



2019

# Estudio Económico de América Latina y el Caribe

El nuevo contexto financiero mundial:  
efectos y mecanismos de transmisión  
en la región



NACIONES UNIDAS

CEPAL



POR UN DESARROLLO  
SOSTENIBLE CON IGUALDAD

# Gracias por su interés en esta publicación de la CEPAL



Si desea recibir información oportuna sobre nuestros productos editoriales y actividades, le invitamos a registrarse. Podrá definir sus áreas de interés y acceder a nuestros productos en otros formatos.



[www.cepal.org/es/publications](http://www.cepal.org/es/publications)



[www.cepal.org/apps](http://www.cepal.org/apps)



2019

# Estudio Económico de América Latina y el Caribe

El nuevo contexto financiero mundial:  
efectos y mecanismos de transmisión  
en la región



NACIONES UNIDAS

CEPAL



POR UN DESARROLLO  
SOSTENIBLE CON IGUALDAD

**Alicia Bárcena**  
Secretaria Ejecutiva

**Mario Cimoli**  
Secretario Ejecutivo Adjunto

**Raúl García-Buchaca**  
Secretario Ejecutivo Adjunto  
para Administración y Análisis de Programas

**Daniel Titelman**  
Director de la División de Desarrollo Económico

**Ricardo Pérez**  
Director de la División de Publicaciones y Servicios Web

El *Estudio Económico de América Latina y el Caribe* es un documento anual de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). La elaboración de la edición de 2019 estuvo encabezada por Daniel Titelman, Director de la División, y la coordinación estuvo a cargo de Ramón Pineda Salazar y Daniel Titelman.

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

Las secciones de la primera parte, "Situación económica y perspectivas para 2019", se basan en insumos preparados por los siguientes expertos: Alejandra Acevedo, Claudio Aravena, Pablo Carvallo, Claudia de Camino, Ivonne González, Michael Hanni, Juan Pablo Jiménez, Noel Pérez, Esteban Pérez Caldentey, Ramón Pineda Salazar, José Antonio Sánchez, Cecilia Vera y Jürgen Weller.

La segunda parte, "El nuevo contexto financiero mundial: efectos y mecanismos de transmisión en la región", fue coordinada por Esteban Pérez Caldentey y Daniel Titelman. En su elaboración participaron Pablo Carvallo, Claudia de Camino, Albert Klein, Ricardo Mayer, Esteban Pérez Caldentey, José Antonio Sánchez y Cecilia Vera; y como asistentes de investigación Tarek Abdo, Cristóbal Budnevich, Luis Díaz, Luis Méndez, Carlos Julio Moreno y Lorenzo Nalin. Además, se incorporaron insumos preparados por el consultor Gerald Epstein.

Las notas sobre los países fueron elaboradas por los siguientes expertos: Alejandra Acevedo, Olga Lucía Acosta, Maharouf Adedayo, Dillon Alleyne, Anahí Amar, Martín Cherkasky, Claudia de Camino, Randolph Gilbert, Sonia Gontero, Enrique González, Michael Hendrickson, Álvaro Lalanne, Jesús López, Sara Lynn, Sheldon McLean, Rodolfo Minzer, Carlos Mussi, Ramón Padilla, Machel Pantin, Juan Pérez, Ramón Pineda Salazar, Juan Carlos Ramírez, Juan Carlos Rivas, Indira Romero, Jesús Santamaría, Nyasha Skerrette, Hidenobu Tokuda, Juan Valderrama, Carlos Valdés y Francisco Villarreal. José Luis Germán, Michael Hanni y Albert Klein revisaron las notas de los países del Caribe. Claudio Aravena, Pablo Carvallo, Georgina Cipoletta y Juan Pablo Jiménez colaboraron en la revisión de las notas de los países de América Latina. Sonia Albornoz estuvo a cargo del anexo estadístico.

---

Publicación de las Naciones Unidas

ISBN: 978-92-1-122019-3  
(versión impresa)

ISBN: 978-92-1-047941-7  
(versión pdf)

ISBN: 978-92-1-358256-5  
(versión ePub)

Nº de venta: S.19.II.G.3

LC/PUB.2019/12-P

Distribución: G

Copyright © Naciones Unidas, 2019

Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago

S.19-00414

---

#### Notas explicativas

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

Esta publicación debe citarse como: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2019* (LC/PUB.2019/12-P), Santiago, 2019.

