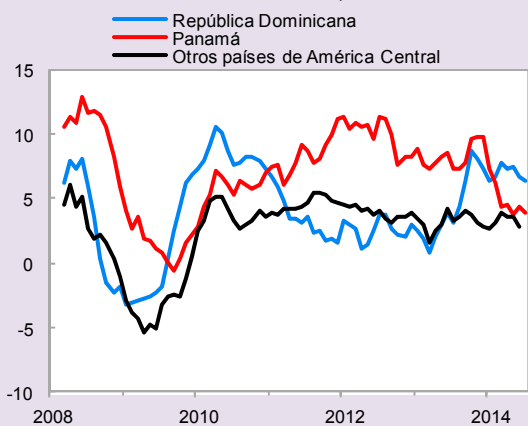
El continuo deterioro de las posiciones fiscales representa una vulnerabilidad importante en muchos países y limita el margen de maniobra en materia de políticas para hacer frente a shocks negativos. La deuda pública en Costa Rica, El Salvador, Honduras y la República Dominicana creció, en promedio, más de 15 puntos porcentuales del PIB desde 2008, debido en gran medida al aumento sostenido del gasto público. En base a las políticas vigentes, se proyecta un aumento adicional de la deuda de casi 5 puntos porcentuales hacia 2016. Si bien los diferenciales de tasas soberanas se mantienen bajos, el deterioro de las condiciones financieras mundiales plantea un riesgo clave, dadas las elevadas necesidades de financiamiento en los próximos años. Otro aspecto relacionado es la persistencia de grandes necesidades de financiamiento externo en la mayoría de las economías. Una reducción de la asistencia proporcionada por Venezuela para el pago de las importaciones de petróleo a través de PetroCaribe podría ejercer presiones sobre las posiciones fiscales y externas de algunos países, en particular la República Dominicana y Nicaragua.

En este contexto, la reducción del déficit fiscal constituye una prioridad de política económica. El esfuerzo debería incluir medidas para contener y racionalizar el gasto—entre ellas, un control estricto de los costos salariales del sector público—y una mejor focalización de los subsidios. Más allá de abordar cuestiones de sostenibilidad, en algunos países sería aconsejable la movilización de ingresos públicos para financiar la inversión pública y el gasto social de carácter crítico. En el ámbito de la política monetaria, una mayor flexibilidad del tipo de cambio y la transición hacia regímenes plenos de metas de inflación reforzarían la capacidad de resistencia de las economías que no están completamente dolarizadas. Por último, la implementación de medidas para mejorar el capital humano y el clima de negocios sigue siendo

Gráfico 4. América Central, Panamá y la República Dominicana (CAPDR)

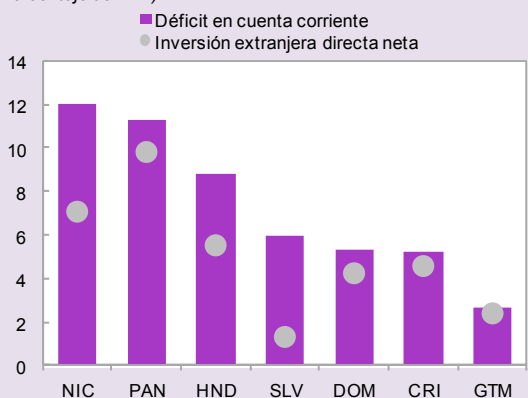
En CAPDR, se prevé un crecimiento estable, dado que los vientos a favor relacionados a la recuperación en Estados Unidos se verán compensados por los vientos en contra específicos de cada país.

Índice de actividad económica¹
(Promedio móvil de tres meses, variación porcentual de 12 meses)



... y los grandes déficits externos crean vulnerabilidades adicionales, lo que deja a los países expuestos...

Déficit de la cuenta corriente externa e inversión extranjera directa neta³
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Bloomberg, L.P.; autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: CAPDR = América Central (AC), Panamá (PAN) y la República Dominicana (DOM). AC = Costa Rica (CRI), El Salvador (SLV), Guatemala (GTM), Honduras (HND), Nicaragua (NIC).

¹ Otros países de América Central corresponde al promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

² Véase el cuadro 2 para información detallada sobre la cobertura de la deuda.

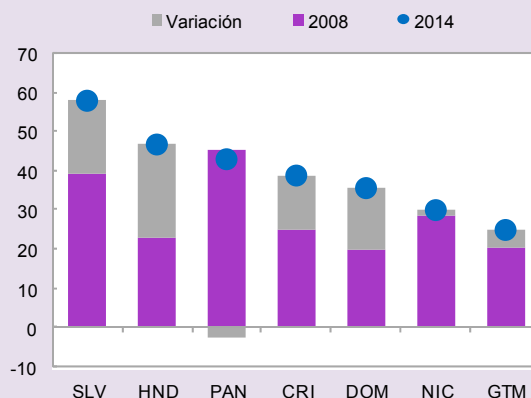
³ Promedio anual de 2012-13.

