

Ciclos económicos y vulnerabilidad externa en América Latina

Programa de Fortalecimiento de Capacidades
para la Gestión de Deuda Pública – PDP-CEMLA



Ciclos económicos y vulnerabilidad externa en América Latina

Ciclos económicos y vulnerabilidad externa en América Latina

Programa de Fortalecimiento
de Capacidades para la Gestión
de Deuda Pública¹
PDP-CEMLA

2018

¹ Programa financiado por la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos del Gobierno de Suiza (SECO).

Luis Carlos Jemio Mollinedo
Carlos Gustavo Machicado Salas
Jaime Coronado Quintanilla

D.R. © 2018, *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, Durango 54, colonia Roma Norte, delegación Cuauhtémoc, 06700, Ciudad de México, México. Derechos reservados conforme a la ley. *Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático, la fotocopia o la grabación, sin la previa autorización por escrito de la Dirección General del CEMLA.*

Coordinación editorial realizada por la Gerencia de Servicios de Información del CEMLA.

Primera edición, 2018
ISBN: 978-607-8582-06-8 (electrónico)
978-607-8582-05-1 (impreso)
Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

CONTENIDO

Prefacio	vii
Resumen	1
1. Introducción.....	3
2. América Latina y los ciclos económicos mundiales.....	7
2.1 Volatilidad de precios de materias primas	9
2.2 Choques de precios externos y exportaciones.....	11
2.3 Flujos de inversión extranjera directa hacia América Latina.....	19
2.4 Deuda externa total	22
2.5 Remesas del exterior.....	29
2.6 Donaciones.....	31
3. Efectos de los ciclos económicos externos en el desempeño económico de la región	33
3.1 Balanza de pagos.....	33
3.2 Reservas internacionales	36
3.3 Crecimiento económico	39
3.4 Efecto del crecimiento en el empleo.....	41
3.5 Comportamiento del tipo de cambio real.....	44
3.6 Finanzas públicas.....	46

3.6.1 Balance fiscal	47
3.6.2 Deuda pública	49
3.6.3 Costo de la deuda pública.....	53
3.6.4 Sostenibilidad fiscal.....	56
3.7 Deuda externa privada	59
3.8 Sistema financiero	63
3.8.1 Crédito bancario	64
3.8.2 Mora bancaria	66
3.8.3 Regulación y supervisión prudencial para enfrentar los ciclos.....	68
3.9 Resumen de los efectos de los choques externos	69
3.9.1 Periodo de bonanza externa (2004-2011).....	70
3.9.2 Periodo de la posbonanza externa (2012-2015)	75
4. Riesgos y vulnerabilidad de las economías de América Latina en la coyuntura actual.....	81
4.1 Riesgos identificables.....	81
4.1.1 Riesgos externos	84
4.1.2 Riesgos internos	91
4.2 Calificación de riesgo	100
5. Conclusiones y recomendaciones sobre futuros temas de investigación	103
5.1 Ciclos económicos y desempeño económico de la región.....	103
5.2 Riesgos en la coyuntura actual	106
5.3 Futuros temas de investigación.....	108
Anexo A	111
Anexo B: anexo metodológico.....	112
Bibliografía.....	127

Prefacio

Durante los últimos 16 años, el CEMLA ha trabajado activamente en temas relacionados con la gestión y el análisis de deuda pública, logrando una reputación y un reconocimiento internacional que le han permitido coordinar dos programas en este campo: el Programa de Fortalecimiento de Capacidades para la Gestión de Deuda Pública (PDP) y el Fondo de Gestión de Deuda (DMF, por sus siglas en inglés). El primero es un programa propio diseñado por la Coordinación de Deuda del CEMLA que cuenta con el financiamiento de la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos del Gobierno Suizo (SECO), mientras que el segundo es una iniciativa liderada por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional que se implementa con varios socios ejecutores, uno de los cuales es CEMLA.

El objetivo del PDP es apoyar el fortalecimiento de capacidades en el manejo de la deuda pública, colaborando con países de la región para mantener la sostenibilidad de deuda pública y mejorar la gestión macroeconómica, sobre la base de esquemas elaborados a la medida de sus necesidades.

El presente trabajo fue dirigido por Jaime Coronado dentro del marco de las actividades del PDP, con el financiamiento de SECO, y contó con la contribución de Luis Carlos Jemio y Carlos Gustavo Machicado.

Por la naturaleza el Programa, se consideró muy importante determinar los efectos de los ciclos económicos en el comportamiento de las economías de la región en lo que va del presente siglo. Se distinguen dos periodos representativos: el de bonanza del año 2003 al 2011 y el de posbonanza a partir del año 2012.

Asimismo, se pretenden evaluar las condiciones en las cuales se encuentran los países para encarar los choques externos que se han producido en el periodo posterior a la bonanza. La capacidad de enfrentar con mayor éxito los efectos de la parte baja del ciclo económico dependerá de varios factores, como las reservas internacionales acumuladas, el grado de apreciación o depreciación del tipo de cambio real, las condiciones de sostenibilidad externa y fiscal en que se encuentren los países, la exposición del sistema financiero, el grado de apertura externa de la economía, y la naturaleza y el tamaño del crecimiento económico.

En el documento se aporta una caracterización inicial de los riesgos y el grado de exposición por país, provenientes del entorno externo e interno. Entre los externos sobresalen la volatilidad en los precios de las materias primas, el menor crecimiento de economías avanzadas y emergentes respecto a las estimaciones, el aumento de las tasas de interés internacionales y la volatilidad de los mercados financieros. Por su parte, entre los riesgos internos resaltan la sostenibilidad fiscal y de la deuda pública, la insuficiencia de políticas de ajuste macroeconómico a las nuevas condiciones externas, la volatilidad en el sistema financiero nacional y los factores políticos internos.

Esta caracterización inicial de los riesgos invita a su refinamiento metodológico y la actualización periódica en un entorno económico cambiante donde van surgiendo nuevos retos, por ejemplo, aquellos relacionados con políticas comerciales más restrictivas, cuya materialización se dio después del periodo en estudio.

Resumen

En este documento se analizan los ciclos económicos que han marcado el comportamiento de las economías de América Latina y el Caribe en los últimos 15 años, en cada país en particular y en la región en su conjunto. Estos ciclos han estado marcados por alzas y caídas de los precios internacionales de las materias primas que exportan los países de la región, la volatilidad de los flujos de inversión extranjera directa, el endeudamiento externo y el servicio de la deuda externa, además de las remesas y donaciones del exterior. Así también, estos ciclos han incidido en el desempeño de las economías, en cuanto a los resultados externo, fiscal, de endeudamiento público, de tipo de cambio, de crecimiento y de desempeño del sistema financiero. Se observa que, en general, los países de la región han mejorado su desempeño económico durante el periodo de bonanza externa, después de un periodo de crisis económica vivido a principios del milenio. Prácticamente, todos los países han mejorado sus indicadores económicos durante este periodo. Sin embargo, durante la posbonanza, que se inicia en 2012 y toma mayor fuerza a partir de 2014, se han producido choques externos negativos, lo que ha empezado a afectar el desempeño económico de la región. Se verifica también que no todos los países están en una situación igual para hacer frente a estos choques. Se identifican los principales riesgos externos e internos a los que están expuestos los diferentes países en la coyuntura actual, y se evalúa el grado de exposición de cada uno de ellos a los diversos riesgos.

1. Introducción

América Latina atravesó en diferentes momentos de su historia por episodios de crisis económica y financiera. Durante el decenio de los ochenta, la región enfrentó la crisis de la deuda externa pública, y a finales del siglo XX y principios del XXI, la crisis estuvo caracterizada por una combinación de dificultades bancarias y cambiarias. En ambos episodios, las crisis fueron precedidas por situaciones de auge, determinadas por abundante ingreso de recursos externos y expansión interna del gasto.

A partir de la segunda mitad del decenio de los dos mil, América Latina enfrentó una coyuntura externa muy favorable de altos precios de las materias primas, producto del rápido crecimiento de las economías emergentes, en especial de China. El aumento en los precios de materias primas benefició principalmente a países que producen y exportan materias primas, en especial las provenientes de los sectores extractivos. Sin embargo, los países exportadores de bienes agropecuarios también se beneficiaron de los precios altos en los mercados internacionales, aunque en menor magnitud.

Además, la política monetaria seguida por el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos de flexibilización cuantitativa generó elevados montos de liquidez en los mercados financieros internacionales, lo que incentivó un aumento de flujos financieros hacia la región, tanto en el sector público como en el privado. Estos flujos financieros tomaron varias modalidades: inversión extranjera directa y de cartera, colocación de bonos corporativos y bonos del sector público, y deuda pública con organismos multilaterales y bilaterales.

El aumento en los flujos de recursos externos hacia los países de la región, ya sea a través de la balanza comercial o de la cuenta de capitales y financiera, ha tenido canales específicos de transmisión

hacia el interior de las economías de la región, incluyendo la acumulación de reservas internacionales, la expansión monetaria, la mayor inflación y la apreciación cambiaria, el crecimiento del crédito del sistema financiero, el mayor endeudamiento privado (hogares y corporaciones), la mayor demanda interna, el mayor monto de importaciones y la especialización en las exportaciones de materias primas. Esta bonanza ha permitido a los países logros macroeconómicos relevantes, como revertir las posiciones de déficit externo y fiscal, acumular reservas internacionales, reducir la deuda externa pública, lograr un mayor crecimiento, aumentar el empleo y reducir la pobreza.

Sin embargo, a partir de 2014, se observa un cambio en las condiciones de la economía mundial, el cual se prevé que tendrá un efecto considerable en el desempeño de las economías de la región. La desaceleración en el crecimiento de las economías emergentes, en especial de China, y las tendencias observadas en la oferta y demanda mundiales de energía, han producido una caída en los precios de las materias primas que exporta la región (*The Economist*, 2013). Esto ha tenido y tendrá en el futuro un efecto en las economías que exportan materias primas, pero podría beneficiar, en algunos casos, a otros países que las importan.

Los signos de recuperación de la economía de Estados Unidos, junto al cambio de la política monetaria seguida por la Reserva Federal que da fin a la política de expansión o flexibilización cuantitativa con el alza de tasas de interés de corto plazo, resultarán seguramente en aumento de las tasas de interés internacionales y fortalecimiento del dólar. Es probable que esto genere salida de capitales de la región y encarecimiento de la deuda contraída durante los últimos años.

Los cambios que están ocurriendo en la economía mundial tendrán, sin duda, un efecto considerable en los países de América Latina. La caída en los ingresos de exportación y la reversión de los flujos de capital incidirán en los equilibrios externo y fiscal, y en la actividad económica. Sin embargo, no todos los países experimentarán dichos efectos en forma similar. La magnitud de estos efectos dependerá de variables tales como: el peso de las materias primas en las exportaciones del país, el monto del endeudamiento

interno y externo, tanto del sector público como del sector privado, la cantidad de reservas internacionales acumuladas, los balances externo y fiscal resultantes después de los choques, la magnitud de los ajustes requeridos, la flexibilidad cambiaria y el grado de exposición de los sistemas financieros.

Estos ciclos han estado marcados por las alzas y caídas de los precios internacionales de las materias primas que exporta la región, los flujos de inversión extranjera directa y de endeudamiento externo, el comportamiento de las tasas de interés internacionales, además de las remesas y donaciones del exterior. También han incidido en el desempeño de las economías, en cuanto a los resultados externo, fiscal, de endeudamiento público, del tipo de cambio, del crecimiento y del empleo. En general, se observa que los países de la región han mejorado su desempeño económico durante el periodo de bonanza externa, después de la crisis económica a principios del siglo XXI. Prácticamente, todos los países han mejorado sus indicadores económicos durante este lapso. Sin embargo, durante el periodo de posbonanza, que se inició en 2012 y tomó mayor fuerza a partir de 2014, se han producido choques externos negativos, lo que ha empezado a afectar el desempeño económico. Ciertamente, los ciclos no han afectado de la misma forma a todos los países y esto ha dependido de varios factores, incluidos el peso de los sectores de materias primas en las exportaciones totales de los países y las políticas fiscal, monetaria y cambiaria aplicadas por cada uno de ellos.

El objetivo del presente documento es determinar los efectos de estos ciclos económicos en el comportamiento de las economías de la región, y a partir de este análisis determinar el grado de vulnerabilidad de los países de América Latina y el Caribe a los choques externos que han empezado a afectar a la economía mundial y comienzan a transmitirse a las economías de la región. Asimismo, este estudio pretende evaluar las condiciones en las cuales se encuentran los países para enfrentar los choques externos que se han producido en el periodo de posbonanza. La capacidad de enfrentar con mayor éxito los efectos de la parte baja del ciclo económico dependerá de varios factores, como las reservas internacionales acumuladas, el grado de apreciación o depreciación del tipo de cambio

real, las condiciones de sostenibilidad externa y fiscal en que se encuentre cada país, el grado de exposición del sistema financiero, el grado de apertura externa de la economía y la naturaleza y el tamaño del crecimiento económico.

El documento concluye que el grado de vulnerabilidad dependerá de las condiciones en las que se encuentran los países para afrontar los choques externos. Con este fin, se realiza un análisis detallado de los ciclos económicos que han marcado el comportamiento de las economías en los últimos 15 años, en cada país y en la región en su conjunto; asimismo, se estudian los efectos que estos ciclos han tenido en las variables macroeconómicas clave, como la balanza de pagos, las reservas internacionales, el crecimiento económico y el empleo, el tipo de cambio, las finanzas y el endeudamiento público, la deuda privada y el sistema financiero.

Sobre la base del análisis previo, el documento presenta una evaluación de los principales riesgos que enfrentaría la región en el futuro, en un contexto en el cuál el superciclo de materias primas llegó a su final. Se identifican riesgos externos e internos, y se determina el grado de exposición de cada país a cada uno de estos riesgos.

2. América Latina y los ciclos económicos mundiales

El periodo de bonanza externa por el que atravesó América Latina ha producido efectos macroeconómicos decisivos. El aumento en los flujos de recursos externos hacia los países de la región, ya sea a través de la balanza comercial o de la cuenta de capitales y financiera, se ha transmitido al interior de las economías por medio de distintos mecanismos, como la acumulación de reservas internacionales, la expansión monetaria, la mayor inflación y la apreciación cambiaria, el crecimiento del crédito del sistema financiero, el mayor endeudamiento privado (de hogares y empresas), la mayor demanda interna, el mayor monto de importaciones y la especialización en exportaciones de materias primas.

A partir de 2012, se observa un cambio en las condiciones de la economía mundial que ha comenzado a tener efectos cruciales en el desempeño de las economías de la región. La desaceleración en el crecimiento de las economías emergentes, en especial de China, y las tendencias observadas en la oferta y la demanda de energía en el mundo han causado una caída súbita en los precios de las materias primas que exporta la región. Esto afectará principalmente a las economías latinoamericanas que exportan materias primas, pero podría beneficiar a otros países que las importan. El superciclo vivido de 2005 a 2011 representó una situación histórica excepcional, y más bien la caída de los precios actuales podría considerarse como un retorno a las tendencias normales de largo plazo.

Por otra parte, los signos de recuperación de la economía de Estados Unidos y el cambio observado en la política monetaria seguida por la Reserva Federal tenderán a aumentar las tasas de interés y a fortalecer el dólar. Esto probablemente generará una

salida de capitales de la región, encareciendo la deuda contraída durante los últimos años, lo que tenderá a generar efectos recesivos en los países.

En el resto de la sección 2, se analizan las principales características de los ciclos económicos por los que atravesaron las economías de la región y los choques externos que se manifestaron en aumentos y caídas en los precios de exportación y los términos de intercambio, los flujos de capitales a la región, en la forma de inversión extranjera directa (IED) o de endeudamiento externo, y otro tipo de transferencias externas que beneficiaron a algunos países, como remesas y donaciones. En la sección 3, se analizan los efectos de la bonanza externa en el comportamiento de sectores y variables macroeconómicas importantes: balanza de pagos y reservas internacionales, tipo de cambio real, crecimiento económico y empleo, finanzas y deuda pública, y sector financiero.

Para el análisis de los choques externos, así como de sus efectos en la economía regional, se abarca el periodo de 2000-2015, el cual se divide en tres subperiodos:

- » El periodo 2000-2003, previo a la bonanza externa, en el cual la región fue afectada por la crisis financiera que se originó en el Sudeste Asiático, que causó precios de exportación bajos, reversión de los flujos financieros internacionales, caídas en las tasas de interés internacionales, desaceleración del crecimiento económico, elevados déficits externo y fiscal, depreciaciones cambiarias y crisis financiera, caracterizada por aumentos en la mora bancaria y contracción del crédito.
- » El periodo 2004-2011 corresponde a los años de bonanza externa de altos precios de materias primas de exportación, aumento en los flujos de IED hacia la región, crecimiento económico, reversión de los desequilibrios externo y fiscal, apreciación cambiaria, caída del endeudamiento, acumulación de reservas y recuperación de la estabilidad del sistema financiero.
- » El periodo 2012-2015, referido a la posbonanza, se caracteriza por la caída en los precios de materias primas de

exportación, el aumento en los desequilibrios externo y fiscal, la baja de las reservas internacionales y el incremento del endeudamiento externo, y las depreciaciones cambiarias. Los efectos de los choques externos ocurridos en este periodo aún están en proceso y se verán a mediano y largo plazos.

2.1 Volatilidad de precios de materias primas

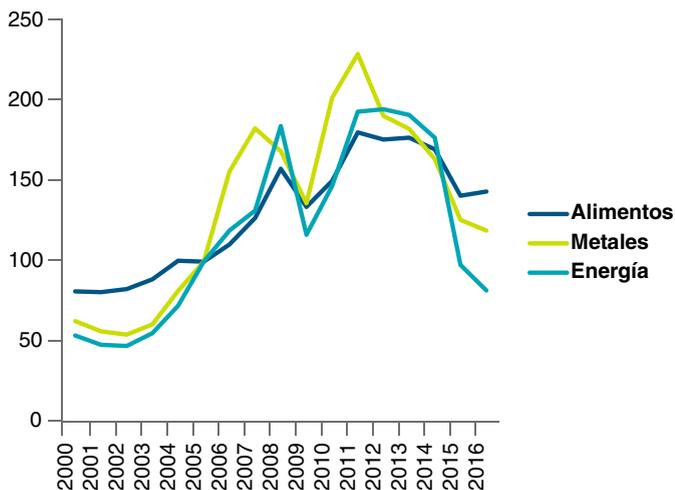
En el último decenio la economía mundial ha experimentado cambios significativos que han modificado las relaciones de comercio y los patrones de crecimiento de las regiones del mundo. Diversos analistas, entre ellos Ocampo (2008), identifican al rápido crecimiento de China y las políticas monetarias seguidas por el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos como los principales causantes de estos cambios. Estos fenómenos han generado un crecimiento sin precedente en los precios mundiales de las materias primas y unas condiciones financieras externas excepcionales, lo que ha beneficiado en especial a los países que exportan materias primas.

El gráfico 1 y el cuadro 1 muestran que los precios de las materias primas en su conjunto, de acuerdo con la información del Fondo Monetario Internacional, aumentaron 197.1% en el periodo 2004-2011. Los precios de los minerales y de los energéticos mostraron los mayores incrementos. En este periodo, los precios de los minerales subieron 284% y los de la energía 250.7%. El precio del petróleo subió 261.8%, llegando en 2008 y 2012 a máximos históricos. Los precios de los alimentos también aumentaron, aunque en una menor proporción (105.4%). Los precios de materias primas se incrementaron en forma continua durante este periodo, aunque se produjo una caída generalizada en 2009, como resultado de la crisis financiera internacional que arreció a partir del último trimestre de 2008. Después de experimentar esta caída temporal en 2009, los precios de materias primas se recuperaron a partir de 2010, llegando incluso a ser más elevados que antes de la crisis financiera internacional.

A partir de 2012, como resultado de la desaceleración de la economía mundial, el superciclo de precios altos de materias primas habría llegado a su fin. Entre 2012 y 2016, los precios de

GRÁFICA 1

PRECIOS MUNDIALES DE MATERIAS PRIMAS, 2000-2016 Índice, año base 2005 = 100



Fuente: elaborada con información de la página web del Fondo Monetario Internacional (IMF Primary Commodity Prices).

las materias primas en su conjunto experimentaron una caída de 48.3%. Las mayores caídas se dieron en los precios de la energía, que durante este periodo se redujeron 57.8%. El precio del petróleo (WTI) cayó de un promedio anual de 94.72 dólares estadounidenses en 2011 a 43.23 dólares en 2016 (54.4% de caída). Además, como se muestra en la gráfica 1, si bien las caídas de precios de materias primas comenzaron en 2012, los mayores desplomes se dieron en 2015 y 2016, en especial para los alimentos y energéticos.

CUADRO 1

PRECIO MUNDIAL DE MATERIAS PRIMAS

Variación porcentual acumulada¹

	<i>2000-2003</i>	<i>2004-2011</i>	<i>2012-2016</i>
Total de materias primas	3.1	197.1	-48.3
Alimentos	9.2	105.4	-21.1
Azúcar	10.8	75.2	-26.7
Café	-9.0	202.7	-18.9
Banano	-11.1	160.8	2.4
Soya	27.4	110.1	-26.0
Metales	-3.2	284.0	-48.8
Zinc	-26.6	168.3	-5.9
Estaño	-10.0	445.2	-32.7
Plomo	13.2	373.5	-23.3
Cobre	-1.9	402.3	-45.5
Energía	2.9	250.7	-57.8
Gas natural	0.9	200.0	-58.4
Petróleo	2.3	261.8	-58.9
Carbón	2.6	204.6	-46.2

¹Las variaciones porcentuales presentadas en este cuadro y en otros del presente documento corresponden a las observadas durante los periodos 2004-2011 y 2012-2016, y han sido calculadas respectivamente dividiendo los datos de 2011 entre los de 2003 y los datos de 2016 entre los de 2011.

Fuente: elaborado con información de la página web del Fondo Monetario Internacional (IMF Primary Commodity Prices).

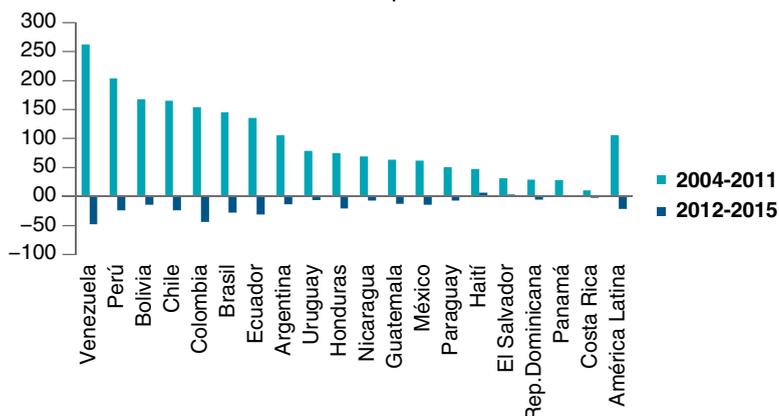
2.2 Choques de precios externos y exportaciones

El significativo incremento de los precios de materias primas, ocurrido durante el periodo 2004-2011 para minerales y 2004-2014 para alimentos y energía, tuvo consecuencias en los precios y en los ingresos por exportaciones de los países de la región. Sin embargo, no todos los países se beneficiaron de igual manera de dicho

GRÁFICA 2

PRECIOS DE EXPORTACIÓN EN AMÉRICA LATINA DURANTE LOS PERIODOS 2004-2011 Y 2012-2015

Variación porcentual



Fuente: elaborada con información de la página web de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

aumento en los precios. Como puede observarse en la gráfica 2, en promedio, los precios para América Latina en su conjunto aumentaron 100% durante el periodo 2004-2011, pero hubo un amplio rango de variación de precios para los diferentes países. Venezuela fue el país que tuvo el mayor incremento de precios (263%), mientras que, para Costa Rica, los precios de exportación sólo aumentaron 11 por ciento.

La tendencia de incremento de precios tuvo su punto de inflexión a partir de 2012. De 2012 a 2015 los precios de exportación de América Latina en su conjunto se contrajeron 21.7%. Esta tendencia continuó durante 2016, aunque se observa una recuperación de algunos precios hacia finales de este año, tal como se evidencia en la gráfica 1.

Algunas conclusiones pueden derivarse de la gráfica 2 y del cuadro 2. En primer lugar, los países de Sudamérica se han beneficiado de mayores incrementos de precios que los países de Centroamérica, Norteamérica y el Caribe.

Entre los países que se beneficiaron de mayores incrementos en sus precios de exportación, con variaciones superiores al 100% durante el periodo 2004-2011, están Venezuela, Perú, Bolivia, Chile, Colombia, Brasil, Ecuador y Argentina. De estos, como se muestra en el cuadro 2, sólo en las exportaciones de Brasil y Argentina hay una incidencia de las materias primas provenientes de sectores extractivos menor que el 40%. Los países con mayor participación de hidrocarburos y minerales en sus exportaciones muestran los mayores incrementos.

Entre los países con aumentos medios de precios de exportación, menores que el 100% y mayores que el 50% para este periodo, están Uruguay, Honduras, Nicaragua, Guatemala, Paraguay y México. De estos, sólo Honduras, Nicaragua y Paraguay tienen una participación de productos agroindustriales cercana al 40% en sus exportaciones, mismas que tuvieron aumentos menores de precios durante el auge de estos en materias primas. Dichos países muestran una incidencia baja de la minería y los hidrocarburos en sus exportaciones.

Entre los países con aumentos bajos en los precios de exportación, por debajo del 50% para este periodo, están El Salvador, la República Dominicana, Panamá y Costa Rica. Estos países también mostraron una baja participación de los productos agroindustriales en sus exportaciones (por debajo del 20% del total exportado en promedio) y prácticamente nula de productos provenientes de la minería e hidrocarburos.

El cuadro 2 presenta la estructura de las exportaciones de los países de la región para el periodo 2004-2011 (el de bonanza). Los productos extractivos tienen un peso alto en países como Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador y Perú. Los países centroamericanos y del Caribe, por otra parte, carecen de recursos provenientes de los sectores extractivos, y sus exportaciones dependen en mayor medida de los productos relacionados con las actividades agropecuarias y agroindustriales, como es el caso de Costa Rica, Guatemala, Honduras y Nicaragua. Adicionalmente, Argentina, Costa Rica, El Salvador, México, Nicaragua y Panamá tienen una participación alta de productos de la manufactura, en algunos casos son de alta tecnología y de la industria pesada.

CUADRO 2

**COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES POR PAÍS
EN PROMEDIO, 2004-2011**
Porcentaje del total

	<i>Agroindustria</i>	<i>Extractivas</i>	<i>Manufacturas</i>	<i>Servicios</i>	<i>Total</i>
Argentina	12.5	8.0	26.6	0.0	47.1
Bolivia	1.8	69.8	11.6	0.0	83.1
Brasil	10.2	14.9	13.5	0.0	38.5
Chile	6.3	57.2	6.8	0.0	70.3
Colombia	11.5	42.5	6.5	0.0	60.6
Costa Rica	16.7	0.0	38.3	0.0	55.1
Ecuador	22.0	53.3	6.5	0.0	81.7
El Salvador	5.5	0.2	46.5	0.0	52.2
Guatemala	17.9	7.6	17.3	0.0	42.7
Honduras	40.1	6.4	16.7	0.0	63.3
México	0.0	13.2	36.1	0.0	49.3
Nicaragua	38.1	0.0	30.2	0.0	68.2
Panamá	19.4	0.0	37.6	0.0	56.9
Paraguay	44.4	0.0	30.6	7.5	82.4
Perú	2.8	45.1	11.1	0.0	59.0
Uruguay	21.5	0.0	32.5	0.0	54.0
Venezuela	0.0	74.8	0.7	0.0	75.5

No se incluye a la República Dominicana en este cuadro, ya que no se encontró información en la fuente utilizada para calcular los datos presentados.

Fuente: elaborado con información de la página web de la CEPAL. La información considera el peso de los 10 productos de exportación más importantes para cada año del periodo, razón por la cual la suma no es igual a 100 por ciento.

La gráfica 3 muestra una relación positiva entre el peso de los productos primarios en las exportaciones de los países (agropecuarios y extractivos) y la magnitud del aumento en el precio de las exportaciones de cada país. Por lo tanto, los países con mayor peso de las exportaciones de materias primas, especialmente aquellas con origen en los sectores extractivos, presentan también los mayores incrementos de precios. Es de esperar también que sean estos países los que tengan las mayores caídas de precios de exportación, en especial a partir de 2015, como consecuencia de la caída de precios de materias primas. Por el contrario, los países con menor peso de las materias primas en sus exportaciones también presentan los menores incrementos en los precios de sus exportaciones.

Los países por encima de la línea de regresión tienen precios mayores que los esperados, dada su concentración en materias primas, como es el caso de Venezuela, Perú, Brasil y Argentina. En ese sentido, países como Bolivia, Chile, Colombia, Uruguay, México, Guatemala y El Salvador tienen crecimientos de precios muy cercanos a los que su grado de concentración de productos primarios predice. Ecuador, Nicaragua, Honduras, Paraguay, Panamá y Costa Rica representan una excepción. El caso de Paraguay es particular dado su alto grado de concentración de exportaciones de electricidad a precios que no responden proporcionalmente al incremento de los precios del petróleo.

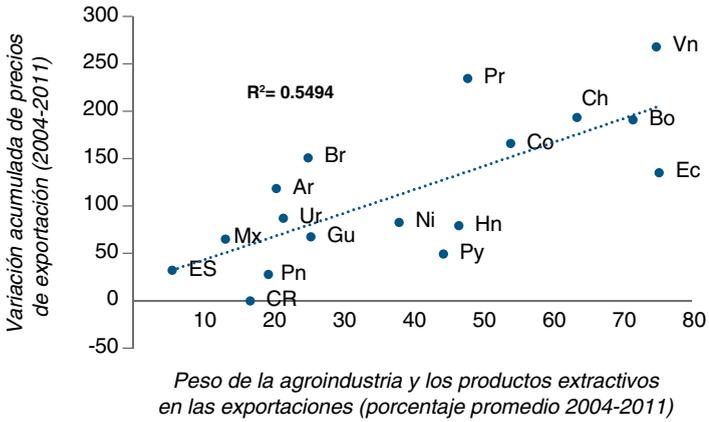
Si bien, el aumento en los precios de las exportaciones fue una variable fundamental para explicar el crecimiento de las exportaciones en los países de la región, no siempre los países con mayores incrementos de precios lograron los mayores crecimientos en el valor exportado. Con pocas excepciones, todos los países de la región mostraron también aumentos relevantes en los volúmenes exportados, aprovechando las condiciones favorables de la demanda externa (ver la gráfica 4).¹

¹ La gráfica 4 presenta, en el eje vertical, la variación porcentual total del valor de las exportaciones para cada país; y en el eje horizontal, la variación porcentual total de precios de exportación para el periodo 2004-2011, por lo que la desviación con respecto a la línea de 45 grados representa para cada país la variación porcentual en las cantidades exportadas.