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Publicaciones y Servicios Web, publicaciones.cepal@un.org. Los Estados Miembros de las Naciones Unidas y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a la CEPAL de tal reproducción.

Presentación.....	13
Resumen ejecutivo .....	15
<b>Parte I</b>	
<b>Situación económica y perspectivas para 2019.....</b>	<b>23</b>
<b>Capítulo I</b>	
<b>Panorama regional .....</b>	<b>25</b>
A. El contexto internacional .....	27
1. El crecimiento de la economía mundial se estima que será del 2,6% en 2019, una tasa 4 décimas por debajo de la registrada en 2018, y con una desaceleración mayor en las economías desarrolladas que en aquellas en desarrollo.....	27
2. El comercio mundial se debilita cada vez más en medio de crecientes tensiones comerciales .....	28
3. Se mantienen la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros .....	30
4. Los precios de los productos básicos se proyectan en promedio inferiores a los vigentes durante 2018.....	32
B. La evolución de la liquidez a nivel global.....	35
1. En 2018 el ciclo de liquidez global mostró un punto de inflexión con un sesgo a la baja en consonancia con las condiciones económicas globales .....	35
2. El cambio en el ciclo de liquidez se explica en parte por la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos .....	36
3. Las economías emergentes experimentaron una fuerte caída de los flujos de financiamiento transfronterizo.....	36
4. La disminución de liquidez se ha dado en un contexto de desapalancamiento de los hogares y del sector corporativo no financiero de la economía en la gran mayoría de las economías desarrolladas .....	39
5. El caso de los Estados Unidos representa una excepción a la reducción del apalancamiento en el sector corporativo no financiero .....	40
6. La deuda del sector corporativo no financiero ha experimentado un alza en las economías en desarrollo .....	42
7. Las perspectivas para 2019 .....	44
C. El sector externo .....	45
1. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendrá relativamente estable en 2019.....	45
2. El superávit de la balanza de bienes se espera que se reduzca fuertemente en 2019 como resultado de una desaceleración de los volúmenes exportados y de una caída de los precios de exportación .....	46
3. Se espera que los términos de intercambio de la región, en promedio, empeoren en 2019, aunque las economías del Caribe y de Centroamérica se beneficiarían por menores precios de la energía .....	49
4. Se espera que el déficit de servicios se reduzca en 2019, principalmente debido a menores importaciones, en consonancia con la desaceleración de la actividad económica regional .....	50
5. El déficit de la balanza de renta disminuirá en 2019, debido a que se reducirán los beneficios de las empresas extranjeras.....	50
6. La balanza de transferencias, compuesta principalmente por el rubro de las remesas, sería más superavitaria en 2019.....	51
7. Los flujos financieros hacia la región se recuperaron levemente durante el primer trimestre de 2019, situación que se habría revertido a partir de mayo, siguiendo una dinámica similar a la del conjunto de los mercados emergentes .....	52
8. Con el inicio del año, se detuvo el aumento del riesgo soberano que se observó durante todo 2018, pero posteriormente ha vuelto a incrementarse, en respuesta a la mayor incertidumbre global.....	52
9. Las emisiones de deuda tuvieron una caída interanual del 35% en los primeros cinco meses de 2019.....	53