⁴ EMBIG es el índice de bonos de mercados emergentes (Emerging Market Bond Index Global).

⁵ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

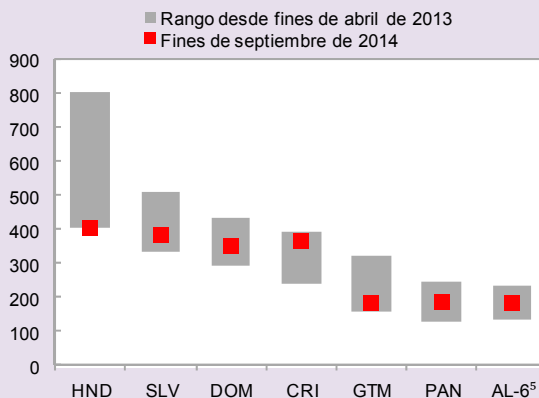
Sin embargo, las posiciones fiscales siguen bajo presión en muchos países...

Deuda del gobierno general²
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



... a un reajuste de las condiciones de financiamiento externo, que aún son bastante favorables.

Diferenciales del EMBIG⁴
(Puntos básicos)



esencial para respaldar el crecimiento a mediano plazo.

El Caribe: Bajo crecimiento, mayores vulnerabilidades

El crecimiento de las economías dependientes del turismo siguió siendo decepcionante. Para este grupo de países (Las Bahamas, Barbados, Jamaica, y los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental

(ECCU)), se prevé que el producto registre una expansión de tan solo 1,1 por ciento en 2014 y 1,7 por ciento en 2015 (gráfico 5). La mejora de las condiciones económicas en Estados Unidos y el Reino Unido respaldó la llegada de turistas en algunos países, pero los persistentes problemas de competitividad y el deterioro de los marcos de política representan obstáculos para una recuperación sólida. Las perspectivas para los países

exportadores de materias primas (Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago) son por lo general algo más favorables, proyectándose un repunte del crecimiento del 2,7 por ciento en 2014 al 3 por ciento en 2015. Sin embargo, estas proyecciones también son inferiores a las esperadas anteriormente, debido a la moderación de los precios de las materias primas y los persistentes desafíos que comprometen el crecimiento en el sector no relacionado con las materias primas. La inflación se mantuvo moderada en la mayoría de los países, en un contexto de tipos de cambio fijos y brechas de producto negativas.

Aunque unos pocos países —como Jamaica y Saint Kitts y Nevis, que implementaron programas respaldados por el FMI— lograron recientemente avances en la reducción de las vulnerabilidades, por lo general los riesgos fiscales han aumentado. Las economías que se basan en el turismo se enfrentan a niveles de deuda pública superiores al 90 por ciento del PIB, con necesidades de financiamiento crecientes. El acceso de los gobiernos a los mercados se deterioró y los márgenes presupuestarios se redujeron en la mayoría de los países. Los desequilibrios externos también aumentaron, provocando pérdidas de reservas en algunos países. La dependencia de PetroCaribe presenta un riesgo

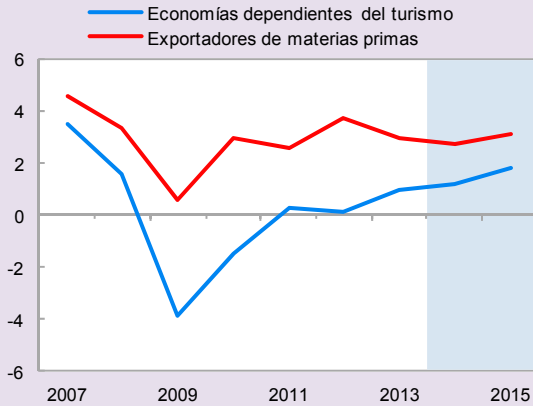
adicional. Este panorama sombrío exige redoblar los esfuerzos para reforzar las posiciones fiscales vía, entre otras formas, la reducción de costosos y mal focalizados subsidios a la energía. Los notables avances realizados recientemente en Jamaica constituyen un ejemplo alentador. Específicamente, el déficit fiscal y el de cuenta corriente externa de este país se han reducido fuertemente desde 2012, lo que le ha permitido recuperar el acceso a los mercados, con la emisión de un bono externo en julio. Entre los países exportadores de materias primas, los riesgos fiscales a corto plazo son en general menores, pero es esencial agilizar la mejora de la gestión de los ingresos fiscales y de la calidad del gasto público para mitigar las vulnerabilidades fiscales a mediano plazo.