GRÁFICA 3

PRECIOS Y ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES EN AMÉRICA LATINA, 2004-2011

Variación porcentual

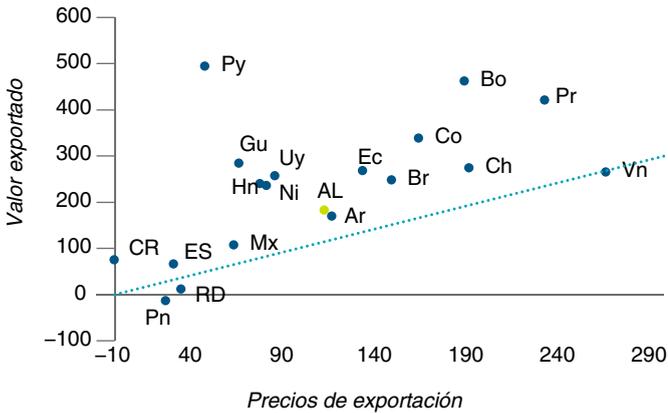


Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL.

GRÁFICA 4

VALOR Y PRECIOS DE EXPORTACIONES EN AMÉRICA LATINA, 2004-2011

Variación porcentual



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL.

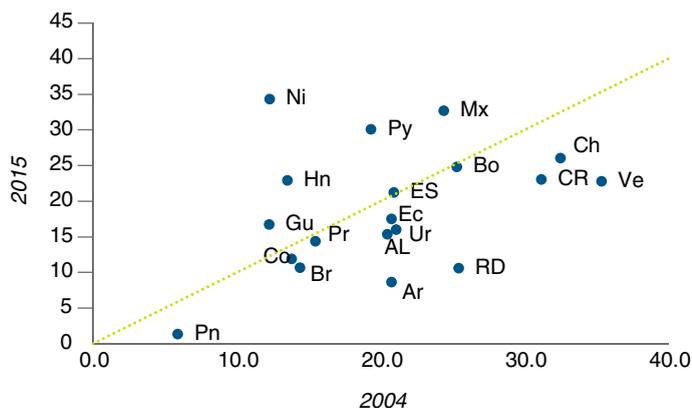
Paraguay, que se benefició relativamente poco del auge de precios mundiales de materias primas, aumentó en forma notable sus volúmenes exportados, llegando a ser el país con el mayor porcentaje de crecimiento en la región. Sin embargo, al igual que Bolivia, aumentó de modo considerable el volumen de sus exportaciones, gracias a los proyectos que ejecutó antes del auge de precios, como la expansión de Iguazú en Paraguay y la construcción del gasoducto a Brasil en el caso de Bolivia. Por el contrario, Venezuela fue el país con mayor incremento de precios de exportación, pero sus volúmenes exportados permanecieron estancados, por lo que el crecimiento de los valores exportados se explica por el efecto de los precios. Este factor hace que Venezuela sea más vulnerable que Paraguay a los choques negativos de precios de materias primas, como los que han empezado a experimentar América Latina. Bolivia, Perú y Colombia, que se beneficiaron en forma relevante del incremento en los precios de exportación, también mostraron aumentos en los volúmenes exportados, lo que reduce su vulnerabilidad a los choques negativos de precios. Sin embargo, cuando la elasticidad de precio de las exportaciones es mayor que 1, como la de minerales, mayores precios permiten realizar proyectos con mayor costo de explotación y se vuelven inviables una vez que los precios caen. Chile, Brasil y Ecuador, que también mostraron aumentos relevantes en los precios, muestran incrementos de volúmenes relativamente bajos.

Entre los países con incrementos relativamente bajos de precios de exportaciones pero con aumentos altos en volúmenes están Guatemala, Uruguay, Nicaragua, Honduras y Argentina. Finalmente, los países con bajos aumentos de precios y de volúmenes, y por lo tanto con bajo crecimiento en sus valores exportados, son México, Costa Rica, El Salvador y la República Dominicana.

Las tendencias observadas en los precios y valores de exportación durante el periodo de bonanza incidieron en el grado de apertura externa de la economía de los países de la región, la cual se mide por la relación de exportaciones a PIB. Como puede observarse en la gráfica 5, a pesar de que la bonanza externa aumentó el valor exportado por la región, América Latina en su conjunto redujo este indicador de 20% en 2004 a 15% en 2014. Esto se debe a que países con economías grandes como Brasil, Argentina, Venezuela y Chile presentaron en

GRÁFICA 5

GRADO DE APERTURA EXTERNA EN AMÉRICA LATINA Relación de exportaciones/PIB



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL.

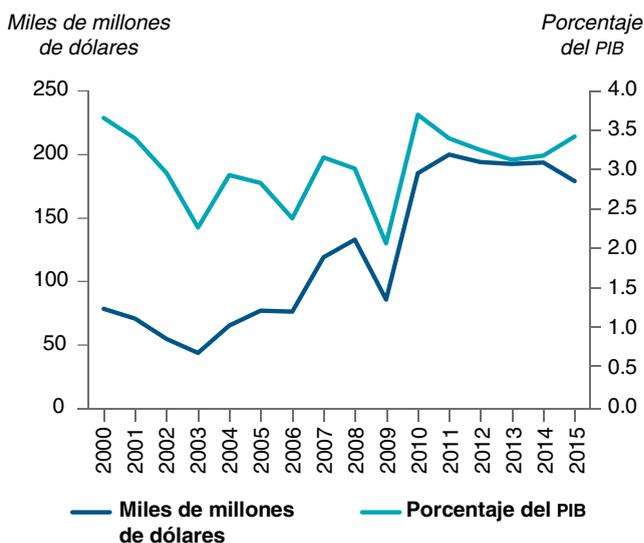
2014 relaciones de exportaciones a producto interno bruto (PIB) más bajas que las que tenían en 2004. Otros países con economías pequeñas que presentaron una reducción en este indicador fueron Costa Rica, Uruguay, la República Dominicana y Panamá.

El tipo de cambio real también tiene una incidencia en la dinámica de apertura. Una economía en la que el tipo de cambio real se aprecia de manera significativa mostrará un incremento del PIB medido en dólares, lo que la hace parecer una economía más cerrada. Esto es claro en Venezuela, donde el PIB medido en dólares al cambio oficial crece desmedidamente, lo que la muestra como una economía que hubiese reducido su participación externa pese al tremendo incremento en precios de exportación que experimentó.

Solamente México, país con una economía grande, muestra un aumento en este indicador. Los países con economías pequeñas que aumentaron este indicador entre 2004 y 2015 fueron Nicaragua, Paraguay, Honduras y Guatemala. Colombia, Perú, El Salvador y Bolivia mantuvieron constante su grado de apertura externa.

GRÁFICA 6

FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA HACIA AMÉRICA LATINA



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Banco Mundial.

2.3 Flujos de inversión extranjera directa hacia América Latina

La bonanza externa que experimentó América Latina a partir de la segunda mitad del decenio de los dos mil hizo que la región se volviera atractiva para los flujos de inversión extranjera directa (IED). Los flujos de IED aumentaron de 62,100 millones de dólares (3.08% del PIB), como promedio anual durante el periodo 2000-2003, a 117,800 millones de dólares (2.94% del PIB) para el periodo 2004-2011 (ver gráfica 6). Con excepción de la caída ocurrida en 2009, debido a la crisis financiera internacional, los flujos de IED hacia América Latina aumentaron de manera constante a partir de 2007, llegando en 2011 a su punto más elevado de 200,000 millones de dólares (3.4% del PIB). A partir de 2013, se observa una caída que llega en 2015 a 179,000 millones de dólares. Sin embargo, en promedio, los montos de IED para el periodo 2012-2015 se mantienen elevados en comparación con los observados en los periodos 2000-2003 y 2004-2011.

Con excepción de Venezuela, en todos los países de la región se incrementaron los flujos de IED, en términos absolutos, en el periodo 2004-2011 en relación con el periodo 2000-2003, aunque se observa una caída cuando estos flujos se miden como porcentaje del PIB (véase el cuadro 2). Esto se explica porque el PIB regional, medido en dólares, creció a tasas más elevadas que los flujos de IED. En Bolivia, por ejemplo, se observa la mayor caída en los flujos de IED, medidos como porcentaje del PIB, de 5.17 puntos. Ecuador, Venezuela y México, que también cuentan con abundantes recursos en los sectores extractivos, experimentaron caídas en los flujos de IED, medidos como porcentaje del PIB, aunque a tasas menores. En algunos países, parte de la explicación de esta caída se debe a un clima de negocios poco favorable para atraer flujos de IED. Por el contrario, en Chile, Costa Rica, Panamá, Uruguay y Perú los flujos de IED crecieron en más de 2% del PIB en promedio por año entre estos dos periodos. En el caso de Panamá, la ejecución del proyecto del canal interoceánico explica este incremento, mientras que en Chile, Costa Rica, Uruguay y Perú, la aplicación de políticas favorables para atraer IED benefició su llegada. Otros países donde aumentaron los flujos de IED fueron Nicaragua, Haití, Honduras, Paraguay, Guatemala, Colombia y la República Dominicana. Con excepción de Colombia, ninguno de estos países tiene abundantes recursos naturales en los sectores extractivos, por lo que este aumento se debió a condiciones internas favorables para la IED y a las oportunidades de mercado, en algunos casos debido a los acuerdos comerciales firmados con Estados Unidos y la Unión Europea. Por otra parte, la República Popular de China se ha convertido en una creciente fuente de IED para América Latina y el Caribe. Los flujos de IED provenientes de este país han aumentado de manera significativa en los últimos cinco años, aunque desde un monto inicial pequeño. De acuerdo con la Heritage Foundation, los flujos de IED china hacia América Latina fueron en total de 84,000 millones de dólares de 2010 a 2015.

Durante el periodo 2012-2015, los flujos de IED hacia la región en términos absolutos tendieron a estancarse e incluso a caer en algunos años. Sin embargo, medidos como promedio anual, estos se mantuvieron en un valor mayor al observado en el periodo 2004-2011. En términos absolutos, se observan aumentos en los flujos de IED en prácticamente todos los países de la región. Sin embargo, medidos como porcentaje del PIB, se observan caídas en Argentina, Chile, Ecuador, El Salvador, Honduras, México y Uruguay.

CUADRO 3

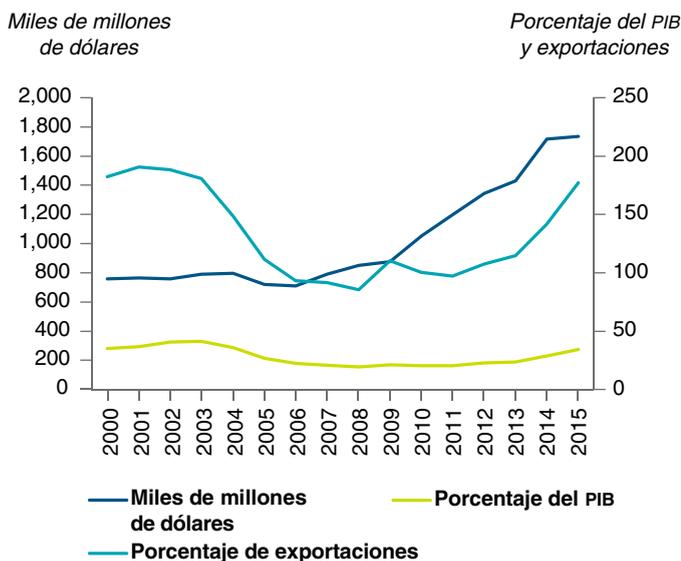
FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA HACIA AMÉRICA LATINA

	Flujos de IED (promedio en millones de dólares)						Flujos de IED (porcentaje promedio del PIB)		Variación de IED (porcentaje del PIB)
	2000-2003	2004-2011	2012-2015	2000-2003	2004-2011	2012-2015	2000-2003	2012-2015	
Argentina	4,096	7,164	10,547	1.81	2.28	1.81			-0.47
Bolivia	578	359	992	7.09	1.92	3.34			1.42
Brasil	20,493	43,404	81,939	3.52	2.58	3.69			1.10
Chile	3,986	15,573	20,770	5.27	8.80	7.95			-0.85
Colombia	2,208	8,583	14,826	2.26	4.06	4.21			0.15
Costa Rica	526	1,669	2,965	3.06	5.68	6.06			0.37
Ecuador	542	535	847	1.88	1.04	0.86			-0.18
El Salvador	266	493	429	1.89	2.54	1.49			-1.05
Guatemala	299	666	1,287	1.55	1.86	2.26			0.40
Haití	9	81	131	0.29	1.36	1.58			0.22
Honduras	341	780	1,116	4.42	6.06	5.87			-0.20
México	22,679	25,496	32,208	3.26	2.62	2.53			-0.09
Nicaragua	205	456	825	3.93	5.66	7.70			2.05
Panamá	502	1,903	4,087	3.88	8.24	8.79			0.55
Paraguay	70	170	398	1.00	0.89	1.62			0.73
Perú	1,361	5,326	9,229	2.49	4.54	4.65			0.11
República Dominicana	890	1,603	2,361	3.55	3.67	3.74			0.07
Uruguay	295	1,554	2,259	1.98	5.41	4.39			-1.02
Venezuela	2,802	1,976	2,618	2.57	0.91	0.92			0.01
América Latina	62,149	117,792	189,836	3.08	2.94	3.28			0.34

Fuente: elaborado con información de las páginas web de la CEPAL, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

GRÁFICA 7

DEUDA EXTERNA TOTAL EN AMÉRICA LATINA



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Banco Mundial.

2.4 Deuda externa total

Los flujos de deuda externa hacia la región se habían mantenido estancados durante el periodo 2000-2008, por lo que el saldo de deuda externa total, pública y privada, para los países de la región permaneció estable en un promedio alrededor de 727,000 millones de dólares durante todo el periodo. A partir de 2009, se produce un incremento en el endeudamiento externo en los países de América Latina, hasta llegar en 2015 a un saldo de deuda total de 1.7 billones de dólares (ver la gráfica 7). En este año, más del 85% del saldo total de deuda de la región se explica por siete países: Brasil (27.2%), México (24.7%), Argentina (8.4%), Chile (9.2%), Venezuela (7.3%), Colombia (5.9%) y Perú (3.9%).

A pesar de que el saldo de la deuda externa total aumentó de 720,000 millones de dólares en 2000 a 797,000 millones de dólares en 2008, se observa una caída en la relación de deuda a PIB para la región en su conjunto durante ese periodo. Esto se explica por el mayor crecimiento del PIB de la región, expresado en dólares, en comparación con el alza de la deuda externa total. El aumento del PIB en términos de dólares se debió no sólo al crecimiento nominal del PIB, ocasionado por el mayor valor de la producción registrada, sino también a la apreciación cambiaria ocurrida en América Latina durante este periodo, que redujo el valor de la divisa estadounidense en relación con las monedas de los países de la región.

La relación de deuda a PIB para la región en su conjunto se redujo del 35.3% en 2000 al 19.5% en 2008. Durante el periodo 2009-2014, se observa una tendencia al crecimiento de la relación deuda externa-PIB de la región; en 2015 este indicador llega al 33%. Este valor es manejable en términos de sostenibilidad y da a los países de la región un margen de maniobra para afrontar potenciales choques adversos en el futuro. Sin embargo, es relevante considerar que, de ocurrir en el futuro una apreciación del dólar estadounidense en relación con las monedas de la región, el peso de la deuda respecto al PIB de los países tenderá a aumentar.

Otro indicador trascendente para evaluar la carga de la deuda externa en los países es la relación de deuda externa a exportaciones, que mide la capacidad de los países para generar divisas con las cuales honrar sus obligaciones con el exterior. Un estándar internacional para evaluar esta capacidad es que este indicador no supere el umbral del 200%. Como se muestra en la gráfica 7, la región en su conjunto presentaba a principios del milenio un valor muy alto para este indicador, 182.54% en promedio, en el periodo 2000-2003. A partir de 2004, como consecuencia del auge de los precios externos de las exportaciones de América Latina, el valor de este indicador se reduce de modo considerable. Para el periodo 2004-2012, el valor de este indicador es del 99.6%, en promedio, lo que pone a la región en una situación confortable en relación con el peso de la deuda externa. Sin embargo, para los años 2013 a 2015, se observa que este indicador comienza a repuntar nuevamente, en 2015 llega a 172%. Una explicación plausible para

tal comportamiento es la caída en el valor de las exportaciones resultante de los menores precios de exportación en los mercados mundiales, y también del mayor endeudamiento de los países para compensar en parte los menores ingresos externos.

Es notable que, durante el periodo de bonanza externa, hubo una reducción de la deuda externa total, medida como porcentaje del PIB, para prácticamente todos los países de América Latina. La gráfica 8 muestra caídas de la relación deuda-PIB superiores al 50% en el periodo 2003-2011, en países como Argentina (107%), Uruguay (53%), Bolivia (52%) y Nicaragua (53%). Cabe destacar que Bolivia y Nicaragua se beneficiaron de la iniciativa de reducción de la deuda pública multilateral, y obtuvieron grandes disminuciones de su deuda externa con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial. Otros países que observaron reducciones significativas en su acervo de deuda, como porcentaje del PIB, fueron Ecuador (48%), Honduras (44%), Paraguay (40%), Haití (35%), Brasil (27%), Perú (25%), Chile (17%), Colombia (17%) y Venezuela (17%). Costa Rica (8%) y la República Dominicana tuvieron reducciones en el coeficiente de deuda a PIB algo menores. Los países que muestran incrementos en la relación deuda-PIB fueron Guatemala (10%), México (1.7%) y Panamá (105%). El gran aumento en el endeudamiento externo de Panamá se explica por el proyecto de ampliación del Canal de Panamá.

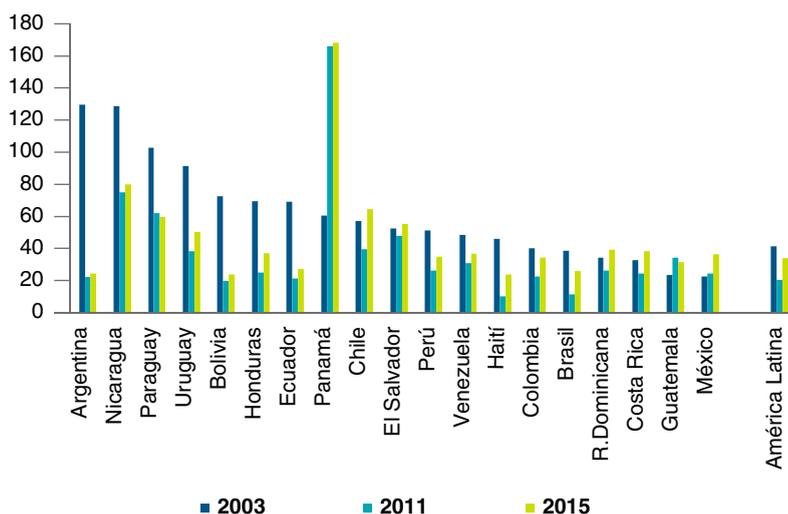
Durante el periodo de posbonanza (2012-2015), el valor del indicador deuda externa-PIB para la región en su conjunto creció 13.7%, y se situó en un 34.1% del PIB para 2015. Con base en información preliminar de algunos países de la región, entre los que se encuentran Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, se observa que la deuda durante 2016 ha aumentado a una tasa superior a la del crecimiento del PIB, por lo que se espera que la relación deuda-PIB para la región se haya incrementado también durante este año.

La bonanza de precios externos de las exportaciones produjo una caída mucho más pronunciada en la relación deuda externa-exportaciones, para la región en su conjunto y para cada uno de los países que la componen (ver la gráfica 9). Durante el periodo 2003-2011, se observaron reducciones significativas en el coeficiente de

GRÁFICA 8

RELACIÓN DE DEUDA EXTERNA A PIB POR PAÍS EN AMÉRICA LATINA, 2003, 2011 Y 2015

Porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Banco Mundial.

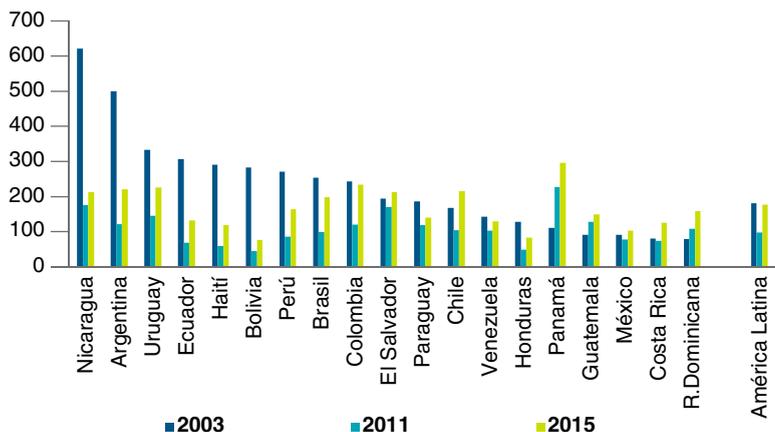
deuda a exportaciones en países como Nicaragua (446%), Argentina (379%), Bolivia (238%), Ecuador (238%), Haití (231%), Uruguay (188%), Perú (184%), Brasil (154%), Colombia (122%), Honduras (79%), Paraguay (68%), Chile (64%), Venezuela (39%) y Costa Rica (6%). Durante este periodo, los países que presentaron aumentos en la relación deuda externa-exportaciones fueron Guatemala (37%), la República Dominicana (28%) y Panamá (116%).

Por otra parte, en el periodo de posbonanza, se observa un aumento en el coeficiente de deuda externa a exportaciones, como consecuencia de la caída en los valores exportados y la mayor necesidad de financiamiento de los países para compensar la pérdida de ingresos externos.

GRÁFICA 9

RELACIÓN DEUDA EXTERNA-EXPORTACIONES POR PAÍSES EN AMÉRICA LATINA, 2003, 2011 Y 2015

Porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios



Fuente: elaborada con información de la página web de Banco Mundial. Para Chile se obtuvo la información de la página web del Banco Central de Chile y para Uruguay de la CEPAL.

En resumen, los factores que primero incidieron en la caída y en el posterior aumento de los coeficientes de deuda externa a exportaciones en la región fueron, principalmente, el aumento (caída) en el valor de las exportaciones, como resultado de las fluctuaciones en los precios de materias primas en los mercados mundiales, el menor (mayor) crecimiento del endeudamiento externo, debido a la mayor (menor) disponibilidad de recursos provenientes de los ingresos de exportación, y, en el caso de los países de menores ingresos, el alivio de deuda obtenido.

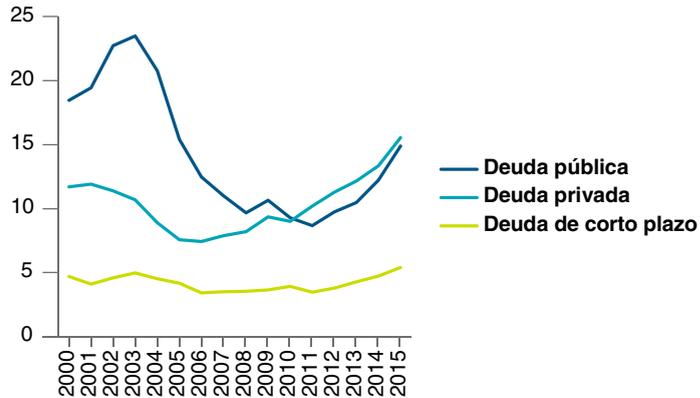
Composición de la deuda externa

Durante el periodo de bonanza externa, se observa un cambio en la estructura de la deuda externa, referido a la participación de los sectores público y privado en el endeudamiento externo total (ver la gráfica 10). En 2005, el 56.8% (15.5% del PIB) de la deuda externa

GRÁFICA 10

COMPOSICIÓN DE DEUDA EXTERNA TOTAL EN AMÉRICA LATINA, 2000-2015

Porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información de la página web de Banco Mundial. Para Chile se obtuvo la información de la página web del Banco Central de Chile y para Uruguay de la CEPAL.

total era pública, solamente el 28.1% (7.7% del PIB) era privada y el 15.2% (4.2% del PIB) deuda de corto plazo.² En 2011, la participación del sector público en la deuda externa total se redujo a 38.5% (8.7% del PIB), la del sector privado aumentó a 46.1% (12.9%) y de la deuda de corto plazo subió ligeramente a 15.4% (5.4% del PIB). En el periodo de posbonanza, el sector público volvió a recurrir al financiamiento externo, como una forma de compensar la menor disponibilidad de recursos, por lo que para 2015 el peso del sector público en el saldo de la deuda externa total subió al 44.1% (14.4% del PIB), el del sector privado disminuyó al 39.4% (12.9% del PIB) y el de la deuda de corto plazo aumentó al 16.5% (5.4% del PIB). Si bien en el periodo de posbonanza el peso de la deuda privada en el total de la deuda externa muestra una caída, medida esta como porcentaje, se observa un aumento de la deuda privada de largo plazo del 10.4% del PIB en 2011 al 12.9% del PIB en 2015.

² De acuerdo con la fuente de información utilizada para obtener esta información, que es el sitio web del Banco Mundial, no es posible diferenciar la deuda externa de corto plazo entre pública y privada.

Servicio de la deuda externa

La significativa caída del peso de la deuda externa ocurrida durante el periodo de bonanza también ha traído como consecuencia una notoria caída en el peso del servicio de la deuda para algunos países, como es el caso de Brasil, Colombia, Argentina, Ecuador, Bolivia, Perú, Nicaragua y México (ver la gráfica 11). El servicio promedio anual de la deuda externa de los países, como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios, se redujo en Brasil del 75% para el periodo 2000-2003 al 31% para el periodo 2004-2011. Durante el mismo periodo, la reducción de este indicador fue del 42% al 26% en Colombia, en Argentina del 42% al 20% y en Bolivia del 31% al 12 por ciento.

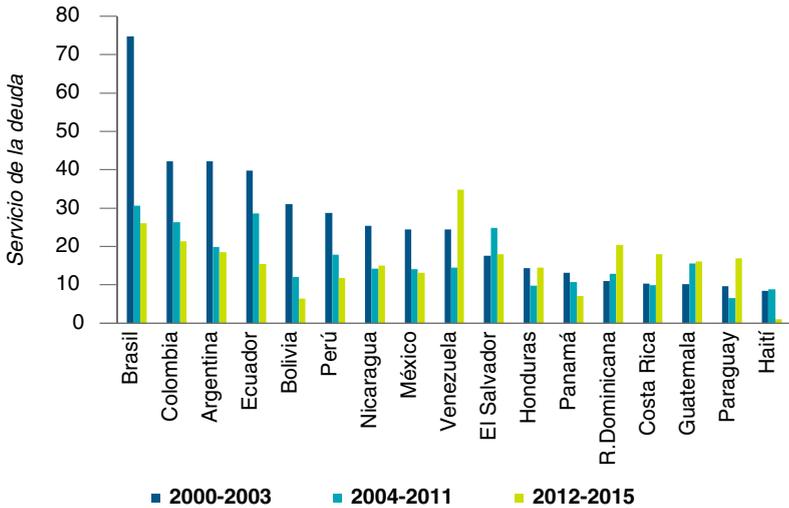
Hubo algunos países donde el indicador de peso del servicio de la deuda en relación con las exportaciones de bienes y servicios aumentó durante este periodo, como El Salvador, Guatemala y la República Dominicana, mientras que en Costa Rica, Honduras y Haití este indicador no experimentó cambios significativos.

Durante el periodo de posbonanza (2012-2015), el indicador del peso del servicio de la deuda en relación con las exportaciones continuó disminuyendo, ya que las exportaciones en varios países crecieron durante este periodo, a pesar de que los precios de exportación habían dejado de aumentar e incluso presentaron caídas. En Brasil, el peso del servicio de la deuda cayó al 26% de las exportaciones, en Colombia al 21%, en Ecuador al 15%, en Perú al 12%, en Bolivia al 6% y en Panamá al 7%. Es probable que, con la caída de las exportaciones como resultado de los precios más bajos, el valor de este indicador tienda a aumentar en los siguientes años. Sin embargo, la magnitud de este indicador que presentan los países de América Latina en 2015 los coloca en una buena posición para enfrentar potenciales choques externos negativos.³

³ Se considera que el indicador servicio de la deuda-exportaciones debería situarse por debajo del 20%, como una relación adecuada para que el peso del servicio de la deuda no represente una carga que dificulte el desempeño de los países.

GRÁFICA 11

SERVICIO DE LA DEUDA EN AMÉRICA LATINA, 2000-2015 Porcentaje promedio de las exportaciones de bienes y servicios



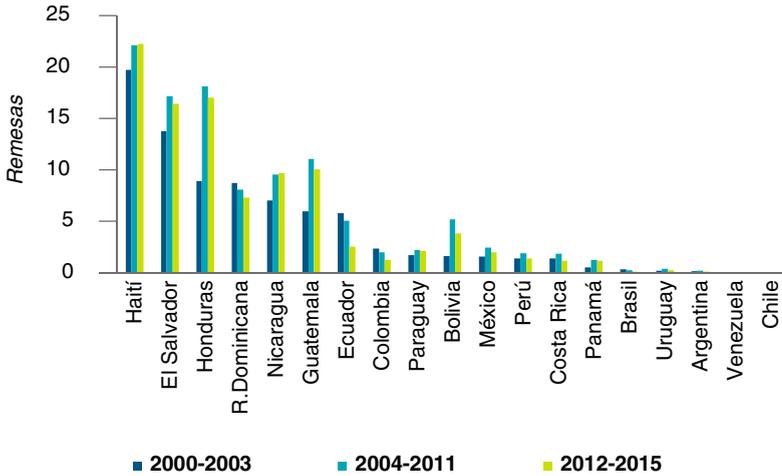
Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial.