D. El desempeño interno .....	55
1. Se contrae la actividad económica en América Latina .....	55
2. La caída de la demanda interna fue liderada por la inversión .....	56
3. A nivel subregional se mantiene el patrón de desaceleración de la economía, pero varían las magnitudes y las causas .....	58
4. La caída en los sectores de la minería, la construcción y la industria manufacturera, junto con el menor dinamismo del comercio, explican la contracción de la actividad en el primer trimestre.....	59
5. El incremento de los factores productivos no se tradujo en crecimiento del PIB .....	60
6. Luego del descenso observado en 2017, la inflación promedio de la región se ha venido incrementando de manera sostenida desde mayo de 2018.....	60
7. En el segundo semestre de 2018 se inició un proceso de aceleración de la inflación, que se ha prolongado hasta mayo de 2019.....	62
8. Los rubros vinculados a alimentos son los que experimentaron la mayor alza en su tasa de inflación.....	63
9. En 2018 la calidad del empleo se deterioró .....	64
10. En el primer trimestre de 2019 la tasa de desocupación se mantiene estable en un nivel elevado .....	66
11. Aumenta la brecha de la tasa de desocupación entre hombres y mujeres .....	68
12. Nuevamente se deteriora la calidad del empleo.....	68
13. Aspectos estructurales y coyunturales inciden en la generación de empleo por rama de actividad.....	71
14. A nivel regional, los salarios no contribuyen a fortalecer el poder adquisitivo de los hogares .....	73
15. Las perspectivas laborales para la segunda mitad de 2019 son poco promisorias.....	74
E. Las políticas macroeconómicas .....	75
1. La consolidación fiscal sigue siendo el objetivo de la política fiscal de América Latina en 2019 .....	75
2. La deuda pública bruta presentó un comportamiento heterogéneo en el primer trimestre de 2019 .....	78
3. La contención del gasto público implicaría reducciones de los gastos corrientes primarios y los gastos de capital durante 2019.....	82
4. Se proyecta que los ingresos públicos se mantengan estables en lo relativo al producto, si bien muestran señales de debilitamiento en los primeros meses de 2019 .....	84
5. Se agudizan los dilemas que enfrentan los responsables de las políticas monetaria y cambiaria en la región.....	88
6. Las tasas de interés activas siguen descendiendo en parte de la región y el crédito interno destinado al sector privado acelera su crecimiento .....	91
7. Pese a que la volatilidad cambiaria ha tendido a reducirse en 2019, se ha mantenido en niveles mayores que los de 2017 .....	92
8. Las reservas internacionales se mantienen estables en términos nominales en 2018, pero crecen en relación con el PIB.....	94
F. Riesgos del escenario internacional de 2019 y proyecciones de actividad para América Latina y el Caribe .....	97
1. Las nuevas proyecciones de actividad de América Latina y el Caribe para 2019 se dan en un escenario internacional que luce más desfavorable que a comienzos del año .....	97
2. La proyección de crecimiento para América Latina y el Caribe se ha revisado a la baja, a un 0,5%, producto de la desaceleración generalizada en los países de la región .....	99
Bibliografía .....	101
<b>Parte II</b>	
<b>El nuevo contexto financiero mundial: efectos y mecanismos de transmisión en la región.....</b>	<b>103</b>
<b>Capítulo II</b>	
<b>Los cambios en el ciclo financiero mundial y sus implicaciones.....</b>	<b>105</b>
Introducción.....	107
A. Apalancamiento, interconectividad y concentración .....	109
B. Hechos estilizados del sistema bancario en el período poscrisis (2010-2018).....	111
1. La desaceleración del sector bancario y la recomposición de las hojas de balance.....	111
2. Pérdida de importancia de la banca mundial en los países desarrollados y aumento de la concentración bancaria.....	114

C. El dinamismo de la industria de administración de activos .....	116
1. Crecimiento y rentabilidad.....	116
D. El aumento de la deuda global: un fenómeno sistémico.....	120
1. El aumento de la deuda afecta a todos los sectores de la economía.....	120
2. El endeudamiento en los países desarrollados .....	121
3. El endeudamiento de los países en desarrollo: el caso del sector corporativo no financiero.....	122
E. Vulnerabilidades latentes y mecanismos de transmisión en el nuevo ciclo financiero .....	129
1. Mecanismos de transmisión de la política monetaria de los Estados Unidos al resto del mundo .....	129
2. La fragilidad financiera afecta al sector productivo.....	130
Bibliografía .....	133