Los riesgos del sector financiero también siguen siendo elevados en varias economías del Caribe, remarcando la urgencia de implementar reformas decisivas, en particular a través de iniciativas regionales que reduzcan los riesgos sistémicos. El saneamiento de los balances de los bancos y la resolución de las instituciones en quiebra, golpeadas por bajas tasas de crecimiento y altos niveles de préstamos en mora, son esenciales para mantener la estabilidad financiera y respaldar una recuperación sostenible.

Gráfico 5. El Caribe

El crecimiento en el Caribe continúa decepcionando...

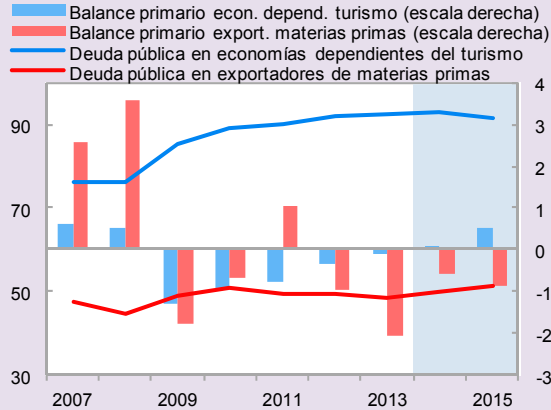
Crecimiento del PIB real¹
(Variación porcentual)



... pero las debilidades fiscales y externas son graves en varios países. Una prioridad urgente es resolver estas debilidades...

Cuentas fiscales¹

(Porcentaje del PIB del año fiscal)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; autoridades nacionales; Organización del Turismo del Caribe; Banco Central del Caribe Oriental y cálculos del personal técnico del FMI.

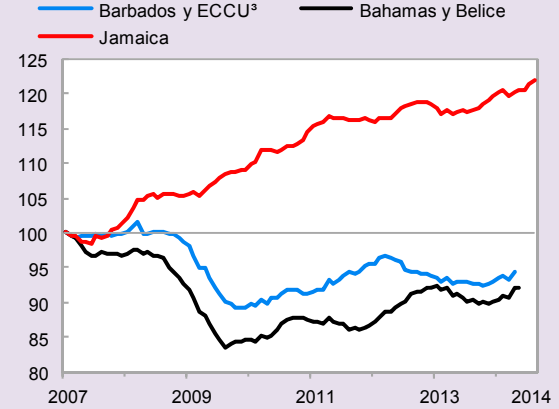
¹ Promedios simples. Exportadores de materias primas incluye Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago; Economías dependientes del turismo incluye Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.

² Promedios móviles de los últimos 12 meses.

³ Los datos de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) incluyen Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.

... especialmente en las economías que dependen del turismo. Se proyecta un repunte moderado de la actividad en 2015...

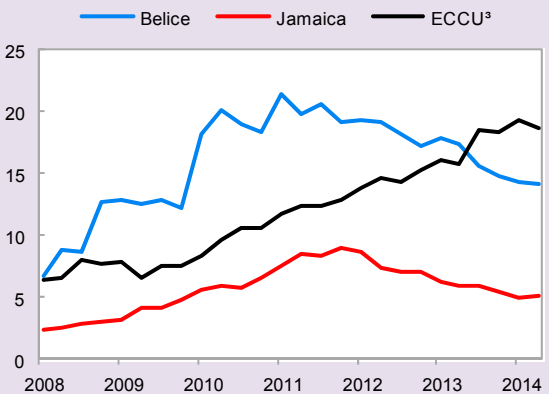
Arribo de turistas²
(Índice: 2007 = 100)



... en tándem con esfuerzos para que los sistemas bancarios funcionen sobre una base más firme.