2.5 Remesas del exterior

Las remesas que envían los emigrantes de América Latina a sus familias en los lugares de origen representan una fuente importante de ingresos externos en la economía de los países. La mayor parte de estos se dirige a Centroamérica y el Caribe, a países como Haití, Honduras, El Salvador, Guatemala, Nicaragua y la República Dominicana, de donde un número elevado de personas emigró a Estados Unidos. En Sudamérica, Ecuador y Bolivia tienen un monto de remesas alto, aunque mucho menor que la de los países de Centroamérica y el Caribe. En los demás países de la región, como México, Costa Rica, Panamá, Uruguay, Brasil, Argentina, Venezuela y Chile, el valor de las remesas, en términos relativos al tamaño de sus economías, es significativamente más bajo.

GRÁFICA 12

REMESAS DEL EXTERIOR HACIA AMÉRICA LATINA, 2000-2015 Porcentaje del PIB

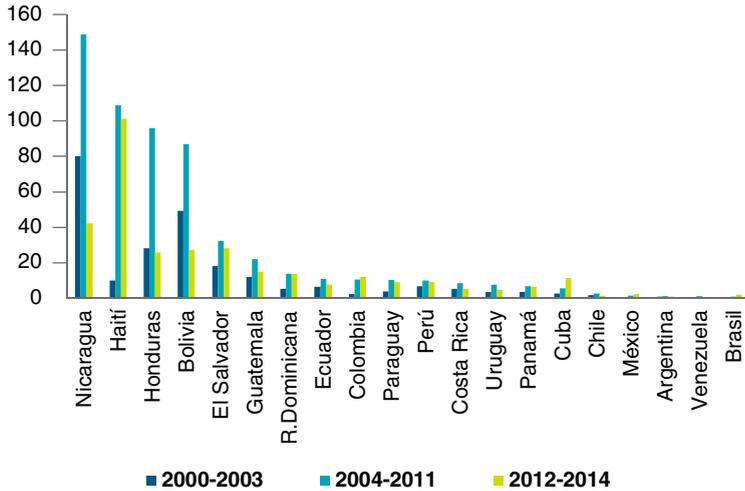


Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial.

Durante el periodo de bonanza de precios de materias primas de exportación, el monto de las remesas en relación con el PIB aumentó en la mayor parte de los países donde las remesas son significativas, como son Haití, Honduras, El Salvador, Guatemala, Nicaragua y Bolivia (ver la gráfica 12). Solamente se observaron caídas en la República Dominicana y Ecuador. Durante el periodo de posbonanza, las remesas en relación con el PIB caen en la mayoría de estos países, con excepción de Nicaragua. Para este periodo, 2012-2015, el indicador remesas-PIB fue del 22% para Haití, 16% para Honduras, 16% para El Salvador, 10% para Guatemala y Nicaragua, 7% para la República Dominicana, 4% para Bolivia y 3% para Ecuador. La caída de la actividad económica en los países desarrollados y emergentes al igual que sus políticas migratorias más restrictivas podrían haber incidido en los montos de remesas que reciben los países de América Latina, lo que sin duda afectaría más a los que reciben parte significativa de sus ingresos de estas.

GRÁFICA 13

DONACIONES A AMÉRICA LATINA, 2000-2014 En dólares por habitante



Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial.

2.6 Donaciones

Otro efecto relevante que originó la bonanza externa que benefició a América Latina fue la disminución en la dependencia de algunos países respecto de las donaciones del exterior, ya sea de origen bilateral o multilateral, como fuente de ingresos. Para algunos países de bajo ingreso de la región, las donaciones representaban una fuente importante de recursos externos, con los cuales cubrían parte de sus necesidades presupuestarias, como es el caso de Nicaragua, Haití, Honduras, Bolivia y en alguna medida también El Salvador.

Durante el periodo de bonanza de precios de materias primas, las donaciones recibidas por estos países de bajo ingreso tendieron a aumentar de manera significativa (ver la gráfica 13). El monto de las donaciones llegó en promedio a 149 dólares por habitante en Nicaragua, 109 dólares en Haití, 96 dólares en Honduras, 87

dólares en Bolivia y 28 dólares en El Salvador. La caída significativa en las donaciones ocurrió en el periodo de posbonanza. Durante 2012-2014, las donaciones por habitante cayeron en Nicaragua a 42 dólares, a 26 dólares en Honduras, a 27 dólares en Bolivia y a 28 dólares en El Salvador. En Haití las donaciones permanecieron prácticamente constantes durante este periodo en relación con el anterior. La bonanza externa permitió a estos países mejorar sus ingresos externos y fiscales, con lo cual pudieron cubrir sus necesidades de financiamiento y fue innecesario recurrir a las donaciones. Además, la bonanza hizo que algunos países, como Bolivia, dejaran de clasificarse como de bajo ingreso y pasaron a considerarse de medio ingreso, con lo cual dejaron de ser elegibles para recibir donaciones. En los próximos años, con la caída en los precios de exportación, puede suceder que algunos de estos países necesiten gestionar nuevamente donaciones como fuente de financiamiento.

3. Efectos de los ciclos económicos externos en el desempeño económico de la región

Los ciclos económicos externos han condicionado el desempeño económico de la región. Las fluctuaciones observadas en los precios de las materias primas tuvieron efectos significativos en los precios de exportación y en los términos de intercambio de América Latina. Estas fluctuaciones, junto a la volatilidad observada en los flujos de capitales externos, incidieron en el desempeño de la economía regional y afectaron los balances externo y fiscal, las reservas internacionales, la inflación, el tipo de cambio, el crecimiento económico y el empleo. El auge de precios de exportación observado durante el periodo 2004-2011 también fue un factor que atrajo los flujos de capitales de IED, por lo que se espera que la caída en los precios contribuya a una disminución en estos flujos.

El comportamiento del sistema financiero también fue afectado por estos ciclos y actuó como un mecanismo importante de transmisión de los choques hacia la economía. En las siguientes secciones, se analizan los efectos de los ciclos en la balanza de pagos, las reservas internacionales, el crecimiento económico y el empleo, la tasa de inflación, el tipo de cambio, el balance fiscal y la sostenibilidad de la deuda pública, así como en el desempeño del sistema financiero.

3.1 Balanza de pagos

Los choques externos de aumentos y caídas en los precios internacionales de materias primas han afectado en forma diferente a los países de la región, a juzgar por el saldo en cuenta corriente. Los

países productores y exportadores de materias primas provenientes de los sectores extractivos (minería e hidrocarburos), como Venezuela, Bolivia, Chile, Perú y Ecuador, han mantenido una posición positiva o han mejorado su posición externa (ver la gráfica 14). Por el contrario, la de los países que no cuentan con estos recursos y tienen que importar petróleo ha empeorado, como Argentina, Paraguay, Uruguay, Colombia, El Salvador, la República Dominicana, Honduras y Panamá. Los países más industrializados de la región, como Brasil y México, presentaron pequeñas mejoras en su déficit en cuenta corriente, mientras que Argentina, como se dijo antes, aumentó su déficit externo.

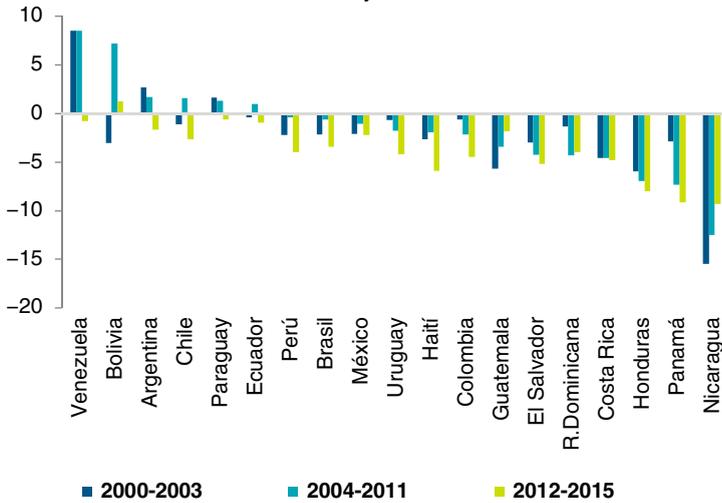
Si bien la mayoría de los países tuvo más recursos externos como resultado del aumento en las exportaciones, la balanza en cuenta corriente también se vio afectada por los flujos de capitales, especialmente por la IED. Como se analizó antes, la región también recibió importantes flujos de IED, en parte atraídos por la bonanza de precios de materias primas, lo que produjo un mayor volumen de importaciones de bienes de capital asociado a la inversión, por lo que la balanza en cuenta corriente experimentó en algunos casos un mayor déficit. Este déficit, sin embargo, debe considerarse como un factor positivo dado que fue el resultado de una mayor inversión, la cual tiende a aumentar la capacidad productiva del país en el futuro.

La gráfica 15 muestra una relación inversa entre los flujos de IED y la balanza en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países de la región durante el periodo de bonanza externa (2004-2011). En muchos casos, países con mayor IED han tendido a mostrar un mayor déficit en cuenta corriente. Países como Panamá, Nicaragua, Honduras y Costa Rica, con rangos de IED superiores o cercanos al 6% del PIB, muestran un mayor déficit en cuenta corriente, debido a las mayores importaciones de bienes de capital inducidos por los flujos de IED. Panamá, por ejemplo, recibió un volumen elevado de IED debido al proyecto de ampliación del Canal, lo que se tradujo en un alto déficit en cuenta corriente, por la mayor importación de bienes de capital e insumos que requirió la ejecución del proyecto. Por otra parte, Bolivia, Venezuela, Ecuador y Paraguay presentaron flujos de IED relativamente bajos durante

GRÁFICA 14

CHOQUES EXTERNOS Y BALANZA EN CUENTA CORRIENTE EN AMÉRICA LATINA

Porcentaje del PIB

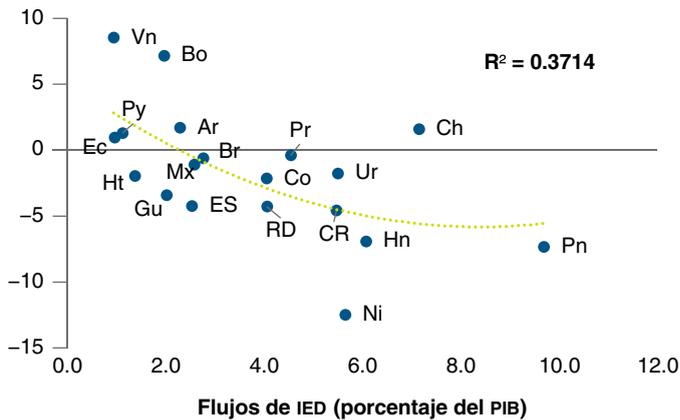


Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial.

GRÁFICA 15

FLUJOS DE IED Y BALANZA EN CUENTA CORRIENTE EN AMÉRICA LATINA, 2004-2011

Promedio anual en porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL.

este periodo junto con saldos positivos en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Uruguay, Colombia, Perú y Chile mostraron una situación de elevadas entradas de IED con resultados en cuenta corriente equilibrado o con déficit moderado, debido en parte al buen desempeño exportador que exhibieron durante este periodo. Finalmente, Argentina, Brasil y México recibieron flujos menores de IED con saldos en cuenta corriente equilibrados o deficitarios.

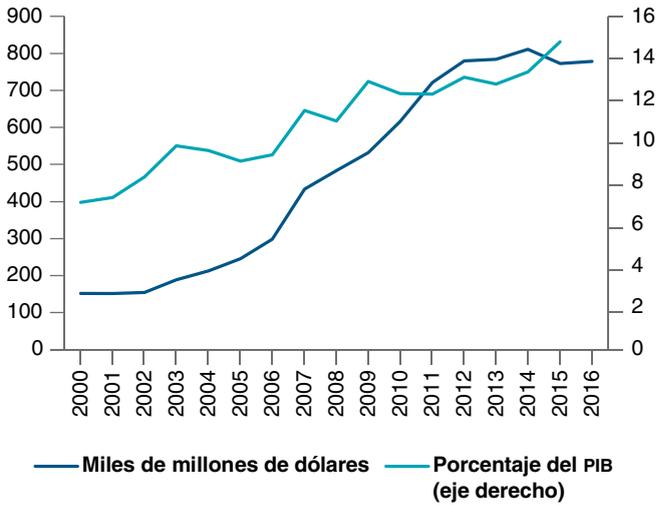
3.2 Reservas internacionales

La mayor disponibilidad de recursos externos en América Latina trajo como consecuencia un aumento en las reservas internacionales (ver la gráfica 16). En términos absolutos, las reservas internacionales de los países de la región, excluyendo las reservas en oro, aumentaron en más de cinco veces, pasando de 150,000 millones de dólares a principios del milenio (alrededor del 7% del PIB regional), hasta casi 780,000 millones de dólares en el periodo 2012-2016 (alrededor del 13.5% del PIB regional). Durante el periodo 2004-2011, años de bonanza económica, se observa un continuo incremento de las reservas. En el año 2007, por ejemplo, las reservas crecieron 134,900 millones de dólares (45.2% de incremento). A partir de 2012, sin embargo, las reservas han permanecido prácticamente constantes, lo que reflejaría la caída en el flujo de recursos externos hacia la región como resultado del fin del ciclo favorable de las materias primas. Incluso, según se observa en la gráfica 11, hay una pequeña caída de las reservas en 2015 y 2016.

Aunque la región en su conjunto ha aumentado sus reservas internacionales durante el periodo de bonanza, hay grandes diferencias por país en el comportamiento de las reservas internacionales (ver la gráfica 17). Bolivia, Perú, Haití, Uruguay, Paraguay, Nicaragua, Brasil, México y la República Dominicana aumentaron sus reservas internacionales en forma significativa, medidas como porcentaje del PIB. Otros países, como Chile, Honduras, Guatemala, Costa Rica, Colombia, El Salvador y Panamá han mantenido reservas estables. Llama la atención el comportamiento de las reservas en Venezuela y Ecuador, naciones ricas en hidrocarburos y por lo tanto se han beneficiado considerablemente de la bonanza

GRÁFICA 16

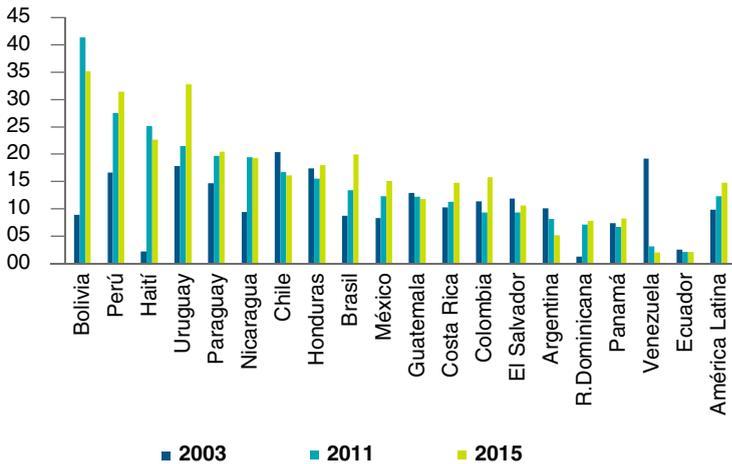
RESERVAS INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA
Miles de millones de dólares y porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICA 17

RESERVAS INTERNACIONALES POR PAÍS EN AMÉRICA LATINA
Porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

de precios externos. Venezuela, por ejemplo, redujo sus reservas internacionales del 19.2% del PIB en 2003 al 2% del PIB en 2015, mientras que Ecuador mantuvo sus reservas internacionales muy bajas, alrededor del 2% del PIB durante todo el periodo analizado, lo cual puede estar asociado al sistema de dolarización total adoptado por este país, que hace innecesario mantener reserva como una forma de garantizar la estabilidad cambiaria.

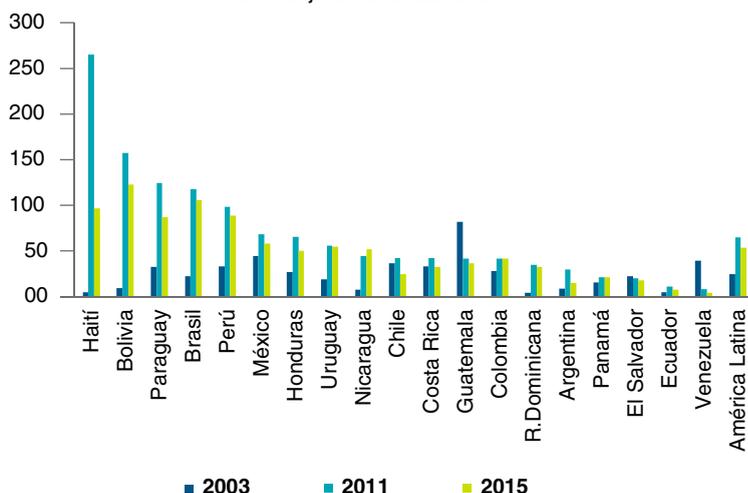
Las reservas internacionales constituyen un importante amortiguador para afrontar la incidencia de los choques externos. Estas permiten cumplir con las obligaciones externas en la eventualidad que se produzca un choque externo negativo, sin que esto afecte la calificación de riesgo del país. La gráfica 18 presenta un indicador que mide la relación entre las reservas internacionales y el total de deuda externa, pública y privada, que tiene cada país de la región. Es decir, mide la cobertura que otorgan las reservas internacionales a la deuda externa del país. En un periodo de bonanza, habrá una fuerte tendencia a que este coeficiente aumente, ya que por un lado aumentarán las reservas debido al mayor ingreso de recursos externos y, por otro lado, la bonanza también debería hacer menos necesario recurrir al endeudamiento externo, ya que esta viene asociada a una mejora en las balanzas externa y fiscal.

Como puede observarse, América Latina en su conjunto ha aumentado su capacidad de cumplir con sus obligaciones, medida por el coeficiente de reservas internacionales a deuda total, que subió del 25% en 2003 al 65% en 2015. Varios países aumentaron de modo significativo la cobertura reservas/deuda externa, como es Haití, Bolivia, Paraguay, Brasil y Perú, para los cuales este coeficiente se ubica por encima o muy cercano al 100%. En el caso de México, Honduras, Uruguay y Nicaragua, el coeficiente se ubica por encima o muy cerca del 50%, lo que les otorga una menor cobertura de su deuda externa. Los demás países, incluyendo a Colombia, Costa Rica, Chile, Guatemala, la República Dominicana, Argentina Panamá, El Salvador y Ecuador, presentan coberturas aún menores, pero por encima del 15%. Finalmente, los países con la más baja relación de reservas internacionales/deuda externa fueron Ecuador y Venezuela, con coberturas del 7.7% y el 4.6%, respectivamente, en 2015.

GRÁFICA 18

RESERVAS INTERNACIONALES RESPECTO DE DEUDA TOTAL EN AMÉRICA LATINA

Porcentaje de la deuda total



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

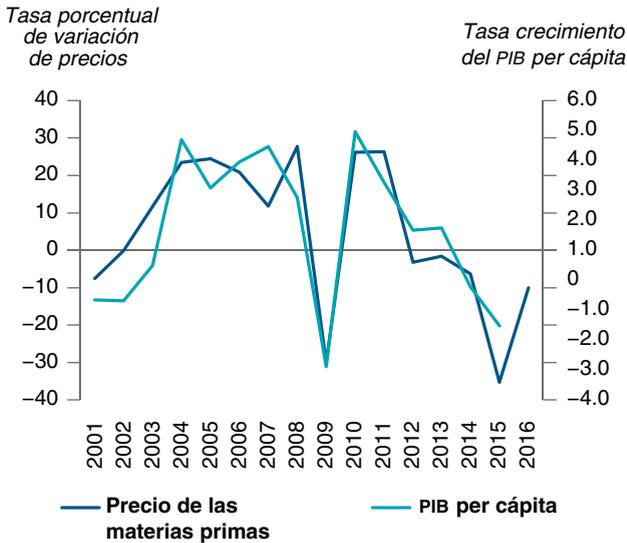
3.3 Crecimiento económico

Las economías de los países de América Latina han sido históricamente muy dependientes de las exportaciones de materias primas, por lo que la bonanza o caída en la demanda y precios de las mismas en los mercados mundiales han determinado en gran medida los periodos de expansión y recesión económica. Los altos precios de materias primas observados en el decenio pasado han tendido a exacerbar aún más esta dependencia.

Hay una relación muy estrecha entre el precio de las materias primas que exporta América Latina y el desempeño económico de la región (ver la gráfica 19). El crecimiento del PIB y del PIB per cápita se había mantenido muy bajo durante los primeros años del milenio: la economía regional creció durante el periodo 2001-2003 a una tasa promedio anual de 1.1%, siendo la tasa de crecimiento promedio del

GRÁFICA 19

CRECIMIENTO DEL PIB Y PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS EN AMÉRICA LATINA



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

PIB per cápita negativa en -0.3% como promedio anual. Durante este periodo, el índice de precios de exportación de la región se mantuvo constante. A partir de 2004 y hasta 2011, los precios de exportación aumentaron a una tasa promedio anual del 10% , mientras que el crecimiento del PIB subió al 4.3% por año y el PIB per cápita creció a una tasa promedio anual del 3% . Finalmente, entre 2012 y 2015, los precios de exportación cayeron a una tasa promedio anual del 6.8% , mientras que el crecimiento económico se desaceleró a una tasa promedio anual del 1.6% anual y el del PIB per cápita a una tasa del 0.4% . Como se analizó, las caídas más pronunciadas de los precios de materias primas en el mundo ocurrieron en 2015 y 2016 (41.8% de caída acumulada para ambos años), por lo que se espera que la caída de precios de exportación para América Latina también se haya agudizado durante 2016 y el crecimiento del PIB y del PIB per cápita se haya reducido aún más.

El desempeño agregado de la economía de América Latina está influido por el comportamiento de las economías más grandes de la región, como son Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Venezuela. Un análisis de los países en forma individual muestra que no todos tuvieron el mismo desempeño en términos de precios de exportación y crecimiento económico. Prácticamente, todos los países aumentaron sus tasas de crecimiento del PIB per cápita durante el periodo 2004-2011, como promedio anual, en relación con las tasas observadas durante el periodo 2001-2003. Uruguay, Panamá, Cuba y Perú tuvieron tasas de crecimiento del PIB per cápita por encima del 5% como promedio anual (ver la gráfica 20). Por el contrario, Paraguay, Bolivia, Honduras, Nicaragua, El Salvador, Guatemala y México presentaron crecimientos por debajo del 3% como promedio anual. Sólo Haití mostró una tasa de crecimiento promedio negativa durante este periodo de bonanza.

En contraste, durante el periodo 2012-2015, la tasa de crecimiento del PIB per cápita de varios países tendió a reducirse, como es el caso de Uruguay, Panamá, Argentina, Cuba, Perú, Venezuela, Colombia, Costa Rica, Chile, Brasil Ecuador y Honduras. Por otra parte, hubo algunos países que aumentaron sus tasas de crecimiento del PIB per cápita, a pesar de la desaceleración económica que experimentó la región en su conjunto, como es el caso de la República Dominicana, Paraguay, Bolivia, Nicaragua, El Salvador, México y Haití. A pesar de la desaceleración económica, solamente Argentina, Brasil y Venezuela presentaron tasas de crecimiento promedio negativas durante el periodo de posbonanza.

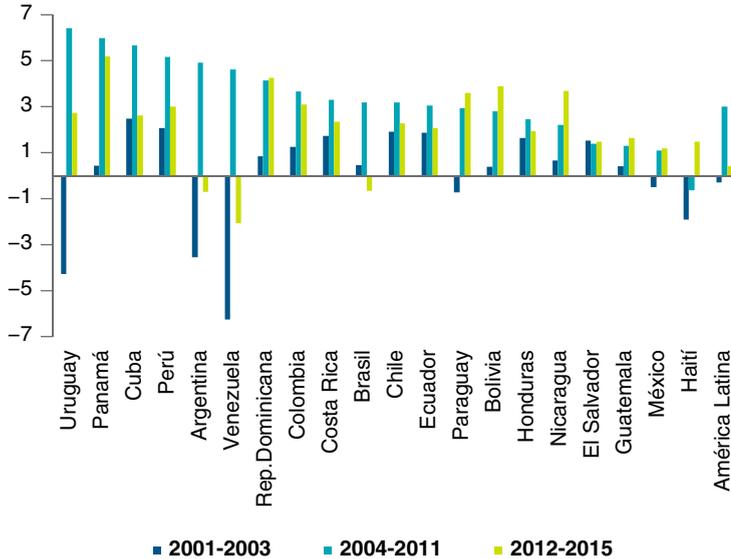
3.4 Efecto del crecimiento en el empleo

Los ciclos externos que enfrentaron las economías de América Latina durante estos últimos años han incidido en las tasas de crecimiento observadas en los periodos de bonanza y de desaceleración económica. Estas fluctuaciones en las tasas de crecimiento a su vez han determinado el comportamiento del empleo y de la tasa de desempleo. Sin duda, el periodo de bonanza externa ha permitido a los países de América Latina aumentar el empleo y reducir por lo tanto las altas tasas de desempleo observadas antes del ciclo favorable. La gráfica 21 muestra que, durante el periodo 2004-2011, prácticamente todos los

GRÁFICA 20

CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA POR PAÍS EN AMÉRICA LATINA

Variación porcentual promedio anual



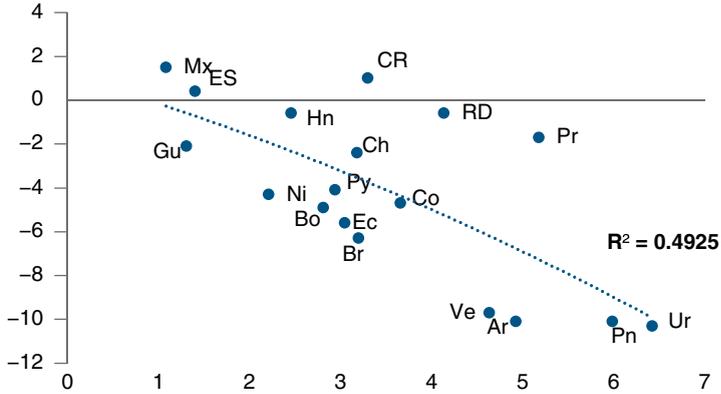
Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

países de la región alcanzaron reducciones en sus tasas de desempleo. Solamente México, El Salvador y Costa Rica mostraron aumentos en este indicador. También se observa una relación inversa entre el crecimiento del PIB per cápita promedio anual observado durante el periodo 2004-2011 y la variación en la tasa de desempleo. Es decir, los países que tuvieron mayor crecimiento fueron también los que pudieron reducir en mayor proporción el desempleo. Panamá y Uruguay alcanzaron las mayores tasas de crecimiento del PIB entre los países de la región y también pudieron reducir en mayor medida sus tasas de desempleo (caídas iguales o cercanas al 10%). Venezuela y Argentina también mostraron una elevada reducción en el desempleo, aunque crecieron a una tasa algo menor. Por el contrario, Perú y la República Dominicana crecieron a tasas altas, pero tuvieron reducciones más bajas en sus tasas de desempleo.

GRÁFICA 21

CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA Y DESEMPLEO EN AMÉRICA LATINA, 2004-2011

Tasa de crecimiento promedio anual y variación porcentual

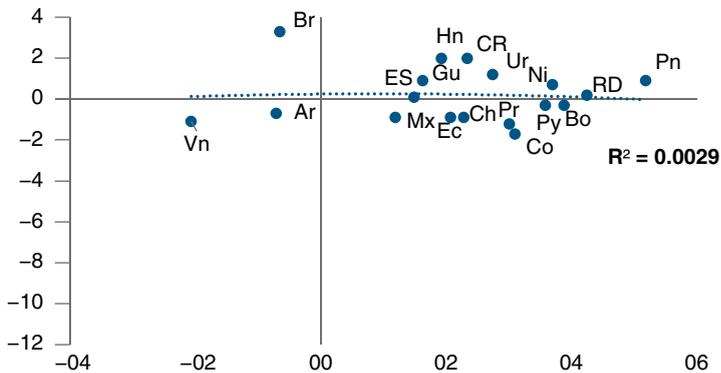


Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICA 22

CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA Y DESEMPLEO EN AMÉRICA LATINA, 2012-2015

Tasa de crecimiento promedio anual y variación porcentual



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

Contrariamente a lo observado en el periodo de bonanza, a partir de 2012 los resultados en la reducción del desempleo han sido menos destacables, en la medida que las tasas de crecimiento tendieron a disminuir. Entre 2012 y 2015, nueve países de la región experimentaron aumentos en el desempleo y nueve lo disminuyeron, aunque estos últimos a tasas menores al 2% (ver la gráfica 22). Este comportamiento evidencia que, de prolongarse la desaceleración económica en América Latina, la región no podrá continuar mejorando la situación del empleo más allá de lo alcanzado durante el periodo de bonanza y que, incluso, podría darse que estos logros se revirtieran.

3.5 Comportamiento del tipo de cambio real

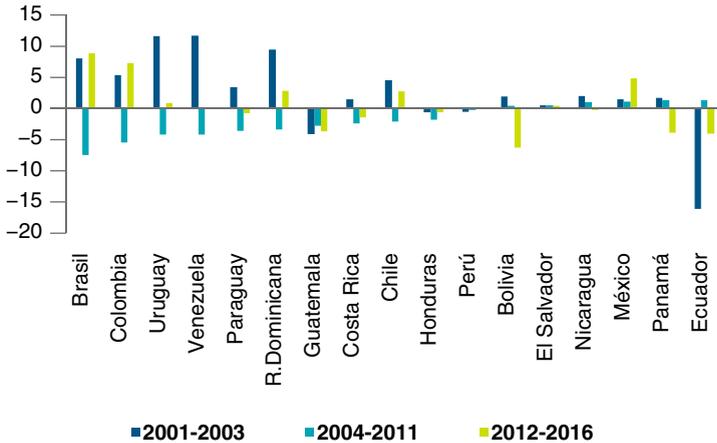
La bonanza externa tuvo varios efectos positivos en la región, como la reducción de los desequilibrios internos y externos, la acumulación de reservas internacionales, el crecimiento, el empleo y la reducción de la pobreza. Sin embargo, también hubo efectos no deseados, como la apreciación del tipo de cambio, que tendió a generar efectos de *enfermedad holandesa* en algunas economías de la región.