Préstamos en mora

(Porcentaje de los préstamos totales)



Cuadro 1. Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos¹

	Crecimiento del producto					Inflación ²					Balance de la cuenta corriente externa				
	(Porcentaje)					(Fin de período, porcentaje)					(Porcentaje del PIB)				
	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015
			Est.	Proyecciones				Est.	Proyecciones		Est.	Proyecciones		Est.	Proyecciones
América del Norte															
Canadá	2.5	1.7	2.0	2.3	2.4	2.7	0.9	1.0	2.2	2.0	-2.8	-3.4	-3.2	-2.7	-2.5
Estados Unidos	1.6	2.3	2.2	2.2	3.1	3.1	1.8	1.3	2.4	2.0	-3.0	-2.9	-2.4	-2.5	-2.6
México	4.0	4.0	1.1	2.4	3.5	3.8	3.6	4.0	4.0	3.5	-1.1	-1.3	-2.1	-1.9	-2.0
América del Sur															
Argentina ^{3,4}	8.6	0.9	2.9	-1.7	-1.5	9.5	10.8	10.9			-0.7	-0.2	-0.8	-0.8	-1.1
Bolivia	5.2	5.2	6.8	5.2	5.0	6.9	4.5	6.5	5.5	5.2	0.3	8.3	3.3	2.6	2.8
Brasil	2.7	1.0	2.5	0.3	1.4	6.5	5.8	5.9	6.2	6.0	-2.1	-2.4	-3.6	-3.5	-3.6
Chile	5.8	5.5	4.2	2.0	3.3	4.4	1.5	3.0	4.2	3.0	-1.2	-3.4	-3.4	-1.8	-1.4
Colombia	6.6	4.0	4.7	4.8	4.5	3.7	2.4	1.9	3.3	3.0	-2.9	-3.1	-3.3	-3.9	-3.8
Ecuador	7.8	5.1	4.5	4.0	4.0	5.4	4.2	2.7	3.0	3.0	-0.4	-0.4	-1.3	-0.8	-2.4
Guyana	5.4	4.8	5.2	3.3	3.8	3.3	3.4	0.9	4.3	4.3	-13.1	-11.6	-12.8	-14.6	-15.9
Paraguay	4.3	-1.2	13.6	4.0	4.5	4.9	4.0	3.7	5.1	5.0	0.5	-0.9	2.1	1.0	-1.1
Perú	6.5	6.0	5.8	3.6	5.1	4.7	2.6	2.9	2.9	2.2	-1.9	-3.3	-4.5	-5.2	-5.0
Suriname	5.3	4.8	4.1	3.3	3.8	15.3	4.4	0.6	3.8	3.2	5.8	3.4	-3.9	-3.6	-3.7
Uruguay	7.3	3.7	4.4	2.8	2.8	8.6	7.5	8.5	8.6	8.4	-2.9	-5.4	-5.6	-6.5	-6.4
Venezuela	4.2	5.6	1.3	-3.0	-1.0	27.6	20.1	56.2	69.8	55.9	8.2	3.7	5.0	7.6	6.4
América Central															
Belize	2.1	4.0	0.7	2.0	2.5	2.3	0.8	1.6	2.0	2.0	-1.1	-1.2	-4.5	-5.4	-6.2
Costa Rica	4.5	5.1	3.5	3.6	3.6	4.7	4.6	3.7	5.5	4.0	-5.4	-5.3	-5.1	-5.2	-5.3
El Salvador	2.2	1.9	1.7	1.7	1.8	5.1	0.8	0.8	2.0	2.0	-4.9	-5.3	-6.5	-6.5	-6.1
Guatemala	4.2	3.0	3.7	3.4	3.7	6.2	3.4	4.4	4.0	4.3	-3.4	-2.6	-2.7	-2.0	-2.2
Honduras	3.8	3.9	2.6	3.0	3.1	5.6	5.4	4.9	6.8	5.5	-8.0	-8.6	-9.0	-8.0	-7.3
Nicaragua	5.7	5.0	4.6	4.0	4.0	8.0	6.6	5.7	7.0	7.0	-12.8	-12.7	-11.4	-11.3	-11.4
Panamá ⁵	10.9	10.8	8.4	6.6	6.4	6.3	4.6	3.7	3.0	3.3	-15.9	-10.6	-11.9	-10.8	-10.6
El Caribe															
Antigua y Barbuda	-1.9	3.6	1.8	1.9	1.7	4.0	1.8	1.1	1.4	2.0	-10.4	-13.8	-14.1	-15.3	-14.1
Bahamas, Las	1.1	1.0	0.7	1.2	2.1	3.2	0.7	0.8	1.4	4.4	-15.2	-18.2	-19.4	-16.6	-10.9
Barbados	0.8	0.0	-0.3	-0.6	0.5	9.5	2.4	1.1	2.5	2.0	-12.8	-9.5	-10.4	-8.8	-8.0
Dominica	0.2	-1.1	0.8	1.4	1.2	2.0	2.0	-1.7	2.4	1.0	-14.5	-18.9	-16.6	-16.6	-15.2
Granada	0.8	-1.8	1.5	1.1	1.2	3.5	1.8	-1.2	1.7	1.6	-21.8	-19.2	-27.1	-23.8	-20.6
Haití ⁶	5.5	2.9	4.3	3.8	3.7	10.4	6.5	4.5	5.8	6.0	-4.3	-5.7	-6.7	-6.8	-5.9
Jamaica	1.4	-0.5	0.2	1.1	1.8	6.0	8.0	9.5	8.1	7.8	-13.4	-13.0	-11.1	-8.3	-6.5
República Dominicana	2.9	2.7	4.6	5.3	4.2	7.8	3.9	3.9	4.5	4.0	-7.5	-6.6	-4.0	-4.1	-4.6
Saint Kitts y Nevis	-1.9	-0.9	3.8	3.5	3.2	2.8	0.1	0.4	0.9	1.8	-15.5	-11.9	-9.0	-13.5	-18.1
Santa Lucía	1.3	-1.3	-2.3	-1.1	1.4	4.8	5.0	-0.7	1.8	3.1	-18.8	-14.0	-8.8	-8.9	-11.0
San Vicente y las Granadinas	0.3	1.5	2.3	1.7	2.6	4.7	1.0	0.0	2.2	1.7	-29.4	-27.8	-29.2	-32.7	-30.2
Trinidad y Tobago	-2.6	1.2	1.6	2.3	2.1	5.3	7.2	5.6	3.7	2.4	12.4	5.0	11.8	11.9	11.2
Partida informativa:															
América Latina y el Caribe (ALC)	4.5	2.9	2.7	1.3	2.2	6.7	5.4	7.5	8.3	7.2	-1.4	-1.9	-2.7	-2.5	-2.6
Países de ALC financieramente integrados ⁷	5.5	4.0	3.8	2.7	3.5	5.3	3.9	4.4	4.9	4.3	-2.0	-3.2	-3.8	-3.8	-3.7
Otros países exportadores de materias primas ⁸	6.0	3.1	5.8	1.7	2.2	11.2	8.2	17.3	20.8	17.3	1.6	2.1	1.7	1.9	0.9
CAPDR ⁹	4.9	4.6	4.1	3.9	3.8	6.2	4.2	3.9	4.7	4.3	-8.3	-7.4	-7.2	-6.8	-6.8
El Caribe															
Economías dependientes del turismo ¹⁰	0.2	0.1	0.9	1.1	1.7	4.5	2.5	1.0	2.5	2.8	-16.9	-16.3	-16.2	-16.1	-15.0
Países exportadores de materias primas ¹¹	2.6	3.7	2.9	2.7	3.0	6.5	3.9	2.2	3.4	3.0	1.0	-1.1	-2.4	-2.9	-3.6
ECCU ¹²	-0.2	0.1	0.6	0.9	1.7	4.1	2.3	0.0	1.5	2.1	-18.0	-17.6	-16.7	-16.4	-16.3