En el periodo 2001-2003, algunos países experimentaron depreciaciones cambiarias reales debido a los efectos de la crisis financiera internacional. Las monedas depreciaron su valor en relación con el dólar estadounidense, conforme se mudaba de regímenes cambiarios fijos o administrados a regímenes cambiarios flexibles. Uruguay, Paraguay, Chile, Brasil, Colombia, México, Perú, Guatemala y Costa Rica han adoptado el modelo de metas de inflación para el manejo de la política monetaria, y por lo tanto mantienen un tipo de cambio flexible. Bolivia, Venezuela, Nicaragua y Honduras han adoptado sistemas cambiarios administrados, ya sea utilizando bandas cambiarias (Honduras), tipo de cambio fijo (Bolivia), tipo de cambio reptante (Nicaragua) o fijo con devaluaciones periódicas no programadas (Venezuela). Ecuador, Panamá y El Salvador han sustituido la moneda nacional por el dólar estadounidense. Finalmente, Argentina, que hasta 2015 mantenía un régimen de tipo de cambio administrado, ha modificado la orientación de su política cambiaria hacia un modelo de tipo de cambio flexible.

GRÁFICA 23

APRECIACIÓN/DEPRECIACIÓN CAMBIARIA REAL EN AMÉRICA LATINA

(Tasa porcentual de apreciación [-]
o depreciación [+] promedio anual)



Fuente: elaborada con información de la página web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

Durante el periodo de la bonaza de precios externos de materias primas, se produjeron apreciaciones cambiarias de diferente magnitud en Brasil, Colombia, Uruguay, Venezuela, Paraguay, República Dominicana, Guatemala, Costa Rica, Chile y Honduras (ver la gráfica 23). Hubo pequeñas depreciaciones reales de tipo de cambio en Bolivia, El Salvador, Nicaragua, México, Panamá y Ecuador. Ecuador había experimentado una significativa apreciación cambiaria en el periodo 2001-2003, como resultado del proceso de dolarización que emprendió ese país a principios del milenio.

En el periodo 2012-2015, posterior al superciclo de precios de materias primas, algunos países han revertido, en mayor o menor medida, la apreciación real acumulada en el periodo 2004-2011, como es el caso de Brasil, Colombia, la República Dominicana, Chile y México. En estos países se ha dado una depreciación

nominal para ajustar el tipo de cambio a las variaciones observadas en los fundamentos de la economía. La apreciación del dólar también contribuyó a que se suscitara una depreciación real en estos países. En otros, por el contrario, se ha producido una apreciación real en el periodo de posbonanza, como en Guatemala, Bolivia, Panamá y Ecuador. Bolivia ha mantenido durante este periodo un tipo de cambio fijo, mientras que Ecuador y Panamá tienen dolarizadas sus economías, por lo que una apreciación o depreciación del tipo de cambio nominal en relación con el dólar estadounidense no es posible.

Uno de los temas controversiales sobre las depreciaciones cambiarias ocurridas durante el periodo de posbonanza en varios de los países de América Latina se refiere a la discusión de cuánto de la depreciación cambiaria nominal se traslada a la inflación (efecto de *pass-through*). En la medida que este efecto sea más elevado, menor será el efecto sobre el tipo de cambio real y, por lo tanto, menores serán los efectos benéficos de la depreciación sobre la economía y la balanza comercial. En la gráfica 24 se muestra que, en promedio, para la región en su conjunto, este coeficiente ha sido aproximadamente de 0.4. En países como Argentina, Uruguay, Haití, Nicaragua, Honduras, Costa Rica y Guatemala este coeficiente ha sido mayor al promedio, mientras que, en Brasil, Colombia, Chile, México, Paraguay, la República Dominicana y Perú, el coeficiente ha sido menor que el promedio de América Latina.

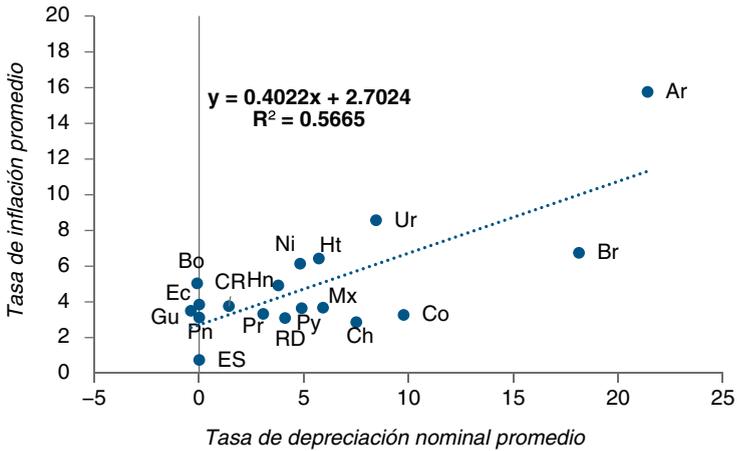
3.6 Finanzas públicas

Las finanzas públicas han sido un área donde los efectos de los ciclos externos se han manifestado en forma más nítida. La bonanza ha mejorado los ingresos fiscales y los balances del gobierno, así también ha reducido sus necesidades de financiamiento. Varios países pasaron de una situación de déficit fiscal crónico, previo al periodo de bonanza, a otra de superávit durante la bonanza. Esto les permitió reducir el endeudamiento público y mejorar la sostenibilidad fiscal. Por este motivo, al terminar el periodo de bonanza externa, la mayor parte de los países de la región se encuentra en una posición favorable para enfrentar los potenciales choques externos negativos. Sin embargo, para muchos países, especialmente para aquellos que son más dependientes de

GRÁFICA 24

APRECIACIÓN/DEPRECIACIÓN CAMBIARIA NOMINAL E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA, 2012-2015

Variación porcentual promedio anual



Fuente: elaborado con información de la página web de la CEPAL.

las materias primas, la caída de precios externos ha representado una pérdida de ingresos por parte del sector público, por lo que tendrán que aplicar políticas de ajuste para hacer frente a esta nueva situación de mayor escasez de recursos.

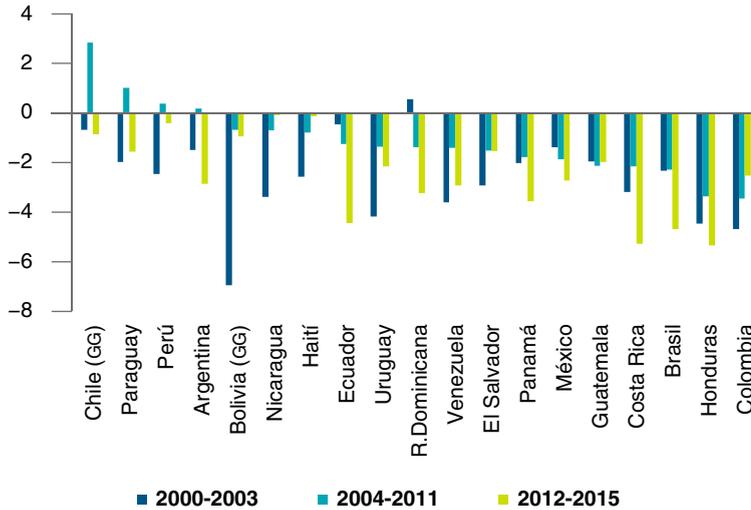
3.6.1 Balance fiscal⁴

Durante el periodo 2000-2003, previo al auge de precios de materias primas, todos los países de América Latina, con excepción de la República Dominicana, mostraban situaciones de déficit en su balance fiscal (ver la gráfica 25). Bolivia fue el más extremo, donde el déficit del gobierno general llegó al 6.9% del PIB como promedio anual. Otros

⁴ No se obtuvo la misma información en todos los rangos gubernamentales de todos los países, por lo que el análisis se centró en los gobiernos generales. En algunos casos, sólo se pudo tener información sobre las operaciones de los gobiernos centrales.

GRÁFICA 25

BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO EN AMÉRICA LATINA Porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información de las páginas web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional. Para Bolivia y Chile se considera el balance del gobierno general, y el balance del gobierno central en todos los otros casos.

como Nicaragua, Uruguay, Venezuela, Costa Rica, Honduras y Colombia mostraron déficits superiores al 3% del PIB en promedio por año. Nicaragua, Costa Rica y Honduras, que no son exportadores de hidrocarburos, vieron sus finanzas públicas favorecidas con el incremento del precio del petróleo, por el efecto que este aumento tuvo en las recaudaciones de impuestos aplicadas a las importaciones o al consumo de carburantes.

Durante el periodo de bonanza, prácticamente todos los países mejoraron su posición fiscal, pasando de una de déficit a una de superávit, como Chile, Paraguay, Perú y Argentina. Otros, como Bolivia, Nicaragua, Haití, Uruguay y Venezuela, redujeron considerablemente su déficit fiscal, y también hubo mejoras de menor magnitud en El Salvador, Panamá, Costa Rica, Honduras y Colombia.

En el periodo de posbonanza de precios, nuevamente se observa una tendencia hacia el deterioro de las finanzas públicas en casi todos los países de la región, como Chile, Paraguay, Perú, Argentina, Bolivia, Ecuador, Uruguay, la República Dominicana, Venezuela, Panamá, México, Costa Rica, Brasil y Honduras. Es muy probable que esta tendencia se acentúe en los años siguientes, si persiste la caída en los precios de las materias primas y si no se hacen ajustes en el gasto público en línea con la menor disponibilidad de recursos.

3.6.2 Deuda pública

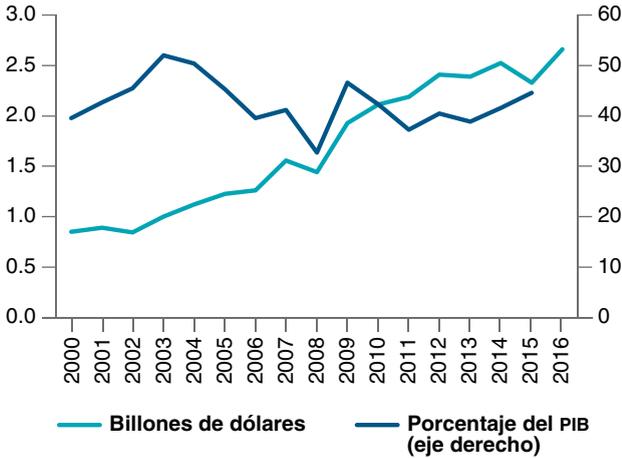
La bonanza externa ha tenido un efecto positivo significativo en la situación de endeudamiento externo de los países de América Latina. Lo mismo ocurre si observamos la situación de endeudamiento total del sector público.

La gráfica 26 muestra que la deuda pública en términos absolutos de la región en su conjunto ha ido aumentando de manera constante durante todo el periodo analizado en este estudio, pasando de alrededor de 850,000 millones de dólares a principios del milenio, a casi 2.7 billones de dólares en 2016, lo que representa un aumento de más de tres veces durante este periodo. Al analizar el comportamiento del endeudamiento público como porcentaje del PIB, se observa que el endeudamiento en 2015 (44.6% del PIB) es similar al observado en el año 2002. Si bien ha habido fluctuaciones importantes en esta variable, durante este periodo el PIB de la región, expresado en dólares, ha crecido a la misma tasa que la deuda pública total. Esto está asociado no solamente al crecimiento del PIB nominal, sino también a la apreciación cambiaria ocurrida durante este periodo en los países de América Latina, que ha aumentado el valor del PIB en términos de la moneda estadounidense. Potencialmente, un fortalecimiento del dólar con respecto a las monedas de la región en el futuro haría caer el valor del PIB en dólares y aumentaría el valor del coeficiente deuda/PIB.

En 2003, el coeficiente de deuda a PIB alcanzó su máximo valor, como resultado del bajo crecimiento de la región, las continuas devaluaciones del tipo de cambio ocurridas durante la primera mitad de ese decenio y el mayor endeudamiento requerido para financiar

GRÁFICA 26

DEUDA TOTAL DEL SECTOR PÚBLICO EN AMÉRICA LATINA Billones de dólares y porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información obtenida de las páginas web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

el déficit fiscal de los países, que era muy alto en ese periodo. A partir de ese año, el coeficiente de endeudamiento público comenzó a caer, había mayor crecimiento, apreciación cambiaria y menor necesidad de endeudarse por parte del sector público. De 2003 a 2015, prácticamente todos los países de América Latina han mostrado caídas en el indicador de déficit fiscal, con excepción de Venezuela, Costa Rica, El Salvador, la República Dominicana, México, Guatemala y Chile (ver la gráfica 27).

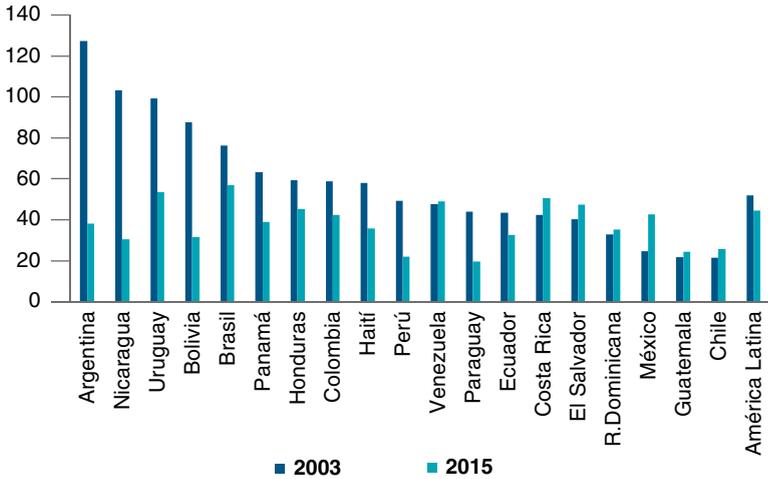
A pesar de las caídas observadas en los coeficientes de endeudamiento durante el periodo de bonanza, en 2015 algunos países aún mostraban alto endeudamiento, como Uruguay, Brasil, Honduras, Colombia, Costa Rica y El Salvador, cuyos coeficientes de deuda pública superan el 40% del PIB.

También se ha producido un cambio importante en la composición de la deuda pública en América Latina durante este periodo.

GRÁFICA 27

COEFICIENTE DE DEUDA/PIB DEL SECTOR PÚBLICO EN AMÉRICA LATINA

Porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información obtenida de las páginas web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICA 28

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO EN AMÉRICA LATINA

Porcentaje del PIB

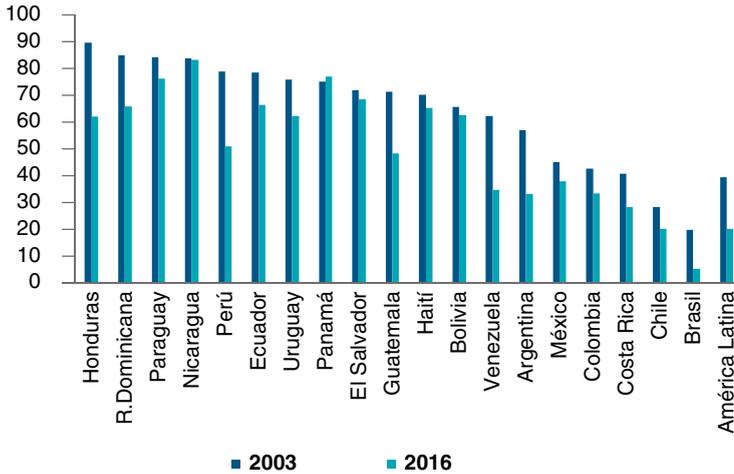


Fuente: elaborada con información obtenida de las páginas web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICA 29

PESO DE LA DEUDA EXTERNA EN LA DEUDA TOTAL DEL SECTOR PÚBLICO POR PAÍS, EN AMÉRICA LATINA

Porcentaje de la deuda total



Fuente: elaborada con información obtenida de las páginas web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

Para toda la región en su conjunto, el peso de la deuda externa en el total de la deuda pública se ha reducido de manera significativa, mientras que el peso de la deuda interna se ha incrementado (ver la gráfica 28). El peso de la deuda externa en la deuda pública total cayó del 39.4% en 2003 (20% del PIB) al 21% del total en 2015 (9.4% del PIB). Esta caída se debió a la menor necesidad del sector público de recurrir al financiamiento externo, ya que la abundancia de recursos dentro de la economía le permitió al gobierno obtener financiamiento en el mercado financiero nacional.

De 2003 a 2016, el peso de la deuda externa en el total de la deuda pública ha caído en la mayoría de los países de la región, con excepción de Panamá, y se observaron disminuciones leves en Haití, Bolivia y El Salvador (ver la gráfica 29). En Nicaragua, esta

relación ha permanecido prácticamente constante. Como se explicó antes, una de las causas de la caída del peso del financiamiento externo en la estructura de la deuda pública ha sido la mayor disponibilidad de financiamiento interno que tuvieron los países durante los años de bonanza.

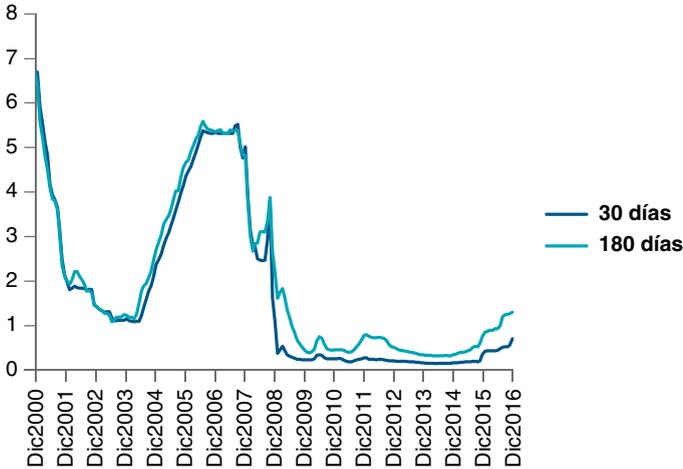
3.6.3 Costo de la deuda pública

Las tendencias observadas en las tasas de interés en los mercados financieros internacionales han tenido también un efecto en el costo de la deuda pública. Estas tasas de interés han sido determinadas por los eventos ocurridos durante este periodo, como su caída debido a la crisis financiera originada por las empresas de tecnología (punto.com) en 2001, el incremento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal a partir de 2005, como una forma de reducir las presiones inflacionarias, y su caída brusca a partir de 2008, debido a la política monetaria expansiva seguida por la Reserva Federal y otros bancos centrales alrededor del mundo para afrontar los efectos recesivos de la crisis financiera internacional ocurrida a finales de ese año (ver la gráfica 30). La tasa LIBOR, por ejemplo, después de la crisis de las empresas de tecnología ocurrida en 2001, experimentó una caída debido a la política de la Reserva Federal de Estados Unidos de bajar la tasa de interés de referencia para hacer frente a los efectos de esta crisis, manteniéndose muy baja desde finales de 2001 hasta marzo de 2004.

A partir de abril de 2004, debido al endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal para hacer frente al aumento de la inflación, la tasa LIBOR aumentó por encima del 5% para el periodo de marzo de 2006 a septiembre de 2007. A partir de octubre de este año, como resultado de la política expansiva de la Reserva Federal y de otros bancos centrales para hacer frente a la crisis financiera internacional, la tasa LIBOR presenta una reducción drástica hasta enero de 2009, cuando cayó por debajo del 0.5% y permaneció en rangos bajos hasta noviembre de 2015. En diciembre de ese año, las tasas de interés mostraron signos de recuperación a partir del aumento en la tasa de interés de política. Durante 2016, la tasa LIBOR ha mostrado una pequeña recuperación a partir del aumento

GRÁFICA 30

TASA LIBOR A 30 Y 180 DÍAS (Tasa porcentual promedio anual)



Fuente: global-rate.com <<http://es.global-rates.com/tipos-de-interes/libor/dolar-usa/2016.aspx>>.

de las tasas de interés de referencia dispuesto por la Reserva Federal de Estados Unidos en diciembre de 2015 y la ligera recuperación de la economía de ese país durante 2016. En diciembre de 2016, la Reserva Federal aumentó nuevamente sus tasas de interés y anunció que, durante 2017, probablemente irá subiendo las tasas de interés de manera paulatina, conforme la economía mejore y la inflación se acerque a su meta del 2 por ciento.

El comportamiento de las tasas de interés internacionales ha tenido y tendrá en el futuro un efecto en el costo de la deuda pública en los países de la región, sobre todo en aquellos que obtienen financiamiento de fuentes comerciales. Sin embargo, otros aspectos institucionales han desempeñado un papel importante en determinar el costo del financiamiento para los países, entre los

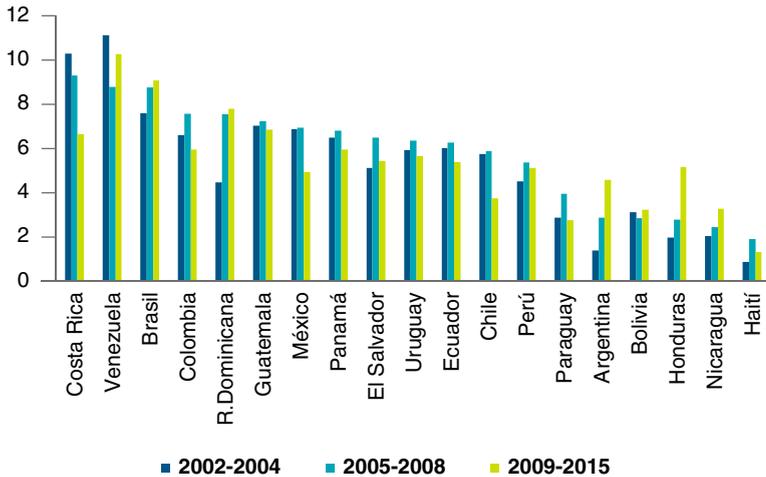
que se encuentra el cambio en la estructura de financiamiento del sector público analizado antes (ver la gráfica 28). Haití, Nicaragua, Bolivia, Honduras y Paraguay, por ejemplo, se beneficiaron de tasas preferenciales de interés, cuando estos países se encontraban en la categoría de países de bajo ingreso con acceso a fuentes preferenciales de financiamiento. Por el contrario, Costa Rica, Venezuela y Brasil presentan los costos más altos de financiamiento público, ya que la mayor parte de este se ha obtenido de fuentes comerciales. En algunos casos, el deterioro en la calificación de riesgo de los países también ha incidido en los altos costos de financiamiento. Un tercer grupo de países presenta costos de deuda pública intermedios, como Colombia, la República Dominicana, Guatemala, México, Panamá, El Salvador, Uruguay, Ecuador, Chile y Perú, los cuales se beneficiaron de la considerable caída de las tasas de interés en los mercados internacionales. Varios países han recaudado recursos financieros en los mercados internacionales mediante la colocación de deuda soberana, la cual en algunos casos implica una prima de riesgo elevada.

Si bien casi todos los países de América Latina muestran un aumento en el costo de la deuda para el periodo 2005-2008 en relación con el observado durante el lapso 2002-2004, y una caída para el periodo 2009-2015 en relación con el lapso 2005-2008, los cambios no son tan pronunciados como los que muestran las tasas de interés internacionales. Por ejemplo, el costo implícito de la deuda pública de los países de la región nunca cayó hasta los índices que descendieron las tasas internacionales de interés durante el periodo 2009-2015. En algunos países, incluso el costo de la deuda tendió a aumentar durante este periodo, como es el caso de Argentina, Honduras, Bolivia y Nicaragua. Nuevamente, los factores institucionales propios de cada país tuvieron un papel determinante en este comportamiento, como la estructura de la deuda (interna o externa), el acceso a fuentes comerciales o preferentes, la calificación de riesgo del país y otros.

GRÁFICA 31

COSTO IMPLÍCITO DE DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO POR PAÍS EN AMÉRICA LATINA

Tasa porcentual



Fuente: elaborado con información de las páginas web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

3.6.4 Sostenibilidad fiscal

Sobre la base de los indicadores fiscales analizados antes, esta sección estudia la situación de sostenibilidad fiscal de los países de la región. Para este efecto, se utiliza el indicador que mide la condición de solvencia intertemporal para el sector público (Agénor, 2004). Este indicador es central para evaluar la sostenibilidad de mediano y largo plazos del déficit y la deuda pública.⁵

⁵ De acuerdo con este indicador, la sostenibilidad fiscal depende de varios factores, incluyendo la magnitud de la deuda pública, la tasa de interés real que se paga por la misma, la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de depreciación cambiaria. Todos estos factores van a determinar si la relación deuda-PIB (b), tiende a aumentar, mantenerse constante o disminuir en el tiempo. Si b tiende a aumentar ($\Delta b > 0$), la situación fiscal es claramente insostenible en el tiempo. Si b tiende a permanecer

La sostenibilidad fiscal ha experimentado cambios significativos durante los últimos 15 años. A principios del milenio (2001-2003), casi todos los países de la región experimentaban crisis fiscales, caracterizadas por caídas en los ingresos y aumento en el déficit del gobierno. Como puede verse en la gráfica 32, la variación promedio anual de la tasa de endeudamiento fue positiva ($b > 0$) para la mayoría de los países de la región, por lo que la relación deuda-PIB tendió a aumentar, haciendo que la posición fiscal y de deuda pública se volviera menos sostenible. La situación cambió de manera radical durante los años de bonanza, y el indicador de solvencia intertemporal fiscal se volvió negativo ($b < 0$), por lo que la relación deuda-PIB experimentó caídas en casi todos los países de la región. Esta situación mejoró de modo notable la sostenibilidad fiscal y de deuda de los países de América Latina. El caso de Argentina y Uruguay, por ejemplo, que durante el periodo 2001-2003 habían empeorado ostensiblemente su sostenibilidad fiscal, debido en principio a los profundos desequilibrios fiscales, monetarios y cambiarios que experimentaron, mejoraron de modo significativo su sostenibilidad fiscal y de deuda durante el periodo de bonanza (2004-2011). Estos dos países pasaron por un proceso importante de reestructuración y reducción de deuda durante este periodo. Otros países que también pasaron por este ciclo de insostenibilidad y recuperación de la sostenibilidad, aunque en menor magnitud, fueron Bolivia, Venezuela, Brasil, Nicaragua, Haití, la República Dominicana, Colombia y Paraguay. Un tercer grupo de países, donde se encuentran El Salvador, Honduras, Chile, Costa

constante o a disminuir en el tiempo ($\Delta b \leq 0$), la situación fiscal tiende a ser más sostenible. Esto también dependerá del monto de endeudamiento del gobierno. La formulación matemática de este indicador es la siguiente:

$$\Delta b = [(r - g) / (1 + g)]b_{-1} + d$$

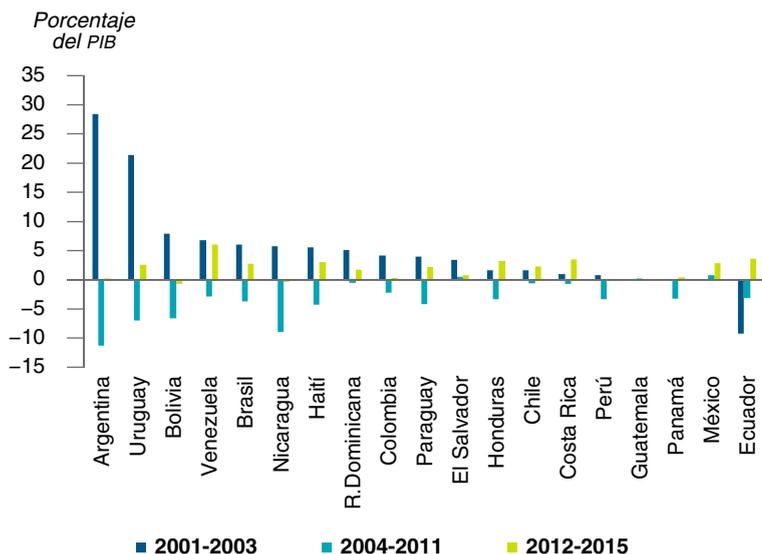
donde:

- b = relación de deuda a PIB
- r = tasa de interés real ($r = [(1+i)/(1+\pi)] - 1$)
- g = tasa de crecimiento del PIB
- d = déficit fiscal primario
- i = tasa de interés nominal
- π = tasa de inflación

GRÁFICA 32

ÍNDICE DE SOLVENCIA INTERTEMPORAL FISCAL POR PAÍS EN AMÉRICA LATINA

Variación promedio anual de la relación deuda/PIB



Fuente: elaborada con información de las páginas web de la CEPAL y del Fondo Monetario Internacional.

Rica, Perú, Guatemala, Panamá, México y Ecuador, prácticamente no pasó por este ciclo, ya que su posición fiscal y de deuda pública no experimentó cambios relevantes durante este periodo. En otras palabras, en dichos países la sostenibilidad fiscal no estuvo en riesgo antes y durante el ciclo de bonanza externa.

En el periodo de posbonanza de materias primas (2012-2015), se evidencia cierto deterioro en la posición fiscal de algunos países, por lo que el indicador de solvencia intertemporal se ha vuelto positivo nuevamente ($b > 0$), de modo que la relación deuda-PIB ha tendido a aumentar, como en Venezuela, Brasil, Haití, la República Dominicana, Paraguay, Honduras, Costa Rica y Ecuador.

3.7 Deuda externa privada

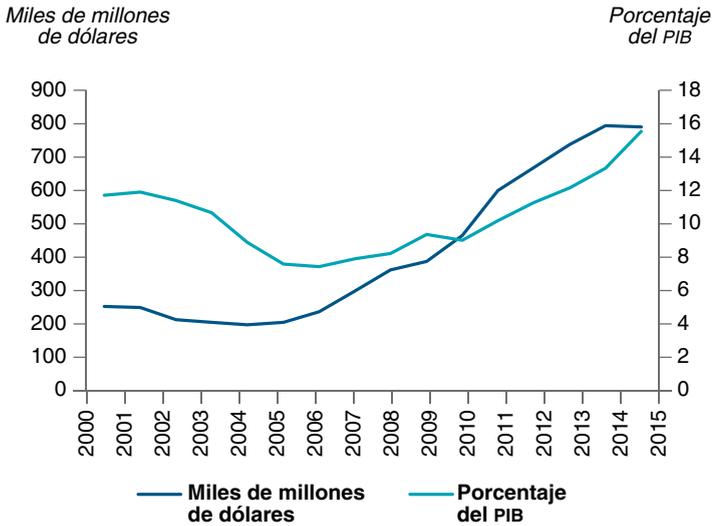
El saldo de deuda externa del sector privado en América Latina presentó durante la primera mitad del decenio de los dos mil una tendencia hacia la baja, reduciéndose para la región en su conjunto de 252,600 millones de dólares en 2000 a 205,200 millones de dólares a finales de 2005 (ver la gráfica 33). Durante ese periodo, los países de la región experimentaban los efectos de la crisis económica que se había originado a finales del decenio anterior. Una de las características de ese episodio de crisis fue la reversión de los capitales externos, especialmente de aquellos intermediados por los sistemas financieros, que habían llegado a las economías de la región durante el decenio de los noventa. La contracción de crédito bancario (*credit crunch*), que se observó en varios países durante la primera mitad del decenio de los dos mil, se originó en parte por la necesidad de los bancos de contar con la liquidez suficiente para hacer frente a esta salida de recursos externos. Durante ese periodo, la deuda externa privada, medida como porcentaje del PIB, cayó del 11.7% en 2000 al 7.6% en 2005.

Durante el periodo de bonanza externa, la recuperación económica y los elevados precios de las materias primas tornaron atractiva a la región para los flujos de financiamiento externo, por lo que dichos flujos se reactivaron en forma notable hacia el sector privado de la región. En 2011, la deuda externa privada para América Latina en su conjunto, aumentó a 599,100 millones de dólares, equivalente a un crecimiento anual promedio de casi el 20%. Este crecimiento de la deuda privada, medida en porcentaje del PIB, fue más moderado debido al crecimiento del PIB en dólares de Estados Unidos. En 2011, la relación deuda externa privada-PIB fue de sólo el 10.2 por ciento.

Durante el periodo 2012-2015, la deuda externa privada siguió aumentando, aunque a tasas de crecimiento más bajas. Para el 2015, la deuda llegó a 789,400 millones de dólares, equivalente al 15.5% del PIB. Este indicador del endeudamiento privado en 2015 es superior en 3.8% del PIB al observado a principios del milenio.

GRÁFICA 33

DEUDA EXTERNA PRIVADA EN AMÉRICA LATINA



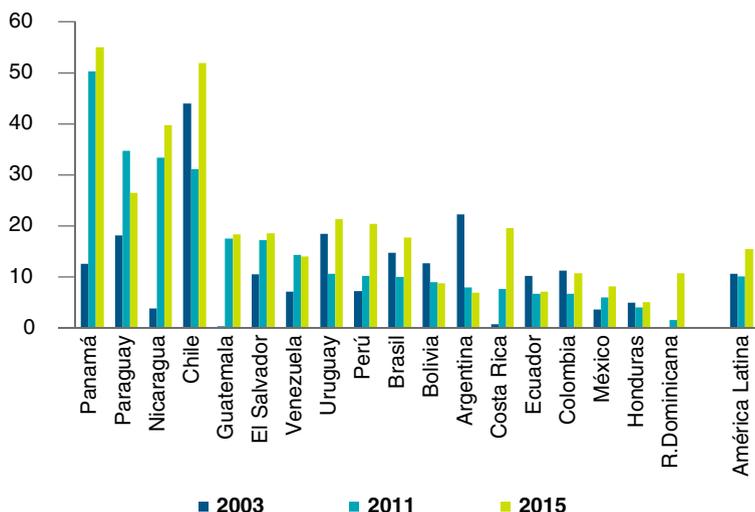
Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial. Para Chile se utilizó información del Banco Central de Chile y para Uruguay de la CEPAL.

De manera individual, los países con mayor endeudamiento externo privado en relación con el PIB son Panamá, Paraguay, Nicaragua y Chile (ver la gráfica 34). En el caso de Panamá, la ejecución del proyecto de ampliación del Canal explica este endeudamiento privado (55% del PIB en 2011). En el de Chile, la alta participación del sector privado en la inversión total del país explica este comportamiento.

Durante el periodo de bonanza, algunos países de América Latina aumentaron la deuda externa privada medida como porcentaje del PIB en Chile, Paraguay, Nicaragua, Guatemala, El Salvador, Venezuela, Perú, Costa Rica y México. Llama la atención el significativo aumento de la deuda externa privada de Nicaragua, que pasó del 3.9% del PIB en 2005 al 39.8% en 2011. Según algunos analistas,

GRÁFICA 34

DEUDA EXTERNA PRIVADA EN AMÉRICA LATINA, 2000-2015 Porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial. Para Chile, con información del Banco Central de Chile, y con información de la CEPAL para Uruguay.

esto se debe a que los flujos provenientes de Venezuela han sido registrados como deuda privada. Además, las grandes empresas que operan en el país se financian con acreedores internacionales, cuyo costo financiero era más bajo que el del financiamiento interno.

En otros países, como Chile, Brasil y Perú también se observa un crecimiento en el endeudamiento externo del sector privado, debido fundamentalmente al liderazgo que asumió este sector en la ejecución de la inversión en estos países durante el periodo de bonanza. Contrariamente, en otros países, como Brasil, Argentina, Uruguay, Colombia, Bolivia y Ecuador, se observa una caída del endeudamiento externo privado, como resultado en algunos casos de un menor papel otorgado a este sector en los modelos económicos imperantes en estos países durante ese periodo, pero

también a la mayor disponibilidad de recursos internos con la que contaron estos países durante el periodo de bonanza. En el periodo de posbonanza, el saldo del financiamiento externo al sector privado continuó aumentando en Panamá, Nicaragua, Chile, Uruguay, Perú, Brasil y Costa Rica.

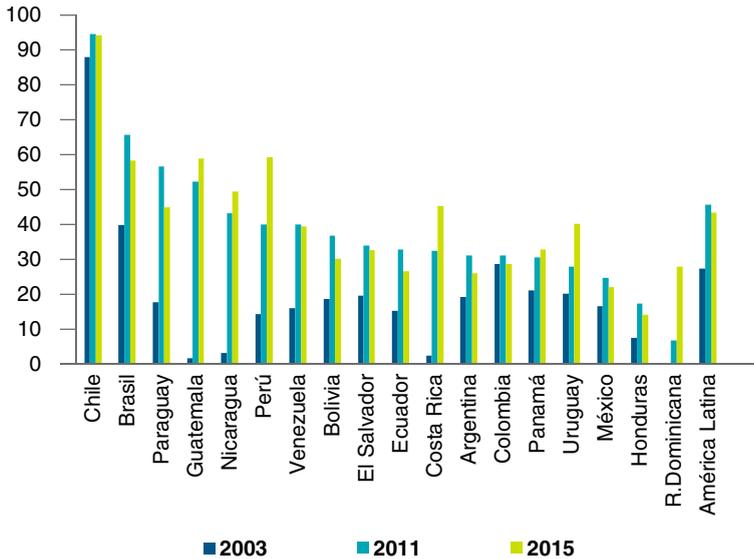
Como se observó con anterioridad, en algunos países es el sector privado el que tiene la mayor parte de la deuda externa, mientras que en otros está principalmente en manos del sector público. En la gráfica 35 se muestra que, en 2015, en Chile, Brasil, Paraguay, Guatemala, Nicaragua y Perú, el sector privado tiene más del 50% del total de deuda externa de esos países. Chile es el único país de América Latina donde el sector privado ha sido permanentemente el mayor deudor con el exterior, mientras que en el resto de países con deuda externa privada alta, este hecho ha ocurrido recientemente en los últimos decenios. La solvencia fiscal chilena basada en reglas fiscales ha limitado también el endeudamiento público, de hecho, Chile tiene el menor endeudamiento público en América Latina. Asimismo, es el país donde las reformas en favor del mercado se han venido ejecutando desde hace más tiempo, mientras que en otros, como Perú, estas se han ejecutado más recientemente.

Por el contrario, en países como Ecuador, Argentina, Colombia, Panamá, México y Honduras, el sector privado tiene una parte menor de la deuda externa, y es el sector público el que mayor deuda ha adquirido con el exterior.

En resumen, el peso de la deuda externa privada en la deuda externa total de los países de la región ha tendido a aumentar en el periodo de bonanza externa, lo cual se explica por el mayor atractivo que los países de América Latina representaron para los flujos financieros externos como resultado de las condiciones económicas favorables. También está el hecho de que el sector público en varios países de la región tuvo mayores recursos provenientes de ingresos corrientes, lo que le permitió reducir el déficit y por lo tanto hizo menos necesario recurrir a fuentes de financiamiento externo.

GRÁFICA 35

DEUDA EXTERNA PRIVADA EN AMÉRICA LATINA, 2000-2015 Porcentaje de la deuda externa total



Fuente: elaborado con información de la página web del Banco Mundial. Para Chile, con información del Banco Central de Chile, y con información de la CEPAL para Uruguay.

3.8 Sistema financiero

El sistema financiero es uno de los sectores más expuestos a los efectos de los ciclos económicos. La crisis económica por la que atravesó América Latina a finales del decenio de los noventa y principios del milenio tuvo como una de sus características principales las crisis bancarias en varios países de la región. Los episodios de crisis bancarias observados se caracterizaron por un aumento en la mora bancaria y por una contracción aguda del crédito bancario (*credit crunch*). Durante el periodo de bonanza, se observó una notable recuperación del sistema financiero de los países de la región,

con una caída en la tasa de mora bancaria y una recuperación y el crecimiento de la cartera. Los países también han fortalecido sus sistemas de regulación y supervisión financiera para evitar que los desequilibrios que causaron la crisis bancaria de principios del milenio vuelvan a repetirse en el futuro. Asimismo, varios países de la región se han movido a regímenes cambiarios más flexibles, en oposición a los de tipo de cambio fijo o administrado prevalecientes en el decenio de los noventa, lo que representa una mayor protección del sistema financiero ante potenciales choques externos.

La caída de precios de exportación observados durante el periodo de posbonanza potencialmente podría tener un efecto en el desempeño del sistema financiero en los países. La caída en los ingresos podría afectar los flujos de caja de los prestatarios y por lo tanto su capacidad de repago de los créditos recibidos. Hasta ahora, se ha evidenciado un ligero aumento en la mora bancaria y un menor ritmo de crecimiento del crédito. Sin embargo, estos efectos recién se han empezado a sentir, por lo que una visión más clara de su magnitud se podrá apreciar en los próximos años.

3.8.1 Crédito bancario

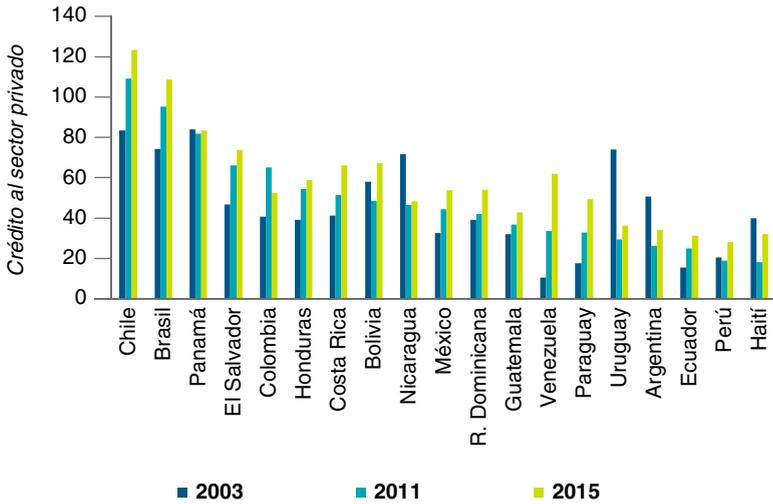
La crisis bancaria ocurrida a principios del milenio se debió, en parte, a que los flujos financieros externos que llegaron a la región, en especial los de corto plazo y que fueron intermediados por el sistema financiero de los países tendieron a revertirse cuando empezó la crisis económica. Con el deterioro económico, los bancos notaron que tenían una sobreexposición en el crédito otorgado, lo que los indujo a restringir y contraer el crédito. Posteriormente, la contracción de crédito se exacerbó debido a que los bancos percibieron que la capacidad de los deudores de repagar sus deudas se había deteriorado de manera significativa como resultado de la crisis. Esto se reflejó en un aumento considerable de la mora bancaria.

En la gráfica 36 se muestra que, en 2003, como resultado de la crisis financiera de principios del milenio, el sistema financiero en varios países mostraba bajos índices de cartera en relación con el PIB, como El Salvador, Colombia, Honduras, Costa Rica, México, la República Dominicana, Guatemala, Venezuela, Paraguay, Ecuador, Perú y Haití.

GRÁFICA 36

CRÉDITO DE LOS BANCOS AL SECTOR PRIVADO EN AMÉRICA LATINA

Porcentaje del PIB



Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial.

Durante el periodo de bonanza, los bancos expandieron nuevamente el crédito al sector privado. La recuperación económica que experimentaron los países durante este periodo y la abundancia de recursos financieros motivaron a los bancos para que aumentaran los préstamos. Durante el periodo 2004-2011, el crédito al sector privado, medido como porcentaje del PIB, aumentó en Chile, Brasil, El Salvador, Colombia, Honduras, Costa Rica, México, Venezuela, Paraguay y Ecuador.

A partir de 2012, durante el periodo de posbonanza, el crédito bancario siguió creciendo en la mayoría de los países. Para 2015, la relación crédito bancario al sector privado-PIB para Chile y Brasil es superior al 100% del PIB. En Panamá esta relación se sitúa por encima del 80% del PIB. En países como El Salvador, Colombia,

Honduras, Costa Rica, Bolivia y Venezuela, la relación cartera-PIB se sitúa alrededor o por encima del 60%. En un periodo de desaceleración económica, los países con un elevado crédito por parte del sistema financiero podrían experimentar una situación de sobreendeudamiento.

Una profundización financiera mayor no es necesariamente un problema; por el contrario, puede ser un indicador de desarrollo del sistema financiero. Sin embargo, tasas de crecimiento de cartera por encima de la tasa de interés nominal sí pueden considerarse un indicador de riesgo considerable. El aumento del crédito bancario ha llevado a algunos países a plantearse la posibilidad que se esté dando un problema de sobreendeudamiento en sus sistemas financieros, por lo que será necesario hacer un seguimiento cercano al desempeño del sistema financiero en el periodo de posbonanza.

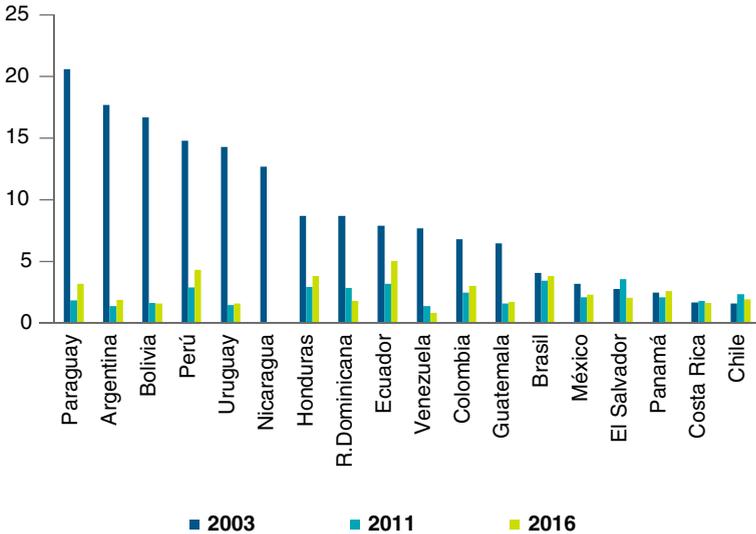
3.8.2 Mora bancaria

Otra de las características de la crisis económica ocurrida a principios del milenio fue la elevada mora bancaria. Como puede verse en la gráfica 37, en 2003 la mora de la cartera bancaria alcanzaba rangos superiores o muy cercanos al 15% para países como Paraguay, Argentina, Bolivia, Perú, Uruguay y Nicaragua. La caída en la actividad económica trajo como consecuencia un deterioro en los flujos de caja de los negocios y de las personas que no pudieron cumplir con el servicio de las deudas contraídas. Las devaluaciones cambiarias ejecutadas durante ese periodo también tendieron a deteriorar los balances de los bancos que tenían pasivos en moneda extranjera y activos en moneda nacional. La crisis financiera tuvo un alto costo para los países de la región en términos de actividad económica, pérdida de empleos y aumento en la incidencia de la pobreza.

Con la bonanza económica a partir de 2004, la capacidad de pago de las deudas mejoró de modo notable por parte de los prestatarios del sistema financiero. La bonanza económica trajo consigo un aumento en la actividad económica, la generación de empleo e ingresos, con lo que los agentes económicos pudieron honrar sus obligaciones con las entidades del sistema financiero. La gráfica 37 muestra que, para 2011, al final del ciclo de bonanza económica,

GRÁFICA 37

CARTERA EN MORA DE LOS BANCOS EN AMÉRICA LATINA Porcentaje de la cartera total



Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial.

la tasa de cartera en mora había reducido de manera considerable. Todos los países de la región mostraron tasas de cartera en mora inferiores al 5% de la cartera total. La recuperación de la estabilidad en el sistema financiero fue uno de los factores más decisivos en el rápido crecimiento del crédito bancario. Puede haber ocurrido también que el rápido crecimiento de la cartera bancaria haya hecho bajar la tasa de mora. Los nuevos créditos tardan varios meses antes de entrar en rezagos, por lo que si hay muchos créditos nuevos o ampliación de deuda, la tendencia de reducción de mora se acentúa y el indicador de esta se subestima.

Durante el periodo de posbonanza, se ha incrementado en algún grado la mora bancaria en algunos países de la región. En 2016, se

observa un aumento en la cartera de mora en Paraguay, Argentina, Perú, Honduras, Ecuador, Colombia, Brasil, México y Panamá. Si bien estos aumentos no son significativos, podrían evidenciar que la desaceleración económica está comenzando a afectar la capacidad de pago de algunos prestatarios.

3.8.3 Regulación y supervisión prudencial para enfrentar los ciclos

Los sistemas de regulación y supervisión prudencial en la mayoría de los países de la región establecen un conjunto de normas y preceptos que deben cumplirse para garantizar el buen desempeño de los sistemas financieros, lo que incluye, por parte de los bancos, la constitución de provisiones por cartera incobrable, requerimientos de liquidez, adecuación de capital, entre otros.

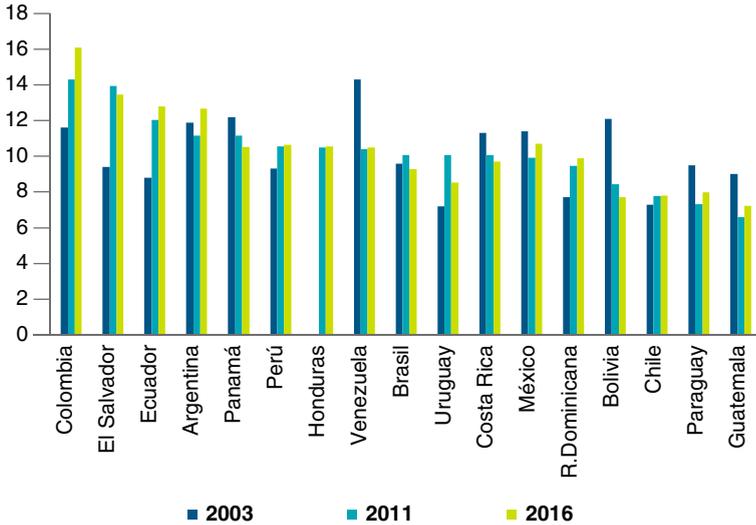
La capitalización adecuada es una de las normas principales de los sistemas de regulación prudencial del sistema financiero. Cuanto mayor sea el riesgo asociado a una cartera, se requiere una proporción mayor de patrimonio para hacer frente a las pérdidas potenciales. Los requerimientos de adecuación del capital deben estar vinculados a la calificación de riesgo de la cartera. El objetivo del Acuerdo de Basilea es hacer que la regulación del capital sea más sensible a los diferentes perfiles de riesgo entre los bancos, considerar de manera explícita la exposición no registrada en los balances en la medición de la adecuación del capital y disminuir los desincentivos para demandar activos líquidos de bajo riesgo.

La gráfica 38 muestra la relación del capital y las reservas de los bancos con el total de activos financieros y no financieros, no corregida por el factor de riesgo. Se observa que después de los episodios de crisis bancaria observados a principios de milenio, varios países aumentaron sus coeficientes de adecuación de capital, como Colombia, El Salvador, Ecuador, Perú, Brasil, Uruguay y la República Dominicana. En 2011, la mayor parte de los países presentó una relación capital-activos por encima o muy cercana al 10%. Entre los países con riesgo de insolvencia intertemporal se encuentran los de menor coeficiente de adecuación de capital, como Bolivia (8%), Chile (8%), Paraguay (8%) y Guatemala (7%).

GRÁFICA 38

RELACIÓN CAPITAL-ACTIVOS TOTALES DE LOS BANCOS EN AMÉRICA LATINA

Porcentaje del total de activos



Fuente: elaborada con información de la página web del Banco Mundial.

Durante el periodo de posbonanza, los países de la región básicamente mantuvieron estable la relación capital-activos totales alcanzadas en 2011, en línea con las recomendaciones prudenciales establecidas por Basilea. Esto les proporciona una protección adicional para hacer frente a potenciales choques negativos. Bolivia, Chile, Paraguay y Guatemala presentan una relación capital-activos bancarios cercana al 8%, el mínimo establecido por Basilea.

3.9 Resumen de los efectos de los choques externos

El análisis de las secciones anteriores muestra que el desempeño económico de la región ha sido afectado por choques externos, como la crisis financiera de la primera mitad del decenio de los dos mil, seguida por una bonanza externa que duró hasta comienzos de

este decenio y una desaceleración posterior debido a la caída de los precios de las materias primas que exporta la región. Sin embargo, en términos comparativos, el periodo 2000-2016 ha sido único en América Latina por el grado de estabilidad económica y financiera. Los decenios anteriores se caracterizaron por grandes crisis financieras y económicas que causaron consecuencias en toda la región.

Los efectos de los choques externos en la economía fueron diferentes para cada país, dependiendo de las características específicas de sus economías. El auge de los precios de las materias primas, sobre todo de productos de origen extractivo como energía y minería, han beneficiado en mayor medida a los países donde estos recursos son abundantes y representan un porcentaje significativo de sus exportaciones, mientras que ha sido perjudicial para los países con escasez de estos recursos y que tienen que importarlos. El auge de precios, sin embargo, también ha beneficiado a los países productores y exportadores de productos agropecuarios, ya que estos también han experimentado aumentos de precios, aunque no de la magnitud de los vistos en los precios de los productos no renovables.

La información de los cuadros 3 y 4 trata de resumir los efectos de los ciclos de aumento y caída en los precios externos de materias primas en el desempeño de la economía regional, incluyendo el periodo de bonanza de precios externos de materias primas y el de posbonanza, que empieza en 2012 y continúa en el presente. Los efectos de este segundo periodo del ciclo aún no se han materializado completamente y será necesario realizar un seguimiento cercano para evaluar en su totalidad dichos efectos.

3.9.1 Periodo de bonanza externa (2004-2011)

El cuadro 4 presenta un resumen de los efectos de bonanza externa en las economías de la región. Los países han sido clasificados de acuerdo con el peso que tienen los sectores de materias primas (agricultura, minería e hidrocarburos) en las exportaciones totales de cada uno. Los países con una incidencia alta de estos sectores en sus exportaciones (mayor que el 60% para el periodo 2004-2011) son Ecuador, Venezuela, Bolivia y Chile. Los países con

una participación media-alta (menor al 60% y mayor al 40%) son Colombia, Perú, Honduras y Paraguay. Los países con una participación media-baja (menor al 40% y mayor al 20%) son Nicaragua, Guatemala, Brasil, Uruguay y Argentina. Finalmente, los países con una participación baja (menor al 20%) son Panamá, Costa Rica, México, El Salvador y la República Dominicana.

Claramente, se observa que los países con una incidencia alta de los sectores de materias primas en sus exportaciones se beneficiaron en mayor medida de un aumento en los precios de sus exportaciones, como Ecuador, Venezuela, Bolivia, Chile, Colombia y Perú. Por el contrario, los países con menor peso de los sectores extractivos en el total exportado, con excepción de Argentina y Brasil, presentaron los menores incrementos en los precios de sus exportaciones durante ese periodo.

A pesar de que la bonanza de precios externos de materias primas de los sectores extractivos pudo haber actuado como gran incentivo para atraer inversión extranjera directa, los países con mayor peso de materias primas en sus exportaciones recibieron flujos de IED relativamente bajos durante este periodo, como Ecuador, Venezuela y Bolivia. El entorno normativo y legal menos flexible para la IED en estos países fue una de las causas que explica este comportamiento. Por el contrario, Chile, que también tiene una participación alta de materias primas en sus exportaciones, pero un marco normativo y legal favorable a la IED, presentó flujos de IED de 7.2% del PIB en promedio.

Países con una dependencia media-alta de los sectores extractivos, como Colombia, Perú y Honduras, muestran flujos de IED promedio más altos, debido a la bonanza de precios pero también a la estabilidad institucional con respecto al tratamiento de la IED.

Países con una dependencia media-baja de las materias primas, como Guatemala, Brasil y Argentina, presentaron flujos de IED, en relación con el PIB, algo menores. Finalmente, algunos países con incidencia media-baja y baja de los sectores extractivos en sus exportaciones, como Nicaragua, Uruguay, Panamá y Costa Rica, presentaron también flujos altos de IED, superiores al 5% del PIB. Como se explicó, la ejecución del proyecto de ampliación del Canal explica los altos índices de IED de este país en tal periodo.

RESUMEN DE EFECTOS DE LOS CHOQUES EXTERNOS EN AMÉRICA LATINA DURANTE EL PERIODO DE BONANZA (2004-2011)

Peso del sector extractivo en las exportaciones	Países	Choque de precios ($\Delta\%$ acum.)	IED (porcentaje del PIB promedio anual)	Balanza de cuenta corriente (% PIB promedio anual)	Reservas internacionales (% PIB en 2011)	Deuda pública total (% PIB en 2011)	Tipo de cambio real (-) Apreciación ($\Delta\%$ acum.)	Crecimiento PIB per cápita ($\Delta\%$ promedio anual)
Alta	Ecuador	135.2	1.0	1.0	2.1	18.3	11.3	3.0
	Venezuela	268.0	0.9	8.6	3.1	25.1	-28.8	4.6
	Bolivia	190.7	2.0	6.8	41.4	34.6	3.3	2.8
	Chile	193.3	7.2	0.5	16.7	16.6	-15.8	3.2
Media alta	Colombia	165.9	4.1	-2.2	9.4	41.0	-36.2	3.7
	Perú	234.7	4.5	-0.3	27.5	22.4	-1.9	5.2
	Honduras	79.2	6.1	-6.8	15.5	32.4	-13.3	2.5
	Paraguay	49.1	1.1	1.5	19.7	10.9	-25.2	2.9

Media baja	Nicaragua	82.8	5.7	-12.5	19.4	31.9	8.7	2.2
	Guatemala	67.7	2.0	-3.4	12.2	23.9	-19.9	1.3
	Brasil	150.9	2.8	-0.6	13.4	46.2	-46.4	3.2
	Uruguay	87.2	5.5	-1.8	21.5	43.4	-29.0	6.4
	Argentina	118.3	2.3	1.6	8.2	37.2	n.d.	4.9
Baja	Panamá	27.7	9.7	-7.2	6.7	37.3	11.0	6.0
	Costa Rica	-0.3	5.5	-4.9	11.2	36.7	-17.6	3.3
	México	64.9	2.6	-1.1	12.3	31.0	9.1	1.1
	El Salvador	31.9	2.5	-4.2	9.3	44.1	4.2	1.4
	República Dominicana	36.0	4.1	-4.3	7.1	28.5	-24.0	4.1
	<i>América Latina</i>	114.3	2.9		12.3	37.2		3.0

Fuente: elaborado con información de las páginas web de la CEPAL, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

Como era de esperarse, los países con exportaciones consistentes en materias primas y en especial de los sectores extractivos mostraron el mejor desempeño en cuanto al resultado en la balanza externa. Estos países revelan los resultados más positivos en cuenta corriente de la balanza de pagos, en especial Venezuela y Bolivia. Por el contrario, los países menos dependientes de los sectores de materias primas en sus exportaciones ostentan los resultados más negativos en cuenta corriente. La explicación más directa de este comportamiento negativo es que estos países no se beneficiaron de los altos precios de las exportaciones y tuvieron que pagar costos más elevados para importar combustibles. Sin embargo, se debe considerar también la relación entre los flujos de IED y la balanza en cuenta corriente explicadas antes, ya que la IED también implica mayores volúmenes de importaciones de bienes de capital e insumos, por lo que los países con mayor IED tienden a mostrar déficits comerciales y de cuenta corriente mayores, como en Honduras, Nicaragua, Uruguay, Panamá, Costa Rica y la República Dominicana.

El análisis muestra que varios de los países de la región, Bolivia, Haití, Perú y Nicaragua, y en menor medida Brasil, México, Paraguay, la República Dominicana y Uruguay, aumentaron sus reservas internacionales durante el periodo de bonanza externa, mientras que Argentina, Chile, Colombia y Venezuela las redujeron. En 2011, varios países muestran índices de reservas por encima del 15% del PIB. Este factor les otorga un mayor margen de acción para enfrentar los efectos de los potenciales choques externos negativos y también les permite brindar más confianza a los agentes económicos.

La bonanza además ayudó a los países a mejorar su posición fiscal y reducir de manera significativa el peso de la deuda pública. En 2011, la región en su conjunto tenía un coeficiente deuda pública-PIB del 37.2%. En países como Ecuador, Chile y Paraguay esta relación se situaba por debajo del 20%. En 2011, los países con el coeficiente deuda pública-PIB más alto en la región fueron Colombia, Brasil, Uruguay y El Salvador, con tasas por encima del 40%. También se evidenció un cambio en la composición de la deuda pública, con una caída en la participación de la deuda externa y un aumento de la deuda interna. La mayor disponibilidad de recursos dentro de

las economías de la región, debido a la bonanza externa, hizo que los gobiernos pudieran recurrir en mayor medida a los mercados internos como fuente de financiamiento. Los bajos índices de inflación y la estabilidad económica permitieron también un mayor grado de profundización financiera y un mayor desarrollo de los mercados financieros nacionales; con ello los gobiernos accedieron al ahorro interno y a otros recursos financieros internos. Los menores rangos de endeudamiento del sector público refuerzan la capacidad de los países de América Latina para hacer frente a potenciales choques externos negativos.

La bonanza externa también contribuyó para que los sistemas financieros de los países de la región pudieran superar la profunda crisis en la que habían caído, caracterizada por aumentos en la mora bancaria y contracción del crédito. La reactivación económica durante ese periodo y la abundancia de recursos mejoraron la capacidad de pago de los prestatarios, lo que causó una caída en la cartera en mora y una recuperación de los créditos bancarios.