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

¹ Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario. Los agregados de la cuenta corriente se calculan como promedios ponderados por el PIB nominal. Los pronósticos del IPC excluyen Argentina. Consistente con el informe de *Perspectivas económicas mundiales*, FMI, el umbral de corte para los datos y las proyecciones en esta tabla es el 19 de septiembre de 2014.

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

³ Los datos para Argentina se basan en los datos declarados oficialmente con las revisiones introducidas en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013, el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 solicitó a Argentina que adoptara las medidas especificadas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PIB, conforme a un calendario especificado. El 6 de junio de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado a finales de marzo de 2014 y las medidas iniciales adoptadas por las autoridades argentinas para abordar las imprecisiones en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar este tema conforme al calendario especificado en diciembre de 2013 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

⁴ A partir de enero de 2014, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial*, FMI, no se presentan los pronósticos del personal técnico sobre la inflación del IPC. Tras una declaración de censura emitida por el FMI el 1 de febrero de 2013, la divulgación pública de un nuevo IPC nacional a más tardar a fines de marzo de 2014 fue una de las medidas especificadas en la decisión del Directorio Ejecutivo del FMI de diciembre de 2013 en la que se solicitaba a Argentina que abordara la calidad de los datos oficiales de su IPC. El 6 de junio de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado a finales de marzo de 2014 y las medidas iniciales adoptadas por las autoridades argentinas para abordar las imprecisiones en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar este tema conforme al calendario especificado en diciembre de 2013 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

⁵ Las relaciones con el PIB se basan en las series del PIB de "base 1996".

⁶ Datos correspondientes al año fiscal.

⁷ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

⁸ Promedio simple de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela. La serie del IPC excluye a Argentina.

⁹ Promedio simple de Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

¹⁰ Promedio simple de Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los Estados miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

¹¹ Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.

¹² La Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés) incluye a Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas, así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