Finalmente, la abundancia de recursos externos asociada a la bonanza externa ha generado también presión para que se aprecie el tipo de cambio real. Durante ese periodo, el tipo de cambio real se apreció en casi todos los países de la región, con excepción de Bolivia, Ecuador, México, El Salvador, Nicaragua y Panamá. La apreciación cambiaria real tiende a generar presiones que inciden en el fenómeno de *enfermedad holandesa* en las economías, lo que representa una pérdida de competitividad de los sectores que producen bienes transables.

3.9.2 Periodo de la posbonanza externa (2012-2015)

La caída en los precios de las materias primas que exportan los países de la región (2012) ha generado efectos que comienzan a sentirse de alguna forma en sus economías. Nuevamente, los países han sido clasificados de acuerdo con el peso de las materias primas en las exportaciones totales, sólo que esta vez se tomó la información correspondiente al periodo 2012-2015. Se observa un aumento en la dependencia de varios países a las exportaciones de materias primas.

En el cuadro 5 se presenta un resumen de los efectos de la bonanza externa en las economías de la región durante el periodo de posbonanza. Los países que producen materias primas y tienen estas un mayor peso en las exportaciones han experimentado las mayores caídas en los precios de exportaciones, como Venezuela, Colombia, Ecuador y Chile. Los precios de los minerales comenzaron a caer a partir de 2012; los precios de la energía, a partir de 2013; y los de los alimentos, a partir de 2014. Las mayores caídas de precios para los tres grupos de productos de exportación ocurrieron en 2015.

El cuadro 4 muestra que los efectos de los choques externos durante el periodo de posbonanza son de diversos tipos. Por ejemplo, los flujos de IED han aumentado en la región en su conjunto en comparación al periodo anterior. Sin embargo, los países especializados en producir y exportar materias primas de los sectores extractivos, como Venezuela, Bolivia y Ecuador, muestran flujos de IED muy bajos, similares a los observados en el periodo de bonanza. Colombia, Chile y Perú, también exportadores de materias primas de los sectores extractivos, siguieron con flujos elevados de IED durante este periodo. Países con menor participación de las materias primas en sus exportaciones, como Panamá, Uruguay, Honduras, Costa Rica y Nicaragua, también presentaron índices altos de IED. Esto muestra que, además de rentabilidad, la IED busca seguridad jurídica y reglas claras.

Con la caída de precios de materias primas, la balanza en cuenta corriente ha tendido a deteriorarse en la mayor parte de los países de la región. Los países exportadores de productos basados en materias primas provenientes de los sectores extractivos experimentaron mayor deterioro. Sin embargo, los que no exportan este tipo de productos mantuvieron una situación de déficit alto en cuenta corriente también durante el periodo de posbonanza, lo cual de nuevo se asocia a los flujos positivos de IED, como en Colombia, Panamá, Perú, Brasil, Uruguay, Honduras, Costa Rica, Nicaragua y la República Dominicana.

Con relación a las reservas internacionales, estas han permanecido básicamente en los niveles alcanzados durante la bonanza e incluso presentan un aumento en términos absolutos y como porcentaje del PIB, si consideramos la región en su conjunto. La mayor parte de los países ha aumentado sus índices de reservas, como Colombia,

Perú, Brasil, Uruguay, Honduras, Costa Rica y México, por lo que han fortalecido su posición para hacer frente a potenciales choques externos negativos en el futuro. Así también, se observa que algunos países han perdido parte de las reservas internacionales acumuladas durante el periodo de posbonanza, como Bolivia, Venezuela y Argentina. Este comportamiento tuvo mucho que ver con la política cambiaria de cada país. Aquellos que tienen regímenes cambiarios flexibles y han dejado que sus monedas se deprecien en respuesta a las condiciones externas menos favorables, han experimentado una menor pérdida de reservas o incluso las han incrementado. Los países con mayor rigidez cambiaria, que mantienen tipos de cambio fijo o administrado, han experimentado una mayor apreciación cambiaria y una mayor pérdida de reservas internacionales.

La deuda pública ha tendido a aumentar en el periodo de posbonanza. El coeficiente de deuda a PIB para la región en su conjunto subió al 44.6% en 2015. Se observan aumentos significativos en países como Venezuela, Ecuador, Chile, Brasil, Paraguay, Uruguay, Honduras, Costa Rica, México, El Salvador y la República Dominicana. Por su parte, experimentaron incrementos muy reducidos e incluso descensos en su coeficiente de endeudamiento público países como Bolivia, Perú y Nicaragua.

Por último, durante el periodo de posbonanza, algunos países pudieron revertir de manera significativa la apreciación cambiaria registrada en la bonanza, con tasas de depreciación real iguales o superiores al 15%, como Colombia, Chile, Brasil, México y la República Dominicana. También se observaron depreciaciones reales de menor magnitud en Uruguay y Perú. Como se mencionó antes, los países con modelos cambiarios más flexibles realizaron depreciaciones nominales del tipo de cambio, con el fin de ajustar el tipo de cambio a las nuevas condiciones cambiarias resultantes en los entornos externo e interno. Argentina también hizo un ajuste cambiario en 2016, lo cual no se muestra en el cuadro 5, que sólo presenta información hasta 2015. El resto de los países muestra apreciación cambiaria debido, en algunos casos, a rigideces en el manejo del tipo de cambio nominal, lo cual puede presentar dificultades en presencia de choques externos negativos.

CUADRO 5

RESUMEN DE EFECTOS DE LOS CHOQUES EXTERNOS EN AMÉRICA LATINA DURANTE EL PERIODO DE POSBONANZA (2012-2015)

Peso del sector exportaciones	Países	Choque de precios ($\Delta\%$ acumulada)	IED (% PIB promedio anual)	Balanza en cuenta corriente (% PIB promedio anual)	Reservas internacionales (% del PIB en 2015)	Deuda pública total (% PIB en 2015)	Tipo de cambio real (-) Apreciación ($\Delta\%$ acumulado)	Crecimiento PIB per cápita ($\Delta\%$ promedio anual)
Alta	Venezuela	-49.0	0.8	-0.6	2.0	49.1	n.d.	-2.1
	Bolivia	-16.7	2.8	1.6	35.2	31.6	-27.5	3.9
	Ecuador	-31.3	0.8	-0.9	2.1	32.5	-18.5	2.1
	Colombia	-48.2	4.2	-4.5	15.8	42.3	42.2	3.1
	Chile	-27.3	8.7	-1.5	16.1	25.7	14.4	2.3
Media-alta	Perú	-26.9	4.6	-3.9	31.4	22.0	0.3	3.0
Media-baja	Panamá	-1.5	9.7	-9.1	8.2	38.8	-17.9	5.2
	Brasil	-31.7	3.6	-3.4	20.0	57.0	53.0	-0.7

Paraguay	-7.5	1.5	0.0	20.4	19.7	-3.9	3.6
Uruguay	-9.5	4.4	-4.3	32.8	53.6	4.3	2.7
Honduras	-23.4	6.2	-8.1	18.0	45.2	-2.8	1.9
Guatemala	-16.4	2.2	-1.8	11.8	24.4	-17.0	1.6
Costa Rica	-7.5	6.2	-4.8	14.8	50.6	-6.8	2.3
Argentina	-16.8	1.9	-1.5	5.1	38.0	n.d.	-0.7
Nicaragua	-11.2	7.2	-9.3	19.3	30.4	-1.1	3.7
México	-14.9	2.5	-2.2	15.1	42.5	26.6	1.2
El Salvador	2.7	1.7	-5.2	10.6	47.3	2.3	1.5
República Dominicana	-13.0	3.8	-4.0	7.8	35.3	15.0	4.2
<i>América Latina</i>	-24.7	3.3		14.8	44.6		0.4

Fuente: elaborado con información de las páginas web de la CEPAL, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

4. Riesgos y vulnerabilidad de las economías de América Latina en la coyuntura actual

El análisis realizado en las secciones anteriores muestra que la bonanza de precios altos de materias primas favoreció a la mayoría de los países de América Latina. Durante ese periodo, 2004-2011, se observó una mejora en los indicadores macroeconómicos y financieros de la mayoría de los países. Esto los puso en mejor posición para afrontar los efectos de los choques externos negativos que empezaron a evidenciarse a partir de 2012. Sin embargo, la posición para enfrentar el periodo de posbonanza de altos precios de materias primas no es la misma para todos los países. Algunos se encuentran en mejor posición que otros en aspectos como el grado de exposición a los choques externos, el endeudamiento pendiente, las reservas internacionales acumuladas, el manejo y la flexibilidad de la política cambiaria y otros.

En esta sección se realiza una descripción de los riesgos macroeconómicos, externos e internos, identificados a partir de este estudio, que podrían enfrentar los países en el periodo de posbonanza; además, se hace una evaluación del grado de exposición de cada país respecto a cada uno de los riesgos identificados.

4.1 Riesgos identificables

Los cambios que están ocurriendo en la economía mundial tendrán sin duda un efecto significativo en los países de América Latina. Los potenciales choques que puede enfrentar la región se dan por una caída en los precios internacionales de los productos exportados,

un aumento en las tasas de interés internacionales, un potencial fortalecimiento del dólar estadounidense o una potencial reversión en los flujos de capital. Estos choques incidirán en los equilibrios externo y fiscal, en la actividad económica y en el desempeño global y sectorial de la economía.

Sin embargo, no todos los países se encuentran en la misma condición para enfrentar estos efectos. La profundidad de los choques para cada país dependerá de variables como: el peso de las materias primas en las exportaciones, el endeudamiento interno y externo, tanto del sector público como del sector privado, el índice de reservas internacionales acumuladas, los balances externo y fiscal resultantes después de los choques y la magnitud de los ajustes requeridos, la flexibilidad cambiaria y el grado de exposición de los sistemas financieros.

Para identificar la vulnerabilidad de los países y de la región en su conjunto a los potenciales efectos de los choques externos, se requiere de un análisis más detallado que se base en las variables antes mencionadas: dependencia de las materias primas, endeudamiento, apreciación cambiaria, índice de reservas internacionales, balances externo y fiscal, atraso cambiario, entre otros.

En esta sección se analizan los principales riesgos a los que estarán expuestos los países de la región en los próximos años. Los argumentos se basan en gran medida en la exposición presentada a lo largo de este documento, resumidos en la sección 3.9. El análisis de riesgos se complementa con la matriz de evaluación de riesgos construida para cada país en el informe del Artículo IV del Fondo Monetario Internacional, cuando dichos documentos han estado disponibles. Los informes del Artículo IV del Fondo Monetario Internacional también han sido referencia para la identificación de los riesgos más relevantes, tanto externos como internos. La metodología para establecer los parámetros de los grados de exposición de los países a cada uno de los riesgos se analiza en detalle en el anexo metodológico de este informe.

Los riesgos se han clasificado en externos e internos.

CUADRO 6

MATRIZ DE RIESGOS EXTERNOS

Riesgos externos identificados

<i>Grado de exposición</i>	<i>Caída permanente de precios de materias primas</i>	<i>Bajo crecimiento de las economías avanzadas y emergentes</i>	<i>Fortalecimiento del dólar estadounidense y aumento en las tasas de interés internacionales</i>
Exposición alta	Venezuela	México	Argentina
	Bolivia		Ecuador
	Ecuador		Venezuela
Exposición media-alta	Colombia	Nicaragua	Costa Rica
	Chile	Bolivia	Guatemala
	Perú	Paraguay	Nicaragua
		Chile	Bolivia
		Ecuador	El Salvador
		El Salvador	Honduras
		Venezuela	
Exposición media-baja	Brasil	Colombia	Chile
	Paraguay	Costa Rica	Paraguay
	Panamá	Honduras	República Dominicana
	Guatemala	Perú	Uruguay
	Uruguay	República Dominicana	Colombia
		Argentina	México
		Guatemala	Perú
		Uruguay	
		Brasil	
		Panamá	
Exposición baja	Honduras		Brasil
	Nicaragua		
	Argentina		
	Costa Rica		
	México		
	El Salvador		
	República Dominicana		

Fuente: elaborado con la información de este estudio.

4.1.1 Riesgos externos

De acuerdo con el análisis realizado en las secciones precedentes, los riesgos macroeconómicos externos identificados como más relevantes para los países de la región son: la volatilidad en los precios de las materias primas de exportación, la persistencia de un bajo crecimiento en las economías avanzadas y emergentes, un potencial aumento de las tasas de interés internacionales y la volatilidad en los mercados financieros internacionales. En el cuadro 6 se presenta un resumen del grado de exposición identificado para cada país de la región a cada uno de los riesgos externos identificados.

Volatilidad en los precios de materias primas de exportación

En los últimos años, se ha observado un aumento en la volatilidad de los precios de las materias primas de exportación, y en especial en el precio del petróleo y los minerales, con predominancia a la baja. Si bien ha habido una leve recuperación en los precios de productos extractivos durante 2016, los precios promedio se han mantenido bajos en comparación con los prevalecientes en el periodo 2004-2014. Por ejemplo, en 2016 el precio promedio del barril de petróleo ha sido de 43.3 dólares el barril, en comparación con 93.3 dólares en 2014. El exceso de oferta, las ganancias de eficiencia en la producción y una demanda más débil hacen pensar que el precio del petróleo se mantendrá bajo por más tiempo (FMI, 2016).

Estos precios bajos del petróleo constituyen una amenaza para aquellos países exportadores de petróleo o hidrocarburos en general, pero un alivio para aquellos importadores. Entre los países exportadores de petróleo o gas natural destacan Venezuela, Ecuador, Bolivia, Colombia y México.⁶ Entre los países importadores figuran la mayoría de Centroamérica, que definitivamente han mejorado sus términos de intercambio. Otros países que habían experimentado algunas presiones inflacionarias, como Costa Rica, las han aliviado.

Ciertamente, el país que más ha sido afectado con la caída del precio del petróleo ha sido Venezuela, debido a que sus ingresos

⁶ México ha sido históricamente un país exportador de petróleo crudo, pero en 2016 pasó a ser un importador neto de productos petroleros.

fiscales dependen mucho de las exportaciones de petróleo: el periodo 2012-2015 representaron el 84.6%. Las finanzas públicas se han visto altamente mermadas con el consecuente recorte en el gasto y la inversión pública. A eso debe sumarse el fuerte riesgo fiscal debido a los generosos subsidios energéticos. Bolivia, Colombia y Ecuador también han visto mermados sus ingresos en cantidades considerables.

Asimismo, han sido afectados los países productores y exportadores de minerales, como Bolivia, Chile y Perú. Los precios de los minerales han experimentado un persistente deterioro desde 2012 y continuaron cayendo en 2016, por lo que estos países seguirán recibiendo menos ingresos externos por la exportación de este tipo de bienes.

Los países exportadores de productos agropecuarios tienen un grado menor de exposición al riesgo, debido a que los precios de este tipo de productos en los mercados internacionales no han experimentado caídas tan pronunciadas como los hidrocarburos y minerales. Los países más expuestos a la caída de precios agropecuarios son Paraguay, Panamá, Uruguay, Ecuador, Honduras, Nicaragua, Costa Rica, Brasil, Guatemala y Argentina.

La caída de los precios de materias primas tiene una repercusión significativa, en especial en la balanza de la cuenta corriente de los países. Para Chile, por ejemplo, las exportaciones de cobre representan un porcentaje elevado de los ingresos externos y fiscales. De igual manera, Bolivia tiene grandes volúmenes de exportación de gas natural y de minerales, como zinc y estaño. Por ello, ha visto afectadas sus cuentas fiscales por la caída del precio del gas (asociado al precio del petróleo). Esto ha generado una situación de déficits gemelos, donde no solamente hay un déficit fiscal, sino también uno de cuenta corriente que además se torna creciente debido a la sobrevaluación del tipo de cambio real. Los precios bajos han desincentivado la exploración en Bolivia, generando el riesgo de que no tenga la suficiente cantidad de reservas para renegociar en 2019 un nuevo contrato de venta de gas a Brasil.

En Ecuador, la caída de precios internacionales ha afectado a la economía, tanto por la baja de precios de hidrocarburos como de productos agropecuarios, ya que ambos son primordiales en

las exportaciones. El bajo precio del petróleo ha generado algunas dificultades en la operación de pozos petroleros: se han retrasado algunos proyectos de exploración, así como la reapertura de la refinería Esmeraldas. Si a todo esto se le suma el terremoto que sufrió a inicios de 2016, queda una presión fiscal muy cuantiosa que tendrá que financiarse seguramente con deuda.

Persistencia de un bajo crecimiento en las economías avanzadas y emergentes

La posibilidad de que se prolongue el periodo de bajo crecimiento en las economías avanzadas y emergentes constituye un riesgo externo que afecta a todos los países latinoamericanos. El efecto viene principalmente por una demanda externa que se ha contraído y que puede mantenerse así todavía por un tiempo prolongado, afectando a las exportaciones de los países, en especial aquellos que exportan materias primas. Esto, a su vez, se traduce en un deterioro de la balanza en cuenta corriente, que se explica tanto por una caída en el valor como también en el volumen de las exportaciones.

Los países más afectados por una demanda mundial insuficiente son aquellos cuyas economías dependen fundamentalmente de las exportaciones. El grado de exposición será aún mayor si las exportaciones se dirigen a mercados de las economías avanzadas y emergentes.

México, por ejemplo, está muy expuesto a este tipo de riesgo, ya que las exportaciones representan un porcentaje elevado del PIB (30.8% en promedio para el periodo 2012-2015) y además una parte considerable de su comercio va a Estados Unidos. Nicaragua, Bolivia, Paraguay, Chile, Ecuador y El Salvador también tienen una exposición alta a este riesgo, ya que las exportaciones representan un porcentaje elevado de su producto (superior al 20% del PIB en promedio para el periodo 2012-2015).

Algunos países clave en la región tienen el peso suficiente para influir en el desempeño de otras economías, tales como México y Brasil. Un deterioro en la situación económica de México va a tener un efecto negativo en las economías de los países de Centroamérica. En Bolivia y Paraguay, un alto porcentaje de sus exportaciones

tiene como destino Brasil, por lo que una crisis económica brasileña repercutiría fuertemente en ambos países. Un tercio de las exportaciones bolivianas va hacia Brasil y una crisis afectaría el canal de comercio por una menor demanda de productos bolivianos⁷ y tendría un efecto no comercial mediante la caída de las remesas que provienen de Brasil, así como de inversiones brasileñas en Bolivia. Paraguay exporta también al Brasil el equivalente a un tercio de su PIB, pero además tiene un importante flujo de IED, por lo que una crisis brasileña podría generar también efectos en la balanza de pagos y en el sector bancario.

La exposición a este riesgo es menor en países como Colombia, Costa Rica, Honduras, Perú, la República Dominicana, Argentina, Guatemala, Uruguay, Brasil y Panamá, donde las exportaciones pesan menos en relación con el PIB (menor al 20% durante el periodo 2012-2015). Además, mantienen un mayor porcentaje de exportaciones intrarregionales, por lo que una desaceleración de las economías avanzadas tendría un menor impacto en la suya. Un alto porcentaje de las exportaciones de los países de Centroamérica va a los mercados de Estados Unidos. Sin embargo, la posibilidad de que este país se recupere más rápidamente que otras economías avanzadas permite que los países centroamericanos y del Caribe puedan superar más pronto esta amenaza.

En los últimos años, América Latina se ha vinculado económicamente con China, por lo que una desaceleración mayor a la esperada de China podría tener efectos negativos considerables en las economías de los países de la región. Entre el 15% y el 25% de las exportaciones de Brasil, Chile, Perú, Uruguay y Venezuela va hacia China, por lo que una desaceleración contribuiría a reducir más aún los precios de las materias primas e incrementaría los riesgos en toda la región. Ecuador no tiene muchas exportaciones a China, pero sí goza de financiamiento significativo que le podría afectar.

Otro factor al cual será necesario prestar atención en el futuro

⁷ Las exportaciones de gas de Bolivia a Brasil, al ser contractuales, no deberían verse afectadas como otras que sí dependen de la demanda brasileña. Sin embargo, Brasil ha estado utilizando últimamente la cláusula de *take or pay* para comprar un menor volumen de gas natural, debido a la desaceleración de su economía y para aprovechar fuentes de energía alternativas más baratas, como la hidroeléctrica.

próximo se refiere al cambio en la política de los Estados Unidos hacia la región, en general, y hacia los tratados de libre comercio que firmó con diferentes países de la zona. Estados Unidos tiene acuerdos de libre comercio firmados con México, el NAFTA; con los países de Centroamérica y la República Dominicana, el CAFTA; y acuerdos bilaterales con Chile, Colombia y Perú. Un cambio en sus políticas, que implique la revisión y la renegociación de los tratados, podría tener efectos significativos en el desempeño económico de la región.

Fortalecimiento del dólar estadounidense en los mercados internacionales y aumento en las tasas de interés internacionales

Otro factor que representa un riesgo para las economías de la región es un potencial fortalecimiento del dólar estadounidense en los mercados internacionales, asociado a un aumento en las tasas de interés internacionales, las cuales, a partir de la crisis financiera de 2008, han permanecido con valores históricamente bajos. Recientemente, en 2016, las tasas de interés han mostrado signos de recuperación, a partir del aumento en la tasa de interés de referencia por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, en diciembre de 2015, asociado a la normalización su política monetaria. El efecto del aumento de la tasa de interés de la Reserva Federal ha sido todavía moderado. Durante 2016, la tasa LIBOR a 30 días ha permanecido por debajo del 0.5%, mientras que la tasa a 180 días llegó al 1%. En diciembre de 2016, la Reserva Federal decretó un nuevo incremento de la tasa de interés de referencia y ha anunciado que en 2017 realizaría tres incrementos adicionales, por lo que se esperaría que durante este año las tasas de interés mundiales continúen su tendencia ascendente.

Por el momento, el efecto del aumento en las tasas de interés internacionales no ha sido significativo en las economías de la región ni en sus sistemas financieros, pero esta situación podría cambiar en el futuro. Los efectos de tasas mayores pueden darse por diferentes canales, como un aumento en el costo de financiamientos público y privado, con efectos negativos en el balance fiscal y en el costo del crédito en los mercados locales. También puede incentivar

una salida de capitales de los países, lo que ejercería presiones en las reservas internacionales y en el tipo de cambio.

Un mayor efecto potencial de un aumento en las tasas dependerá de cada país, según el monto del endeudamiento externo y de las reservas internacionales que tenga para hacer frente a estos choques. En este marco, los países más expuestos son Argentina, Ecuador, Venezuela y Panamá, principalmente por la baja cobertura de las reservas internacionales en relación con su deuda externa total. Ecuador, además, presenta una apreciación real del tipo de cambio en los últimos cinco años. Los países menos expuestos al riesgo de una potencial apreciación del dólar asociado a un aumento en las tasas de interés internacionales son Chile, Paraguay, la República Dominicana, Uruguay, Colombia, México, Perú y Brasil. Este grupo de países muestra un adecuado índice de reservas en relación con la deuda externa total. Algunos han mantenido tipos de cambios flexibles que se adecuan a las variaciones registradas en sus economías.

En las economías centroamericanas, la exposición al riesgo de un aumento en las tasas de interés internacionales es un poco mayor. Por ejemplo, en Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, El Salvador y Honduras, el incremento de la tasa de interés de la Reserva Federal puede deteriorar la dinámica de la deuda pública, ya que un elevado porcentaje de esta se vincula con la tasa LIBOR.

Volatilidad en los mercados financieros mundiales

Otra variable que representa un riesgo latente para varios países es la volatilidad en los mercados financieros mundiales. Esta volatilidad se asocia con un aumento en la prima por riesgo soberano y con una reversión de los flujos de capitales que recibió la región. Por un lado, habrá mayores restricciones para que los países puedan acceder a financiamiento externo (aumento de los costos de endeudamiento); y, por otro lado, los flujos de inversión extranjera directa (IED) se verán reducidos en varios países. Esto puede tener efectos negativos en la balanza de pagos, el financiamiento del déficit fiscal y también el crecimiento económico.

Perú se ha beneficiado de manera considerable de la IED, y

se pronostican efectos negativos en su crecimiento económico, por la seria probabilidad de que se reduzca dicha inversión. Chile tiene un requerimiento de financiamiento externo bruto aproximadamente del 17% del PIB que, si bien ha ido declinando en los últimos años, de todas maneras se expone a una interrupción repentina de flujos externos (*sudden-stop*).

La República Dominicana y Costa Rica estarían en dificultades para financiar su déficit fiscal, con los consecuentes problemas en la deuda que acarrearía un aumento de los costos (tasa de interés). El caso de Panamá resulta interesante, porque puede haber una reducción de los flujos de capitales acompañada de una salida de capitales, que podría entrañar dificultades para renegociar su deuda, así como el congelamiento de algunas líneas de crédito que podrían incrementar los diferenciales de tasa de interés. Si a esto se le suma un riesgo interno de carácter político, que es el tema de los papeles de Panamá, la situación de flujo de capitales se torna incierta.

De alguna manera asociada a la volatilidad en los mercados financieros mundiales, hay una fuerte caída en los precios de los activos y la descompresión en los diferenciales de crédito corporativo y público. Según el FMI (2016), los costos de financiamiento público y privado han seguido variando, incluidas las fluctuaciones de los diferenciales de los bonos soberanos y corporativos. Hay razones externas e internas para esta descompresión: el aumento de los diferenciales de los bonos corporativos en 2015 se explica por el incremento de la volatilidad mundial, pero también por el aumento del riesgo soberano y las fuertes depreciaciones. México ha tenido este choque, lo que ha significado que los inversionistas revaloren sus adquisiciones. Algo similar ha sucedido en Colombia y en Ecuador, donde el financiamiento externo se ha reducido de manera significativa. En Centroamérica, Panamá es el país que mayor riesgo enfrenta a causa de la posible fuga de capitales.

En resumen, el vínculo de cada uno de los países de la región con los mercados internacionales, tanto comerciales como financieros, será fundamental para determinar el grado de exposición a los riesgos externos que pueda tener. Países exportadores de materias primas claramente presentan una exposición alta y media alta a la volatilidad de precios de exportación en los mercados internacionales. Aquí se encuentra la mayoría de los países sudamericanos. Por el contrario,

países de Centroamérica, al ser más bien importadores de materias primas, presentan una exposición baja. De igual manera, países cuyas economías dependen principalmente de sus exportaciones presentan una exposición alta al riesgo de una caída en la demanda internacional de productos de exportación a causa de la persistencia en el bajo crecimiento de economías avanzadas y emergentes. México es el más expuesto, y el resto de los países se distribuye equitativamente entre una exposición media alta y media baja. Finalmente, el fortalecimiento del dólar estadounidense en los mercados internacionales, asociado a mayores tasas de interés, coloca a los países más endeudados y con un índice bajo de reservas internacionales en una posición de riesgo alto, mientras aquellos países que mantuvieron un índice adecuado de reservas en relación con su deuda externa y además mantuvieron tipos de cambio flexibles tienen una exposición media baja y baja, como Brasil.

4.1.2 Riesgos internos

En su mayoría los riesgos internos se asocian con los externos, aunque las perspectivas de crecimiento de los países se relacionan con factores internos específicos. Sin lugar a dudas, el choque de términos de intercambio afectó a todos los países, reduciendo las perspectivas de crecimiento. No obstante, el marco de las políticas económicas internas de algunos países los protegía más que otros. En los países sudamericanos, se puede afirmar que la gran mayoría aprendió la lección del decenio de los ochenta (la *década perdida* en América Latina), y fueron prudentes en el manejo de la política fiscal, monetaria y cambiaria. Esto les permitirá, en la coyuntura actual, enfrentar en mejores condiciones los efectos de los choques externos.

De acuerdo con el análisis realizado en las secciones precedentes, los indicadores de riesgos macroeconómicos internos identificados como más relevantes para los países de la región son: la sostenibilidad fiscal y de la deuda pública en el mediano y largo plazos, la falta de aplicación de políticas de ajuste ante los choques externos ocurridos, la solidez o volatilidad del sistema financiero interno y los factores de la política interna. En el cuadro 7 se presenta un resumen de los riesgos internos potenciales por cada país y su grado de exposición.

CUADRO 7

MATRIZ DE RIESGOS INTERNOS

<i>Grado de exposición</i>	<i>Riesgos internos</i>		
	<i>Sostenibilidad fiscal y de la deuda pública en el mediano y largo plazos</i>	<i>Carencia de políticas de ajuste macroeconómico</i>	<i>Volatilidad en el sistema financiero interno</i>
Exposición alta	Costa Rica Venezuela	Ecuador Panamá Costa Rica Guatemala Honduras Argentina	
Exposición media-alta	Brasil Honduras Uruguay Ecuador México Haití	Venezuela Bolivia Brasil Paraguay República Dominicana Uruguay	Brasil Bolivia Chile Paraguay Costa Rica Honduras Panamá
Exposición media-baja	El Salvador República Dominicana Argentina Colombia Panamá Nicaragua Paraguay Bolivia Chile	Colombia El Salvador México Nicaragua Perú	Colombia El Salvador Guatemala México Perú Venezuela Ecuador Uruguay
Exposición baja	Guatemala Perú	Chile	República Dominicana Argentina

Fuente: elaborado con la información del presente estudio.

Sostenibilidad fiscal y de la deuda pública en el mediano y largo plazos

La sostenibilidad fiscal constituye un factor determinante para asegurar la estabilidad macroeconómica y financiera de los países, y representa por lo tanto una variable clave para determinar la capacidad de los países para hacer frente a los ciclos macroeconómicos. Por este motivo, algunos países de la región utilizan como regla de prudencia fiscal el indicador del balance estructural cíclicamente ajustado, como forma de otorgarle a la política fiscal un papel anticíclico. No contar con un panorama fiscal y de la deuda pública sostenible en el mediano y largo plazos constituye un riesgo que puede afectar en forma considerable el desempeño macroeconómico y financiero de los países. La sostenibilidad fiscal depende de varios factores, como el balance fiscal primario, el endeudamiento público, la tasa de interés real y el crecimiento del PIB.

Como se analizó, la bonanza económica que benefició a la región durante el periodo 2004-2011 ha permitido a varios países mejorar de manera radical el balance fiscal primario y global, y reducir en forma considerable el endeudamiento público. Incluso, países como Bolivia lograron generar un superávit fiscal.

Según el FMI (2016), la credibilidad en la política fiscal de Chile, Perú, Colombia y México les permitió establecer políticas anticíclicas respaldadas por estrategias de consolidación a mediano plazo, lo cual mitigó el efecto de los choques externos en el crecimiento. En Chile se logró una reforma tributaria. En Perú y México, han habido retrasos en la aplicación de reformas estructurales, lo que ha afectado a la demanda interna y ha reducido los efectos del crecimiento. Al caso peruano hay que sumarle la incertidumbre que surgió debido a las elecciones presidenciales.

Los países que se enfrentan a mayores problemas de sostenibilidad fiscal son Costa Rica, Venezuela, Brasil, Honduras, Uruguay, Ecuador, México y Haití. En ellos el origen del problema será la caída de los ingresos fiscales que generará una presión en las necesidades de financiamiento. Con excepción de Ecuador y Haití, estos países tienen un elevado endeudamiento (superior al 40% del PIB en promedio en 2015). Por otra parte, el coeficiente de endeudamiento (relación

deuda/PIB), en países como Venezuela, Ecuador, Costa Rica, Honduras y Haití, ha tendido a aumentar a tasas superiores al 3% del PIB en el periodo 2012-2015, lo cual pone en riesgo la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazos. Por el contrario, en El Salvador, Panamá, Colombia, Argentina, Guatemala, Perú, Nicaragua y Bolivia, el coeficiente de endeudamiento ha estado creciendo a tasas por debajo del 1% del PIB como promedio anual o, incluso, ha caído en algunos casos.

En Brasil, será muy difícil cumplir las metas fiscales planteadas y es muy probable que las necesidades de financiamiento generen presiones inflacionarias, afectando también a la meta de inflación. Argentina ha tomado ya medidas para controlar el déficit fiscal, pero aún persisten las dificultades para contraer el financiamiento externo, por lo que todavía una parte del déficit se financia con la creación de dinero. En Costa Rica, el aumento de las necesidades de financiamiento y la pérdida de confianza pueden elevar las tasas de interés y reducir la inversión y el crecimiento. Guatemala ha realizado un ajuste fiscal significativo por el lado del gasto, pero el gran reto constituye aumentar la presión tributaria. Bolivia ha experimentado déficits fiscales en 2015 y 2016, como resultado de la caída de los ingresos de hidrocarburos. Si bien el país tiene margen para un ajuste gradual a las nuevas condiciones de ingresos bajos, el no hacerlo afectaría también la sostenibilidad fiscal a mediano plazo.

Toda la región de Centroamérica y el Caribe es muy vulnerable a frecuentes desastres naturales. Según el FMI (2016), los costos de estos desastres equivalen al 1.7% del PIB y se manifiestan en el crecimiento y la deuda. En general, la actividad económica repunta un año después de un desastre, debido a que aumenta la rentabilidad del capital físico, pero este repunte suele ser efímero y menor que el choque inicial, con lo cual el efecto acumulado en el PIB resulta negativo y muchas veces se acompaña de presiones fiscales, como en El Salvador. Ecuador también entra en este grupo de países debido al terremoto que sufrió a principios de 2016.

Carencia de políticas de ajuste macroeconómico
a las nuevas condiciones externas

La caída en los ingresos por las exportaciones que experimentó la región en su conjunto, debido a menores precios de materias primas o

de productos con algún grado de proceso, ha generado desequilibrio en los balances externo y fiscal en la mayoría de los países. Ante las nuevas condiciones de ingresos más bajos, es necesario aplicar políticas de ajuste que garanticen la estabilidad macroeconómica en el mediano y largo plazos. Las políticas de ajuste requeridas deberían alinear la demanda interna con las nuevas condiciones de ingresos, pero también deberían ajustar el tipo de cambio para que refleje la escasez de la divisa de mejor forma y para que modifique las decisiones de consumo hacia los bienes nacionales. La apreciación cambiaria observada en el periodo de bonanza ha originado una pérdida de competitividad de los sectores productores de bienes transables en los países de la región y, por lo tanto, ha generado presión para que los países deprecien su tipo de cambio real y opten por una depreciación del tipo de cambio nominal.

La caída en los ingresos fiscales durante el periodo de posbonanza ha tendido a aumentar los déficits fiscales de los países. Debido a las reservas acumuladas y a la reducción de la deuda pública durante el periodo de bonanza, algunos países tienen cierto margen para posponer un ajuste brusco a las nuevas condiciones imperantes. Sin embargo, de no producirse un cambio favorable en las condiciones externas, los países deberán ajustar los ingresos o gastos del sector público para garantizar la sostenibilidad fiscal.

En el periodo de posbonanza, Honduras, Costa Rica, Brasil, Ecuador, Panamá, la República Dominicana y Argentina han tenido dificultades para ajustar su balance fiscal a los menores ingresos, y han exhibido un déficit fiscal promedio superior al 3% del PIB. Por otra parte, países como Chile, Perú, Haití y Nicaragua han mostrado un déficit fiscal más modesto, inferior al 1% de PIB como promedio anual.

Con referencia al manejo cambiario, algunos países de la región, como Chile, la República Dominicana, México, Colombia y Brasil, han ajustado su tipo de cambio mostrando una depreciación del tipo de cambio real superior al 10% para el periodo 2012-2015. Esta política, sin embargo, no puede ejecutarse en todos los países con la misma flexibilidad, como El Salvador, Panamá y Ecuador, que han dolarizado su economía y utilizan la divisa estadounidense como moneda de curso legal. Bolivia, por otra parte, a pesar de tener su propia moneda, ha mantenido una política de tipo de cambio

fijo para sostener la desdolarización de su sistema financiero. Otros países no devalúan más su moneda, por el efecto que pudiera tener en la inflación (efecto *pass-through* elevado), lo que eliminaría el efecto positivo de la devaluación.

En todo caso, la apreciación del dólar en los mercados internacionales es un riesgo latente que afecta las condiciones de competitividad de muchas economías latinoamericanas, generando también, en alguna de ellas, inestabilidad financiera, como en México. Muchos de los problemas financieros de Colombia, Perú y Paraguay se originan en el hecho de que la depreciación cambiaria ha tendido a generar desequilibrios en los balances de empresas y hogares, afectando su capacidad de pago.

Aquellos países que no han querido devaluar su moneda (Bolivia) o lo han hecho a un ritmo menor (Uruguay) han tenido que reducir sus reservas internacionales y han experimentado pérdida de competitividad. Ciertamente, en la mayoría de los países hay margen de reservas para enfrentar choques de tipo de cambio, debido a que pudieron acumular reservas durante el superciclo de precios altos de las materias primas, pero dichas reservas no son infinitas.

Según el FMI (2016), Chile sobresale como ejemplo de un ajuste externo relativamente veloz después de sucesivos choques; sin embargo, en la mayoría de los países las posiciones externas se han deteriorado desde 2013 y probablemente requieran ajustes más profundos a mediano plazo para preservar los márgenes de maniobra externos.

En síntesis, las políticas fiscal y cambiaria seguidas por algunos países de América Latina los han conducido a que estén mejor preparados para enfrentar la coyuntura. Ecuador, Panamá, Costa Rica, Guatemala y Honduras tienen más exposición al riesgo debido a la carencia de políticas de ajuste. Ecuador, Panamá, Costa Rica y Guatemala presentan atrasos cambiarios significativos junto con elevados déficits fiscales. Honduras muestra una apreciación cambiaria menor, pero un déficit fiscal promedio superior al 5% durante el periodo 2011-2015. En países como Chile, Perú, Nicaragua, México, El Salvador y Colombia, el grado de exposición a este tipo de riesgo es menor, ya que presentan ajustes cambiarios (depreciaciones reales) y déficits fiscales bajo control. La exposición

a este riesgo es mayor en Venezuela, Bolivia, Brasil, Paraguay, la República Dominicana y Uruguay, que han tenido problemas para ajustar el tipo de cambio o el balance fiscal a las nuevas condiciones externas imperantes.

Volatilidad en el sistema financiero nacional

La crisis económica ocurrida a finales del decenio de los noventa y principios del nuevo milenio tuvo, como una de sus características principales, la crisis de los sistemas financieros en la forma de un aumento importante en la mora de la cartera bancaria y contracción aguda del crédito (*credit crunch*). Esta situación fue causada, entre otros factores, por la significativa expansión de crédito bancario ocurrida en tal decenio.

Como se vio antes, durante el periodo de bonanza externa 2004-2011 también se produjo un aumento en el crédito del sistema financiero, lo que pudo haber generado un problema de sobreendeudamiento en dicho sistema. En un entorno económico externo menos favorable, como el que ha comenzado a experimentar América Latina, se podrían generar las condiciones para una nueva crisis bancaria. Sin embargo, los países de la región han aprendido la lección de la crisis bancaria anterior y están mejor preparados para hacer frente a este tipo de riesgo, ya que la mayoría ha mejorado sus sistemas de regulación y supervisión financiera prudencial.

Los sistemas financieros de Brasil, Bolivia, Chile, Paraguay, Costa Rica, Honduras y Panamá tendrían un grado de exposición mayor a este riesgo, dado que tienen más crédito en relación con el PIB, lo que podría estar evidenciando un sobreendeudamiento agudo. Brasil, Honduras y Paraguay presentaron, en 2015, mora bancaria superior al 3% de la cartera total. Además, Bolivia, Chile, Brasil, Paraguay y Costa Rica muestran coeficientes de adecuación de capital (capital-activos totales) inferiores al 10 por ciento.

Los países con un menor grado de exposición al riesgo de una potencial crisis financiera son Argentina, la República Dominicana, Uruguay, Ecuador, Venezuela, Perú, México, Guatemala, El Salvador y Colombia. Perú, Ecuador, Argentina, Uruguay y Guatemala que presentan índices de crédito bancario-PIB por debajo del 50%.

Venezuela, Uruguay, Guatemala y Argentina muestran mora bancaria inferior al 2% de la cartera total. Además, Colombia, El Salvador, Ecuador, Argentina, México, Perú y Venezuela presentan coeficientes de adecuación de capital superiores al 10 por ciento.

Un tema del que se ha hablado menos últimamente, pero no carece de trascendencia, alude a los precios de la vivienda. Se considera un problema común en muchos países latinoamericanos, con mayor relevancia en Colombia, Chile y Bolivia, que han tenido expansiones considerables del sector de la construcción por el aumento de la demanda, y han sido financiadas, principalmente, por créditos bancarios en condiciones favorables. Esto ha generado una *burbuja* inmobiliaria que tiene riesgo de explotar en el corto plazo con consecuencias adversas en el sistema financiero.

Factores políticos internos

Un factor de riesgo interno adicional en los países de la región se debe a causas políticas internas. En los últimos años, han ocurrido eventos políticos en varios países que podrían representar un riesgo para el funcionamiento de la economía, las finanzas públicas y el sistema financiero.

Por ejemplo, los problemas políticos constituyen un riesgo interno latente en Brasil por el tema de corrupción de Petrobras, que ha llevado incluso a la destitución de la presidenta Rouseff, y se manifiesta, primero, en menor acceso a financiamiento por parte de Petrobras, lo que pone en dificultad los planes de inversión y, segundo, también está inseguro el programa de concesión de infraestructura. Esto presiona más aún las cuentas fiscales para financiar la inversión de Petrobras.

En Argentina, ha ocurrido un cambio político trascendente, por lo que el nuevo gobierno tiene la misión de consolidar sus reformas y ajustes económicos que eran necesarios para recuperar la sostenibilidad económica de mediano y largo plazos. Estas reformas fueron ejecutadas a pesar de la oposición política existente.

Venezuela es otro caso crítico, donde la escasez de bienes y servicios básicos está acentuando los problemas de inflación y la crisis alimentaria, además de agravar la política. La pugna por llevar

adelante un referéndum revocatorio está retrasando la toma de decisiones drásticas de política económica. De igual manera, la vigencia de un régimen cambiario absolutamente distorsionador (tres regímenes cambiarios coexistentes) ha fomentado la especulación y la demanda descontrolada de dólares.

Países que también tienen problemas políticos que afectan a la toma de decisiones financieras son El Salvador y Haití. Panamá, con los papeles de Panamá, tiene pendiente ese efecto económico.

En resumen, los riesgos internos están muy ligados a los externos, y un mal manejo de la política económica puede exacerbar fácilmente los riesgos internos de cada país. Si bien la bonanza económica ha permitido a la mayoría de los países mejorar sus indicadores fiscales, ahora que la situación ha cambiado, si no se aplica una política fiscal prudente pueden generarse déficits fiscales inmanejables cuyo financiamiento genere presiones en el endeudamiento externo e interno. Países que han logrado aplicar políticas fiscales anticíclicas se enfrentan a un riesgo medio-bajo (Chile, Perú, Colombia y México). Por el contrario, países que han sufrido importantes caídas en los ingresos fiscales presentan una exposición media-alta y alta (Venezuela y Costa Rica). Sin embargo, no es solamente la política fiscal la que se tiene que ajustar; también lo tiene que hacer la política monetaria y cambiaria. Muchas economías han depreciado su tipo de cambio real, por medio de depreciaciones nominales, precisamente para contrarrestar el efecto de la caída de los términos de intercambio. Chile o Perú, que han seguido este camino, tienen una exposición baja y media baja a un riesgo de que no se apliquen políticas de ajuste macroeconómico. Países como Bolivia, que han mantenido un tipo de cambio nominal fijo, están expuestos a una continua caída de sus reservas internacionales. Finalmente, las crisis financieras siempre son un riesgo latente, después de periodos de expansión crediticia como producto de la bonanza económica. Si bien los países de América Latina y el Caribe aparentemente han aprendido la lección, gracias a su historial de crisis financieras, todavía se reparten equitativamente entre una exposición al riesgo medio-alto y medio-bajo.

4.2 Calificación de riesgo

Las agencias internacionales de calificación de riesgo, como Moody's Investor Service (Moody's), Standard & Poor's (S&P) y Fitch Ratings (Fitch), realizan evaluaciones periódicas sobre la capacidad de los países para pagar la deuda adquirida.⁸ La calificación de riesgo otorgada por estas agencias representa un criterio útil para evaluar las condiciones económicas y financieras por las que atraviesa un país.

En el cuadro 8 se muestra la evolución a través del tiempo de la calificación de riesgo otorgada a los países de América Latina por la agencia Fitch. Puede observarse que durante el periodo de bonanza (2004-2011), la calificación de casi todos los países de la región ha tendido a mejorar, como Chile, Perú, Colombia, Panamá, Uruguay, Costa Rica, Brasil, Bolivia, la República Dominicana y Argentina. En la República Dominicana, la calificación de riesgo de la deuda soberana de largo plazo pasó de CCC+, en 2004, que significa "deuda con probabilidad de impago alta", a B, en 2011, que significa "deuda con solvencia del emisor muy justa y puede llegar a incurrir en impagos". En el caso de Argentina, la calificación de deuda soberana pasó de DD, en 2004, que significa "deuda con impagos de intereses y principal", a BB-, en 2011, que significa también "deuda con solvencia del emisor muy justa y puede llegar a incurrir en impagos", aunque con un grado de margen mayor.

Los países que mantuvieron su calificación de riesgo durante el periodo de bonanza son México (BBB), Guatemala (B+), Ecuador (B-) y Venezuela (B+). Finalmente, sólo El Salvador presentó una caída en la calificación de riesgo de BB+ a BB.

⁸ La clasificación del crédito consiste en una serie de indicadores que otorgan diversas empresas especializadas (e independientes) y que indican la solvencia general (capacidad de pago de la deuda emitida: bonos, obligaciones, etc.) de una entidad financiera, de una empresa, de un país o de emisiones de deuda en particular. Las distintas empresas clasifican los instrumentos financieros de acuerdo con una escala propia de cada empresa, mediante siglas, las cuales representan el riesgo de incumplimiento de pagos de la entidad emisora de los activos financieros. El anexo presenta un detalle sobre las categorías de calificación de riesgo utilizadas por cada una de las agencias.

Durante el periodo de posbonanza (2012-2015), se observa que algunos países han mantenido o incluso han mejorado su calificación de riesgo. Los que mantuvieron su calificación son Chile (A+), Panamá (BBB) y Costa Rica (B+). Los que mejoraron su calificación de riesgo fueron México, Perú, Colombia, Uruguay, El Salvador, la República Dominicana y Ecuador. Finalmente, los que redujeron su calificación de riesgo fueron Brasil, Guatemala, Argentina y Venezuela. En Venezuela, la calificación de deuda soberana pasó de B+, en 2011, que significa “deuda con solvencia del emisor muy justa y que puede llegar a incurrir en impagos”, a CCC, en 2016, que significa también “deuda con probabilidad de impago alta”. Esto refleja la profunda crisis política y económica que padece ese país.

La calificación de riesgo que la agencia internacional Fitch otorga a los países de la región a través del tiempo muestra que, en general, estos han mejorado dicha calificación como resultado de condiciones externas más favorables, políticas macroeconómicas más adecuadas y condiciones políticas más estables. Esto brinda a los países de la región una mejor perspectiva para enfrentar choques externos negativos, potenciales y en operación, en el futuro. En 2004, solamente dos países tenían grado de inversión (Chile y México), mientras que, en 2016, cinco países lograron esta categoría (Chile, México, Perú, Colombia y Panamá). Llama la atención la caída en la calificación de riesgo de países grandes en la región como Argentina y Brasil. En Brasil, esto se explica por el deterioro económico y político experimentado en los últimos años. En el caso de Argentina, las condiciones económicas han tendido a deteriorarse, pero ha realizado reformas y políticas de ajuste en este último año, que pueden cambiar la dirección en la calificación de riesgo.

CUADRO 8

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LA DEUDA SOBERANA DE LARGO PLAZO, SEGÚN FITCH RATINGS

		2004	2011	2016	
Chile		A-	A+	A+	Grado de inversión
México	2005	BBB	BBB	BBB+	
Perú		BB	BBB	BBB+	
Colombia		BB	BBB-	BBB	
Panamá	2003	BB+	BBB	BBB	
Uruguay		B	BB+	BBB-	Grado especulativo
Costa Rica	2003	BB	BB+	BB+	
Brasil		BB-	BBB	BB	
Guatemala	2006	BB+	BB+	BB	
Paraguay				BB	
Bolivia		B-	B+	BB-	
El Salvador	2005	BB+	BB	B+	
República Dominicana		CCC+	B	B+	
Argentina		DD	BB-	B	
Ecuador		B-	B-	B	
Venezuela		B+	B+	CCC	

Fuente: Fitch Ratings.

5. Conclusiones y recomendaciones sobre futuros temas de investigación

5.1 Ciclos económicos y desempeño económico de la región

América Latina ha atravesado por ciclos económicos que han incidido de forma significativa en el desempeño de las economías de la región. En los últimos dos decenios, la región pasó de una coyuntura de crisis económica y financiera, a otra de bonanza y auge económico y luego a una de caída de precios de materias primas y desaceleración. Sin embargo, los efectos de los ciclos económicos no han sido los mismos para todos los países: varían dependiendo de las características económicas de cada uno, de las políticas macroeconómicas seguidas para enfrentar los ciclos y de la estructura de las exportaciones.

Durante el periodo de bonanza de precios de materias primas (2004-2011), los países con mayor participación en el sector en sus exportaciones totales, especialmente las de origen extractivo, se beneficiaron en mayor medida de los altos precios externos. Los países con menor peso en los sectores extractivos en el total exportado presentaron menores incrementos de precios de exportación.

A pesar de que la bonanza de precios externos de materias primas en los sectores extractivos pudo haber actuado como gran incentivo para atraer inversión extranjera directa, estos países recibieron flujos de IED bajos durante este periodo, como Venezuela y Ecuador, y en algún grado también Bolivia. El entorno no tan favorable hacia la IED imperante en estos tres países fue una de las causas que explican este comportamiento. Contrariamente, los

mayores flujos de IED se concentraron en países con baja incidencia en sectores extractivos en sus exportaciones, como Panamá, Honduras, República Dominicana, Nicaragua, Uruguay y Costa Rica.

Como era de esperarse, los países dependientes de las exportaciones de materias primas mostraron el mejor desempeño en cuanto al resultado en la balanza externa. Estos obtuvieron los resultados más positivos en cuenta corriente de la balanza de pagos, especialmente Venezuela y Bolivia. Por el contrario, los países menos dependientes de los sectores extractivos en sus exportaciones muestran los resultados menos favorables en cuenta corriente. Este comportamiento negativo se debe a que estos países no se beneficiaron de los altos precios de exportaciones y tuvieron que pagar precios más elevados para importar carburantes. Se observa también una relación inversa entre los flujos de IED y la balanza en cuenta corriente, ya que mayores flujos de IED también implican volúmenes más grandes de importaciones de bienes de capital e insumos, por lo que estos países también tienden a tener mayores déficits comerciales y en cuenta corriente.

Durante el periodo de bonanza, todos los países de la región aumentaron sus reservas internacionales. Esto les permitirá hacer frente a los potenciales efectos de los choques externos negativos con más holgura y les ayuda a crear un entorno de más confianza entre los agentes económicos.

La bonanza también ayudó a los países a mejorar su posición fiscal y reducir de modo significativo el peso de la deuda pública. En 2011, la región en su conjunto tenía un coeficiente de deuda pública-PIB del 37.2%. En países como Ecuador, Chile y Paraguay esta relación se situaba por debajo del 20%. En 2011, los países con el coeficiente deuda pública-PIB más alto en la región fueron Brasil, Colombia, Uruguay y El Salvador con tasas por encima del 40%. También se manifestó un cambio en la composición de la deuda pública, con una caída en la participación de la deuda externa y un aumento de la deuda interna. La mayor disponibilidad de recursos dentro de las economías de la región, debido a la bonanza externa, hizo que los gobiernos pudieran recurrir en mayor medida a los mercados internos como fuente de financiamiento. Los menores niveles de endeudamiento del sector público refuerzan la capacidad de los

países de América Latina para hacer frente a potenciales choques externos negativos.

La bonanza y la abundancia de recursos externos han generado presiones para que ocurra una apreciación cambiaria. Durante este periodo, el tipo de cambio real se apreció en prácticamente todos los países de la región, con excepción de Bolivia, Ecuador, Nicaragua, Panamá, México y El Salvador. La apreciación genera presiones para que se produzca el fenómeno de *enfermedad holandesa* en las economías, lo que representa una pérdida de competitividad de los sectores productores de bienes transables.

Finalmente, durante este periodo de altos precios externos, los sistemas financieros de los países de la región pudieron recuperarse de la crisis por la que atravesaron a inicios del milenio; por ello se observan aumentos importantes en la cartera bancaria y caídas en los coeficientes de cartera en mora.

Por el contrario, con la caída en los precios de las materias primas, ocurrida a partir de 2012, los países donde los sectores extractivos tienen un mayor peso en las exportaciones han experimentado las mayores caídas en los precios de exportación. La cuenta corriente de la balanza de pagos ha tendido a deteriorarse en la mayor parte de los países de la región, especialmente en los exportadores de materias primas. Sin embargo, se observa que algunos países que no exportan materias primas mantuvieron déficits en cuenta corriente asociados a flujos positivos elevados de IED.

Durante el periodo de posbonanza, se observa que los flujos de IED para la región en su conjunto han aumentado en comparación con el periodo de bonanza. Algunos países especializados en producir y exportar bienes de los sectores extractivos muestran flujos bajos de IED, debido a que las condiciones no son tan favorables. Por el contrario, en Chile y Perú, siguieron recibiendo flujos importantes de IED durante este periodo. Y países con menor participación de las materias primas en sus exportaciones, en su mayoría, continuaron recibiendo flujos positivos altos de IED. Esto muestra que, además de rentabilidad, la IED busca seguridad.

Durante el periodo de posbonanza, los acervos de reservas internacionales y deuda pública han permanecido básicamente en los niveles alcanzados durante la bonanza, si consideramos la región

en su conjunto. Algunos países incluso han aumentado sus niveles de reservas, como Colombia, Perú, Brasil, Uruguay, Costa Rica, Honduras y México, por lo que han fortalecido su posición de hacer frente a choques externos negativos en el futuro. Se observa que algunos países han perdido parte de sus reservas internacionales durante el periodo de posbonanza, como Bolivia, Venezuela y Argentina. Esto se debe en alguna medida a que no aplicaron políticas de ajuste (fiscal, monetaria y cambiaria) ante la nueva situación imperante de menores recursos.

Durante este periodo, algunos países pudieron revertir de manera significativa la apreciación real cambiaria observada, como Colombia, Chile, Brasil, México y la República Dominicana; y en menor medida, Perú, Uruguay y El Salvador, que emprendieron depreciaciones nominales del tipo de cambio, con el fin de ajustarlo a las nuevas condiciones resultantes en los entornos externo e interno. Argentina hizo un ajuste cambiario en 2016. Ecuador presentó una depreciación real, pero se debe en mayor medida al control de la inflación interna y a la apreciación cambiaria registrada en otros países. El resto de los países continuó mostrando apreciaciones reales debido, muchas veces, a rigideces en el manejo del tipo de cambio nominal, lo cual puede presentar dificultades en presencia de choques externos negativos permanentes.

Finalmente, durante este periodo de posbonanza, los choques externos no han afectado aún el funcionamiento de los sistemas financieros, habiendo permanecido los coeficientes de cartera en mora en rangos bajos. El aumento en el grado de profundización financiera observados en el periodo de bonanza externa podría haber aumentado el riesgo de sobreendeudamiento, lo que hace necesario un seguimiento cercano al comportamiento del sistema financiero en el periodo de posbonanza, en especial si los choques muestran que son de carácter permanente.

5.2 Riesgos en la coyuntura actual

Con la caída de los precios de las materias primas a partir de 2012, como los minerales, y a partir de 2014 de los alimentos y la energía, varios de los países de la región han visto afectados sus

ingresos externos, lo que cambió de modo significativo las condiciones favorables que prevalecieron en el periodo anterior. Esta nueva situación de mayor estrechez de recursos implica nuevos desafíos y riesgos para el comportamiento de la economía regional. En el presente documento, se han identificado diferentes tipos de riesgos externos e internos.

Los riesgos externos se relacionan con la persistencia de los precios bajos de materias primas, la continuidad de un bajo crecimiento en las economías avanzadas y emergentes, y un potencial fortalecimiento del dólar estadounidense en los mercados internacionales asociado a mayores tasas de interés.

Los riesgos internos se relacionan con una potencial insostenibilidad de las finanzas y de la deuda pública, la falta de aplicación de políticas de ajuste macroeconómicas que reflejen las nuevas condiciones de menores ingresos y una potencial volatilidad de los sistemas financieros.

Hay diferencias relevantes en el grado de exposición a los riesgos de cada país, lo cual depende de las características económicas propias de cada uno, como la estructura de las exportaciones, las políticas macroeconómicas instrumentadas para hacer frente a las nuevas condiciones imperantes, la profundización financiera y demás.

Los países más expuestos al riesgo de una persistencia de bajos precios de materias primas y de bajo crecimiento en las economías avanzadas y emergentes, en el periodo 2012-2015, son aquellos con una mayor apertura externa, como Nicaragua, Bolivia, México y Paraguay, que tienen coeficientes de exportaciones-PIB superiores al 30% como promedio; y aquellos con un mayor peso de materias primas en sus exportaciones, como Venezuela, Bolivia, Chile, Colombia y Ecuador, donde las materias primas de origen extractivo representan más de un 50% del valor exportado.

Los países más expuestos al riesgo del fortalecimiento del dólar estadounidense en los mercados internacionales y a un aumento en las tasas de interés internacionales son aquellos con índices bajos de reservas internacionales, como Venezuela, Ecuador y Argentina, con coeficientes de reservas internacionales-deuda externa inferiores al 20%, en 2016; y los países que presentan una apreciación significativa de sus monedas, como Bolivia, Ecuador,

Panamá y Guatemala, con tasas de apreciación real superiores al 15% (2012-2015).

Los países más expuestos al riesgo de insostenibilidad fiscal y de deuda pública, en mediano y largo plazos, tienen coeficientes de endeudamiento público elevados, como Brasil, Uruguay y Costa Rica, que presentan coeficientes de deuda pública-PIB superiores al 50% en 2015; y los países cuyo indicador de la condición de solvencia intertemporal para el sector público muestra una tendencia al alza en la relación deuda pública-PIB, como Venezuela, Ecuador, Costa Rica y Honduras, donde el coeficiente de endeudamiento público ha aumentado en una razón por encima del 3% de PIB en promedio por año (2012-2015).

Los países con mayor exposición al riesgo de falta de aplicación de políticas de ajuste macroeconómicas a las nuevas condiciones externas, en el periodo 2012-2015, son aquellos que presentan una apreciación cambiaria real notable, como Bolivia, Ecuador, Panamá y Guatemala, con tasas de apreciación cambiaria real superiores al 15%; y países que no aplicaron medidas de ajuste fiscal, y por lo tanto presentan elevados déficits fiscales, como Honduras, Costa Rica, Brasil, Ecuador, Panamá, la República Dominicana y Argentina, con déficits superiores al 3% del PIB por año en promedio.

Finalmente, los países más expuestos al riesgo de potenciales crisis financieras, en 2015, son aquellos que presentan un elevado índice en el coeficiente crédito bancario-PIB, como es el caso de Chile, Brasil, Panamá, El Salvador, Bolivia, Costa Rica y Venezuela, donde este coeficiente es superior al 60%; y países con rangos elevados de mora en la cartera bancaria, como Ecuador, Perú, Brasil, Honduras, Paraguay y Colombia, donde este coeficiente fue superior al 3%; y países con un bajo índice de capitalización bancaria, como Guatemala, Bolivia, Chile, Paraguay y Uruguay, donde el coeficiente capital-activos totales fue menor al 9 por ciento.

5.3 Futuros temas de investigación

El presente estudio analiza los ciclos por los que atravesó la economía regional en los últimos 15 años, los efectos de estos ciclos en el desempeño económico, así como los riesgos a los que estaría

expuesta la región en la actual coyuntura de precios bajos de materias primas y potenciales alzas en las tasas de interés internacionales. De este análisis, se desprenden algunos temas que, por su relevancia, deberían abordarse en estudios específicos.

Se debería realizar un estudio más exhaustivo sobre el desempeño de los sistemas financieros de los países de América Latina. El rápido crecimiento del crédito del sector financiero observado durante el periodo de bonanza ha aumentado la profundización financiera en los países, lo cual se considera positivo, porque favorece una asignación eficaz de recursos y mayor distribución del riesgo. Sin embargo, la experiencia muestra que muchos episodios de crisis financieras han sido precedidos de periodos de auge crediticio, lo cual gesta burbujas en diversos sectores de la economía, principalmente en el hipotecario y de servicios. Esto también puede estar asociado a un problema de sobreendeudamiento de los prestatarios del sistema financiero y a una regulación y supervisión débiles. Es necesario hacer un estudio más profundo y detallado sobre la situación de los sistemas financieros de América Latina y su capacidad para asignar los recursos de manera más eficiente, para que se distribuyan mejor los riesgos y para hacer frente a la incidencia de ciclos económicos.

Otro tema que necesita un estudio más específico es el referido a los diferentes aspectos de la política fiscal. Los ciclos económicos por los que atravesó la economía regional han implicado que las finanzas públicas se muevan de situaciones de elevados déficits fiscales, a periodos de superávit y holgura fiscal, y nuevamente a escenarios de menores recursos y déficits. La reacción de la política fiscal en los diversos países de la región ha sido diferente. Algunos han aplicado políticas de ajuste, mientras que otros han dejado que se incremente el déficit y el endeudamiento público, poniendo en riesgo la sostenibilidad a mediano y largo plazos. Es preciso analizar cuál ha sido la actitud de la política fiscal en los países de la región con respecto a los ciclos económicos. Es decir, evaluar si esta ha sido expansiva o contractiva, anticíclica o procíclica y, por supuesto, el tema de la sostenibilidad fiscal y de endeudamiento público de mediano y largo plazos. Para ello, deben analizarse las reglas fiscales que utilizan los diferentes países, si es que existen.

Hay varios indicadores que miden cada uno de estos aspectos y que podrían utilizarse en un estudio comparativo, como el balance operativo, el balance estructural cíclicamente ajustado, el balance cíclicamente neutro, el impulso fiscal, el indicador de la condición de solvencia intertemporal para el sector público —mismo que se utilizó en este estudio—, el indicador de Blachard y otros.

Otro aspecto de la política fiscal que requiere un análisis específico se relaciona con los riesgos fiscales. Las finanzas públicas enfrentan varios tipos de riesgos, incluyendo los macroeconómicos y otros referidos a las operaciones cuasifiscales, transferencias intertemporales y pasivos contingentes, explícitos o implícitos, los cuales precisan un estudio comparativo entre los países de la región.

Un tercer tema que amerita un análisis concreto y profundo se refiere a la política cambiaria y monetaria. Después de la crisis de principios de este siglo, los países de la región se han movido hacia la adopción de regímenes cambiarios flexibles con metas de inflación. Sin embargo, algunos han mantenido sistemas cambiarios de tipo de cambio fijo o administrado. Durante el periodo de bonanza externa, se produjo una significativa apreciación cambiaria real en la mayor parte de los países, en algunos casos generó síntomas de la denominada *enfermedad holandesa*. Sin embargo, durante el periodo de posbonanza, se han producido nuevamente depreciaciones reales. Es fundamental analizar la eficiencia de los diferentes modelos cambiarios ante la incidencia de ciclos económicos en relación con sus efectos en la tasa de inflación, la apreciación real y la *enfermedad holandesa*, el manejo de la política monetaria y otros aspectos.

Finalmente, el análisis sobre los riesgos y el grado de exposición de los países de América Latina y el Caribe ha demostrado ser una herramienta útil. Es necesario discutir y perfeccionar la metodología que se utilizó en este estudio, en cuanto a la identificación de los riesgos externos e internos a los que están expuestos los países, así como la metodología utilizada para medir el grado de exposición a cada uno de los riesgos.

Anexo A

CUADRO A.1

CALIFICACIÓN DE RIESGO

<i>Calificación de riesgo</i>		<i>Agencias de calificación</i>		
		<i>Moody's</i>	<i>S&P</i>	<i>Fitch</i>
Grado de inversión	Principal	Aaa	AAA	AAA
	Grado alto	Aa1	AA+	AA+
		Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
	Grado medio superior	A1	A+	A+
		A2	A	A
		A3	A-	A-
	Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+
		Baa2	BBB	BBB
		Baa3	BBB-	BBB-
Grado de no inversión especulativo	Ba1	BB+	BB+	
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
Grado especulativo	Altamente especulativa	B1	B+	B+
		B2	B	B
		B3	B-	B-
	Riesgo grave	Caa1	CCC+	CCC+
		Caa2	CCC-	CCC-
		Caa3	CCC-	CCC-
Extremadamente especulativa	Ca	CC	CC CC	
De pocas perspectivas de recuperación		SD	RD	
Impago	C	D	D DD DDD	
Sin clasificar	WR	NR		

Fuente: elaboración propia basada en información de las calificadoras de riesgo.

Anexo B: anexo metodológico

Criterios para determinar el grado de exposición de los países a los riesgos

Los criterios para determinar el grado de exposición de los países a los riesgos externos e internos identificados se basaron en indicadores considerados relevantes para medir cada exposición específica. En la mayoría de los casos, se calcularon indicadores compuestos de dos o más indicadores. Este anexo explica la matriz de riesgos externos (cuadro 6) y la matriz de riesgos internos (cuadro 7) del capítulo 4.

Riesgos externos

Volatilidad en los precios de materias primas de exportación

Para calcular el grado de exposición de los países a la volatilidad de precios de materias primas de exportación, se utilizó el indicador que mide la dependencia de las exportaciones de cada país a los sectores productores de materias primas, incluyendo productos agropecuarios, minerales e hidrocarburos. Debido a que el objetivo era medir el grado de exposición en la coyuntura actual, se tomó el promedio para cada país durante el periodo 2012-2015. La información se obtuvo del sitio web de la CEPAL,⁹ referida a las “exportaciones de los 10 productos principales conforme a la CUCI¹⁰ rev. 1, según participación porcentual en cada año”. Una vez procesada esa información, se obtuvo el siguiente cuadro (Cuadro B.1) que resume el periodo 2011-2015.

⁹ La dirección del sitio web de la CEPAL de donde se obtuvo esta información es: <http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/web_cepalstat/estadisticasIndicadores.asp?idioma=e>.

¹⁰ Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI).

CUADRO B.1

**PARTICIPACIÓN EN LAS EXPORTACIONES TOTALES
DE LOS 10 PRODUCTOS PRINCIPALES**

Promedio 2011-2015

Porcentaje del total exportado

	<i>Agropecuarios</i>	<i>Extractivos</i>	<i>Manufacturas</i>	<i>Electricidad</i>	<i>Total de 10 productos</i>
Argentina	14.2	2.9	35.1	0.0	52.2
Bolivia	2.2	76.3	8.5	0.0	87.0
Brasil	16.1	19.6	11.9	0.0	47.6
Chile	7.6	55.1	6.3	0.0	69.1
Colombia	9.0	59.3	4.4	0.0	72.7
Costa Rica	18.1	0.0	38.7	0.0	56.9
Ecuador	26.5	50.4	7.3	0.0	84.2
El Salvador	4.7	0.0	49.5	0.0	54.2
Guatemala	15.6	8.6	12.8	0.0	37.0
Honduras	22.8	1.3	17.5	0.0	41.6
México	0.0	10.6	37.5	0.0	48.0
Nicaragua	19.9	0.0	52.5	0.0	72.3
Panamá	31.1	0.7	19.3	0.0	51.1
Paraguay	34.7	0.0	24.5	26.2	85.4
Perú	4.3	42.1	6.6	0.0	53.0
Uruguay	28.0	0.0	31.7	0.0	59.6
Venezuela	0.0	84.6	0.7	0.0	85.3

Fuente: elaborado con información del sitio web de la CEPAL.

Con base en este cuadro, se calculó un indicador ponderado de exportaciones, dando a las exportaciones agropecuarias una ponderación de 0.4 y a las extractivas (minería e hidrocarburos) de 0.6. Esto para reflejar el hecho de que los precios de los productos provenientes de sectores extractivos han caído más en los mercados internacionales.

$$\Pi_p = 0.6 \cdot \Pi_e + 0.4 \cdot \Pi_a$$

donde:

Π_p = peso ponderado de las materias primas en el total exportado;

Π_e = peso de los productos extractivos en el total exportado;

Π_a = peso de los productos agropecuarios en relación con el total exportado.

A partir de ese cálculo y una vez que se ordenaron los países de mayor a menor, se obtuvo el siguiente cuadro (cuadro B.2), sobre el grado de exposición de los países al riesgo de volatilidad de precios de materias primas de exportación:

CUADRO B.2

**GRADO DE EXPOSICIÓN AL RIESGO DE VOLATILIDAD
DE PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS DE EXPORTACIÓN**

<i>Grado de exposición</i>	<i>Países</i>	<i>Peso ponderado de las exportaciones agropecuarias y extractivas (%)</i>
Alta	4 Venezuela	50.7
	4 Bolivia	46.6
	4 Ecuador	40.8
Media-alta	3 Colombia	39.2
	3 Chile	36.1
	3 Perú	27.0
Media-baja	2 Brasil	18.2
	2 Paraguay	13.9
	2 Panamá	12.8
	2 Guatemala	11.4
	2 Uruguay	11.2
Baja	1 Honduras	9.9
	1 Nicaragua	7.9
	1 Argentina	7.4
	1 Costa Rica	7.3
	1 México	6.3
	1 El Salvador	1.9

Se supone que los países con un peso ponderado de exportaciones de materias primas en las exportaciones totales mayor que el 40% tienen una exposición alta y se les asigna un índice de exposición (IE) de 4. Los países con un peso ponderado de entre el 20% y el 40% tienen una exposición media-alta y se les asigna un IE de 3. Los países con un peso ponderado de entre el 10% y el 20% tienen una exposición media-baja y se les asigna un IE de 2. Finalmente, los países con un peso ponderado menor que el 10% tienen una exposición baja y se les asigna un IE de 1.

Persistencia de bajo crecimiento en las economías avanzadas y emergentes

Para el cálculo del grado de exposición de los países a una persistencia de bajo crecimiento en las economías avanzadas y emergentes, se utilizó un indicador ponderado con base en dos indicadores:

- » Primero, el indicador exportaciones/PIB observado en el periodo 2012-2015, para medir el grado de apertura de cada economía al comercio exterior. Es decir, se supone que mientras mayor sea el peso de las exportaciones en el producto, mayor será el grado de exposición a potenciales choques externos.
- » Segundo, un indicador que mide las exportaciones intrarregionales del país como porcentaje de las exportaciones totales, observado en el periodo 2012-2016, como promedio anual. Se supone que mientras mayor sea el porcentaje de las exportaciones del país hacia países fuera de la región, mayor será su grado de exposición a un bajo crecimiento de las economías avanzadas.

La información utilizada se obtuvo del sitio web de la CEPAL. En el caso del primer indicador, se utilizó la serie referida a “Exportaciones totales de bienes FOB por grupos de productos: total exportaciones”; y en el caso del segundo indicador, la serie referida a “Comercio intrarregional de bienes”.

El índice combinado se calculó con la siguiente fórmula, teniendo una mayor ponderación el indicador 1 (0.7) en relación con el indicador 2 (0.3).

$$IE_c = 0.7 \cdot IE_1 + 0.3 \cdot IE_2$$

Los resultados obtenidos a partir de este proceso se muestran en el cuadro B.3.

GRADO DE EXPOSICIÓN AL RIESGO DE PERSISTENCIA DE BAJO CRECIMIENTO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES

Países	Indicador 1: exportaciones-PIB (%)		Indicador 2: exportaciones intrarregionales (% exportaciones totales)		Indicador combinado		
	Promedio 2012-2015	Grado de exposición	Países	Promedio 2012-2015	Grado de exposición	Países	Grado de exposición
Nicaragua	37.7	4	Venezuela	0.7	4	México	4
Bolivia	34.3	4	México	6.9	4	Nicaragua	3
México	30.8	4	Chile	17.9	3	Bolivia	3
Paraguay	30.8	4	Brasil	20.4	3	Paraguay	3
Chile	27.8	3	Panamá	23.4	3	Chile	3
Ecuador	23.5	3	R.Dominicana	23.7	3	Ecuador	3
El Salvador	21.7	3	Perú	23.9	3	El Salvador	3
Guatemala	18.5	2	Honduras	25.1	3	Venezuela	3
Perú	16.7	2	Colombia	29.5	3	Colombia	2
Uruguay	16.1	2	Costa Rica	29.8	3	Costa Rica	2
Colombia	14.0	2	Ecuador	29.9	3	Honduras	2
Venezuela	11.9	2	Uruguay	36.1	2	Perú	2
Honduras	11.9	2	Nicaragua	38.3	2	R.Dominicana	2
Costa Rica	11.8	2	Argentina	40.4	2	Argentina	2
Argentina	11.5	2	Guatemala	41.7	2	Guatemala	2
R.Dominicana	11.4	2	El Salvador	45.9	2	Uruguay	2
Brasil	9.8	1	Paraguay	54.9	1	Brasil	2
Panamá	1.6	1	Bolivia	69.3	1	Panamá	2

Se supone que los países con un peso de las exportaciones en el PIB mayor al 30% tienen una exposición alta y se les asigna un IE de 4. Los países con un peso entre el 20% y el 30% tienen una exposición media-alta y se les asigna un IE de 3. Los países con un peso entre el 10% y el 20% tienen una exposición media-baja y se les asigna un IE de 2. Por último, los países con un peso menor a 10% tienen una exposición baja y se les asigna un IE de 1. Se supone que los países en los que las exportaciones intrarregionales como porcentaje de las exportaciones totales sean menores al 10% presentan un grado de exposición alta y, por lo tanto, se asigna un IE de 4. Los países en los que este peso se encuentre entre el 10% y el 30% presentan un grado de exposición media-alta y tienen un IE de 3. Los que tienen un peso entre el 30% y el 50% tienen una exposición media-baja y un IE de 2. Finalmente, en los que el peso sea mayor al 50% presentan una exposición baja y un IE de 1.

Fortalecimiento del dólar estadounidense en los mercados internacionales y aumento en las tasas de interés internacionales

Para el cálculo del grado de exposición de los países a un fortalecimiento del dólar estadounidense en los mercados internacionales y a un aumento en las tasas de interés internacionales, se utilizó un indicador ponderado con base en dos indicadores:

- » Las reservas internacionales (excluyendo el oro) en relación con la deuda externa del país para 2016, con el objetivo de medir el margen que tiene el país para hacer frente a las obligaciones contraídas con el exterior.
- » La tasa de apreciación/depreciación cambiaria real observada durante el periodo 2012-2016, con el objetivo de medir el grado de ajuste cambiario que requeriría realizar la economía para ponerse en línea con los nuevos fundamentales.

La información obtenida para calcular el primer indicador fue obtenida de los sitios web del Banco Mundial (deuda externa) y la CEPAL (reservas internacionales); mientras para el segundo indicador, se utilizó información del sitio web de la CEPAL.

El índice de exposición combinado (IEC) se calculó con la siguiente fórmula, siendo la ponderación para el indicador 1 y para el indicador 2 igual a 0.5.

$$IEC = 0.5 \cdot IE_1 + 0.5 \cdot IE_2$$

Los resultados obtenidos a partir de este proceso se muestran en el cuadro B.4.

Se supone que los países en los que el índice de reservas internacionales (excluyendo el oro)-deuda externa sea menor al 20% tienen una exposición alta y un IE de 4. En los que este índice se encuentre entre el 20% y el 40% tienen una exposición media-alta y un IE de 3. Los que tengan un índice entre el 40% y el 60% tienen una exposición media baja y un IE de 2. Por último, los que presenten un índice mayor al 60% tienen una exposición baja y un IE de 1. Por otro lado, los países que tuvieron una apreciación real mayor al 10% durante el periodo tendrán una exposición alta y un IE de 4, mientras que los que presentaron una apreciación mayor al 0% y menor al 10% tienen una exposición media-alta y un IE de 3. Para los países que tuvieron una depreciación real mayor al 0% y menor al 10%, la exposición es media baja y el IE de 2, y, por último, los que tuvieron una depreciación mayor al 10% tienen una exposición baja y un IE de 1.

GRADO DE EXPOSICIÓN AL RIESGO DE FORTALECIMIENTO DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES Y AUMENTO EN LAS TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES

Indicador 1: reservas internacionales-deuda externa total, 2016

Indicador 2: apreciación/depreciación real del tipo de cambio, 2012-2015

Indicador combinado

Países	2016	Grado de exposición	Países	Var. % 2012-2015	Grado de exposición	Países	Grado de exposición
Venezuela	4.6	4	Bolivia	-27.5	4	Argentina	4
Ecuador	9.4	4	Ecuador	-18.5	4	Ecuador	4
Argentina	17.6	4	Panamá	-17.9	4	Venezuela	4
Panamá	21.6	3	Guatemala	-17.0	4	Panamá	4
El Salvador	22.3	3	Costa Rica	-6.8	3	Costa Rica	3
Nicaragua	23.9	3	Paraguay	-3.9	3	Guatemala	3
Chile	24.6	3	Honduras	-2.8	3	Nicaragua	3
R.Dominicana	32.7	3	Nicaragua	-1.1	3	Bolivia	3
Costa Rica	32.8	3	Perú	0.3	2	El Salvador	3
México	41.2	2	El Salvador	2.3	2	Honduras	3
Guatemala	43.8	2	Uruguay	4.3	2	Chile	2
Colombia	44.3	2	Chile	14.4	1	Paraguay	2
Honduras	50.0	2	R.Dominicana	15.0	1	R.Dominicana	2
Uruguay	53.9	2	México	26.6	1	Uruguay	2
Brasil	75.6	1	Colombia	42.2	1	Colombia	2
Paraguay	86.9	1	Brasil	53.0	1	México	2
Perú	87.6	1				Perú	2
Bolivia	119.5	1				Brasil	1

Riesgos internos

Sostenibilidad fiscal y de la deuda pública en el mediano y largo plazos

Para el cálculo del grado de exposición de los países a la insostenibilidad fiscal y de la deuda pública en el mediano y largo plazos, se utilizó un indicador ponderado con base en dos indicadores:

- » La relación deuda pública total en relación con el PIB, como un indicador del grado de endeudamiento público que puede condicionar la sostenibilidad fiscal de largo plazo.
- » El indicador de solvencia intertemporal fiscal, que muestra si el sector público del país tiende a reducir o a aumentar su coeficiente de endeudamiento en el mediano plazo.

La información para calcular ambos indicadores fue obtenida del sitio web de la CEPAL (deuda pública total y PIB).

El índice de exposición combinado (IEc) se calculó con la siguiente fórmula, siendo la ponderación tanto para el indicador 1 como para el indicador 2 igual a 0,5.

$$IEc = 0.5 \cdot IE_1 + 0.5 \cdot IE_2$$

Los resultados obtenidos a partir de este proceso se muestran en el cuadro B.5.

**GRADO DE EXPOSICIÓN AL RIESGO DE INSOSTENIBILIDAD FISCAL Y DE LA DEUDA PÚBLICA
EN EL MEDIANO Y EL LARGO PLAZOS**

Indicador 1: deuda pública total, 2015 (% del PIB)		Indicador 2: cambio en el coeficiente deuda/ PIB, 2012-2015 (var. %)			Indicador combinado		
Países	2015	Grado de exposición	Países	Promedio 2012-2015	Grado de exposición	Países	Grado de exposición
Brasil	57.0	4	Venezuela	6.0	4	Costa Rica	4
Uruguay	53.6	4	Ecuador	3.6	3	Venezuela	4
Costa Rica	50.6	4	Costa Rica	3.5	3	Brasil	3
Venezuela	49.1	3	Honduras	3.2	3	Honduras	3
El Salvador	47.3	3	Haití	3.0	3	Uruguay	3
Honduras	45.2	3	México	2.9	2	Ecuador	3
México	42.5	3	Brasil	2.7	2	México	3
Colombia	42.3	3	Uruguay	2.6	2	Haití	3
Panamá	38.8	2	Chile	2.3	2	El Salvador	2
Argentina	38.0	2	Paraguay	2.2	2	R. Dominicana	2
Haití	35.7	2	R. Dominicana	1.7	2	Argentina	2
R. Dominicana	35.3	2	El Salvador	0.8	1	Colombia	2
Ecuador	32.5	2	Panamá	0.4	1	Panamá	2
Bolivia	31.6	2	Colombia	0.3	1	Nicaragua	2
Nicaragua	30.4	2	Argentina	0.2	1	Paraguay	2
Chile	25.7	1	Guatemala	0.1	1	Bolivia	2
Guatemala	24.4	1	Perú	-0.1	1	Chile	2
Perú	22.0	1	Nicaragua	-0.4	1	Guatemala	1
Paraguay	19.7	1	Bolivia	-0.7	1	Perú	1

Se supone que los países que tengan una relación deuda pública-PIB mayor al 50% tienen una exposición alta y, por lo tanto, un IE del 4. Los que en esta relación tengan entre el 40% y el 50% presentan una exposición media-alta y un IE de 3. Mientras que los que tienen entre el 30% y el 40% la exposición es media-baja y un IE de 2. Finalmente, los países con una relación menor al 30% tienen una exposición baja y un IE del 1. De igual manera, los países en los que el cambio en el coeficiente de deuda pública en el mediano plazo haya sido mayor al 6% entre 2012 y 2015 se clasifican con una exposición alta y con un IE de 4. Los países en los que este coeficiente esté entre el 3% y el 6% se clasifican con una exposición media-alta y con un IE de 3. En los que este coeficiente se encuentre entre el 1% y el 3%, la exposición es media-baja y tienen un IE de 2. Por último, los países con un coeficiente menor al 1% tienen una exposición baja y un IE de 1.

Ajustes macroeconómicos internos a las nuevas condiciones externas

El cálculo del grado de exposición al riesgo de falta de ajustes macroeconómicos internos a las nuevas condiciones externas se realizó con base en dos indicadores:

- » Un indicador de apreciación cambiaria que refleja el grado en que el tipo de cambio no se ajustó a los cambios en los indicadores fundamentales de la economía.
- » Un indicador del balance fiscal del gobierno como porcentaje del PIB, que refleja también el déficit o superávit fiscal.

La información obtenida para calcular ambos indicadores fue obtenida del sitio web de la CEPAL (tipo de cambio real, balance fiscal y PIB).

El índice de exposición combinado (IEC) se calculó con la siguiente fórmula, siendo la ponderación tanto para el indicador 1, como para el indicador 2, igual a 0.5.

$$IEC = 0.5 \cdot IE_1 + 0.5 \cdot IE_2$$

Los resultados obtenidos a partir de este proceso se muestran en el cuadro B.6.

**GRADO DE EXPOSICIÓN AL RIESGO DE CARENCIA DE POLÍTICAS DE AJUSTES MACROECONÓMICOS
A LAS NUEVAS CONDICIONES EXTERNAS**

Indicador 1: apreciación cambiaria, 2012-2015 (var.%) Indicador 2: balance fiscal del gobierno/PIB, 2012-2015 (% PIB)

Países	Indicador 1: apreciación cambiaria, 2012-2015 (var.%)		Indicador 2: balance fiscal del gobierno/PIB, 2012-2015 (% PIB)		Países	Indicador combinado	
	2012-2015	Grado de exposición	Promedio 2012-2015	Grado de exposición		Países	Grado de exposición
Bolivia	-27.5	4	Honduras	-5.3	4	Argentina	4
Ecuador	-18.5	4	Costa Rica	-5.3	4	Ecuador	4
Panamá	-17.9	4	Brasil	-4.7	4	Panamá	4
Guatemala	-17.0	4	Ecuador	-4.4	4	Costa Rica	4
Costa Rica	-6.8	3	Panamá	-3.5	4	Guatemala	4
Paraguay	-3.9	3	R.Dominicana	-3.2	4	Honduras	4
Honduras	-2.8	3	Argentina	-3.1	4	Venezuela	3
Nicaragua	-1.1	3	Venezuela	-2.9	3	Bolivia	3
Perú	0.3	2	México	-2.7	3	Brasil	3
El Salvador	2.3	2	Colombia	-2.5	3	Paraguay	3
Uruguay	4.3	2	Uruguay	-2.1	3	R.Dominicana	3
Chile	14.4	1	Guatemala	-2.0	3	Uruguay	3
R.Dominicana	15.0	1	Paraguay	-1.6	2	Colombia	2
México	26.6	1	El Salvador	-1.5	2	El Salvador	2
Colombia	42.2	1	Bolivia	-0.9	1	México	2
Brasil	53.0	1	Chile	-0.8	1	Nicaragua	2
			Perú	-0.4	1	Perú	2
			Haití	-0.1	1	Chile	1
			Nicaragua	-0.1	1	Haití	1

La clasificación utilizada en cuanto a la apreciación cambiaria es la misma establecida antes dentro de este mismo anexo.

Se supone que los países con un déficit en el balance fiscal del gobierno como porcentaje del PIB mayor al 3% tienen una exposición alta y un IE de 4. Los que tengan un déficit entre el 2% y el 3% tienen una exposición media-alta y un IE de 3. Los que presenten un déficit entre el 1% y el 2% tienen una exposición media-baja y un IE de 2. Por último, los que tengan un déficit menor al 1% tienen una exposición baja y un IE de 1.

Crisis en el sistema financiero nacional

El cálculo del grado de exposición al riesgo de crisis en el sistema financiero nacional se realizó con base en tres indicadores:

- » Un indicador que determina la relación entre el crédito bancario y el PIB, que mide el peso del sistema financiero en la economía, y por lo tanto el grado de exposición de esta a potenciales choques que afecten el sistema financiero.
- » Un indicador de mora bancaria, que mide la calidad de la cartera.
- » La relación capital-activos totales, que mide en qué medida el sistema financiero está capitalizado para hacer frente a los choques.

La información obtenida para calcular los tres indicadores fue obtenida del sitio web del Banco Mundial.

El índice de exposición combinado (IEC) se calculó con la siguiente fórmula, siendo la ponderación para los tres indicadores igual a 0.33.

$$IEC = 0.33 \cdot IE_1 + 0.33 \cdot IE_2 + 0.33 \cdot IE_3$$

Los resultados obtenidos a partir de este proceso se muestran en el cuadro B.7.

GRADO DE EXPOSICIÓN AL RIESGO DE VOLATILIDAD EN EL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL

Países	Indicador 1: crédito bancario al público, 2015 (% PIB)		Indicador 2: mora bancaria, 2015 (% cartera total)		Indicador 3: relación capital-activos totales (%)		Países	Grado de exposición	Países	Grado de exposición	Países	Grado de exposición
	2015	Grado de exposición	2015	Grado de exposición	2015	Grado de exposición						
Chile	123.3	4	Ecuador	5.1	4	Guatemala	7.2	4	Brasil	3		
Brasil	108.7	4	Perú	4.3	4	Bolivia	7.7	4	Bolivia	3		
Panamá	83.5	4	Brasil	3.8	3	Chile	7.8	4	Chile	3		
El Salvador	73.7	4	Honduras	3.8	3	Paraguay	8.0	4	Paraguay	3		
Bolivia	67.1	4	Paraguay	3.2	3	Uruguay	8.5	4	Costa Rica	3		
Costa Rica	66.0	4	Colombia	3.0	3	Brasil	9.3	3	Honduras	3		
Venezuela	61.9	4	Panamá	2.6	2	Costa Rica	9.7	3	Panamá	3		
Honduras	58.9	3	México	2.3	2	R.Dominicana	9.9	3	Colombia	2		
R.Dominicana	54.0	3	El Salvador	2.1	2	Venezuela	10.5	2	El Salvador	2		
México	53.8	3	Chile	1.9	1	Panamá	10.5	2	Guatemala	2		
Colombia	52.6	3	Argentina	1.9	1	Honduras	10.6	2	México	2		
Paraguay	49.3	2	R.Dominicana	1.8	1	Perú	10.6	2	Perú	2		
Nicaragua	48.2	2	Guatemala	1.7	1	México	10.7	2	Venezuela	2		
Guatemala	42.8	2	Costa Rica	1.6	1	Argentina	12.7	1	Ecuador	2		
Uruguay	36.3	1	Bolivia	1.6	1	Ecuador	12.8	1	Uruguay	2		
Argentina	34.2	1	Uruguay	1.6	1	El Salvador	13.5	1	R. Dominicana	1		
Haití	32.0	1	Venezuela	0.8	1	Colombia	16.1	1	Argentina	1		
Ecuador	31.3	1										
Perú	28.0	1										

Se supone que los países en los que el crédito bancario al público represente más del 60% del PIB tienen un grado de exposición alta y un IE de 4. En los que esta relación se encuentre entre el 50% y el 60% tienen una exposición media-alta y un IE de 3. Los que presenten una relación entre el 40% y el 50% tienen una exposición media-baja y un IE de 2. Por último, en los que la relación sea menor al 40% tienen una exposición baja y un IE de 1. Por otro lado, los países con una mora bancaria como porcentaje de la cartera total mayor al 4% tienen un grado de exposición alta y un IE de 4. En los que la mora se encuentre entre el 3% y el 4% tienen una exposición media-alta y un IE de 3. Los países con una mora entre el 2% y el 3% tienen una exposición media-baja y un IE de 2. Finalmente, los países con este indicador menor al 2% tienen una exposición baja y un IE de 1. De igual forma, se clasifica a los países con base en la relación capital-activos totales, los que presenten una relación menor al 9% tienen una exposición alta y un IE de 4, los que tengan una relación entre el 9% y el 10% tienen una exposición media-alta y un IE de 3, en los que esta relación se encuentre entre el 10% y el 11% tienen una exposición media-baja y un IE de 2 y, por último, los que tengan una relación mayor al 11% tienen una exposición baja y un IE de 3.

Bibliografía

- Agénor, P.R. (2004), *The Economics of Adjustment and Growth*, Harvard University Press, Cambridge y Londres, 784 páginas.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Estadísticas e indicadores, CEPALSTAT, Base de datos y publicaciones estadísticas, en: <http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT/estadisticasIndicadores.asp?idioma=e>.
- Fondo Monetario Internacional (2016), *Perspectivas económicas: las Américas*, Estudios Económicos y Financieros, Washington D.C., abril, 125 páginas.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), International Financial Statistics (IFS), en: <<http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1&slid=1409151240976>>.
- Fondo Monetario Internacional, Primary Commodity Prices, en: <<http://w<.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>>.
- Fondo Monetario Internacional, *Artículo IV, Press Release and Staff Report*, IMF Country Report (varios números), Washington D.C.
- Ocampo, José Antonio (2008), “El auge económico latinoamericano”, *Revista de Ciencia Política*, vol. 28, núm. 1, pp. 7-33.
- The Economist* (2013), “When Giants Slow Down, Briefing Emerging Economist”, 27 de julio al 2 de agosto, pp. 20-22.
- World Bank, Data indicators, en: <<http://data.worldbank.org/indicator>>.

Se imprimieron 150 copias en Master Copy, S.A. de C.V.,
Calle Plásticos núm. 84, local 2, ala sur, colonia Industrial
Alce Blanco, Naucalpan de Juárez, Estado de México, 53370
MMXVIII

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

ISBN: 978-607-8582-05-1



9 786078 582051