### Capítulo III

#### Hacia un nuevo enfoque para analizar las vulnerabilidades potenciales que enfrenta

<b>América Latina y el Caribe en el nuevo ciclo financiero .....</b>	<b>135</b>
Introducción.....	137
A. Flujos netos, flujos brutos y vulnerabilidad externa.....	138
1. Los saldos netos de la cuenta financiera y de la cuenta corriente de la balanza de pagos son insuficientes para analizar la vulnerabilidad externa y las amenazas a la estabilidad financiera .....	138
2. El análisis de la vulnerabilidad financiera debe ampliarse a los flujos brutos de capitales (entradas y salidas de capital).....	139
3. El comportamiento de las entradas y de las salidas no necesariamente responde a los mismos factores y pueden producirse movimientos en direcciones opuestas .....	141
4. En América Latina, las salidas no logran compensar las entradas debido a su magnitud mucho menor, aun en los casos en que ambas se mueven en direcciones opuestas.....	142
5. Un análisis de vulnerabilidad externa también debe tener en cuenta las distintas categorías que componen los flujos brutos de entrada y salida de capitales.....	150
B. La posición de inversión internacional y sus limitantes como indicador de vulnerabilidad.....	155
1. La posición de activos y pasivos externos (posición de inversión internacional) ha experimentado aumentos sustanciales en América Latina y el Caribe .....	155
2. La posición de inversión internacional neta de los países puede verse afectada en gran medida por los cambios de valuación de los instrumentos que la componen.....	156
3. La posición de inversión internacional neta no es un indicador suficiente para evaluar la vulnerabilidad externa y debe complementarse con una descomposición de los activos y pasivos en términos de instrumentos, sectores institucionales, monedas y distribución geográfica de la contraparte .....	158
Bibliografía .....	166
Anexo III.A1 .....	168

### Capítulo IV

<b>Cambios en el sistema financiero, regulación macroprudencial y mecanismos de transmisión .....</b>	<b>169</b>
Introducción.....	171
A. El ciclo financiero en el período previo a la crisis.....	172
B. Breve reseña de las iniciativas más relevantes referentes a la regulación financiera en la situación posterior a la crisis.....	174
1. Resumen general de las distintas iniciativas .....	174
2. Basilea III y el fortalecimiento del capital de los bancos.....	175
3. Iniciativas dirigidas a disminuir la interconectividad .....	177
4. La Ley Dodd-Frank: disminución de la interconectividad y fortalecimiento del capital.....	178
C. El cambio en la lógica de las operaciones de la banca global y sus consecuencias para la estabilidad financiera .....	179
1. La concentración del sector financiero y no bancario en la industria de la gestión de activos .....	181
2. Interconectividad de la industria de la gestión de activos.....	183
D. El sector corporativo no financiero: su apalancamiento y su papel en la intermediación financiera .....	186

E. Los mecanismos de transmisión en el nuevo contexto financiero.....	188
F. Ampliar la caja de herramientas a fin de evaluar la vulnerabilidad macroeconómica y concebir una política macroprudencial.....	189
Bibliografía.....	191
Anexo IV.A1.....	193
Anexo IV.A2.....	195
<b>Anexo estadístico.....</b>	<b>197</b>
<b>Publicaciones recientes de la CEPAL.....</b>	<b>237</b>
<b>Cuadros</b>	
Cuadro I.1 Variación interanual de los precios internacionales de los productos básicos, 2016-2019.....	33
Cuadro I.2 Países y agrupaciones seleccionadas: acervo de deuda de los hogares, el sector corporativo no financiero y el gobierno, 2010, 2016 y 2018.....	39
Cuadro I.3 América Latina (países seleccionados): deuda de los hogares y del sector corporativo no financiero, 2017 y cuarto trimestre de 2018.....	43
Cuadro I.4 América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, diciembre de 2017 a mayo de 2019.....	61
Cuadro I.5 América Latina (países seleccionados): variación interanual real de la recaudación del impuesto sobre el valor agregado (IVA) y del impuesto sobre la renta (ISR), 2018-2019.....	85
Cuadro II.1 Estados Unidos: indicadores de desempeño de la banca comercial, 2000-2018.....	113
Cuadro II.2 Bancos más grandes, por región y activos totales, 2008 y 2017.....	114
Cuadro II.3 Países seleccionados: indicadores de la evolución del sistema financiero, 2011-2017.....	117
Cuadro II.4 Principales empresas de administración de activos, activos totales bajo administración, domicilio de la casa matriz y principal línea de negocios, 2017.....	118
Cuadro II.5 Crecimiento del sector financiero en la sombra, 2011-2015.....	119
Cuadro II.6 Empresas que emiten bonos en el mercado local y en el mercado internacional de bonos, y bonos emitidos por región del mundo en desarrollo, 2017.....	124
Cuadro II.7 Diez principales empresas con mayor cantidad de bonos emitidos en mercados <i>offshore</i> para cada jurisdicción, 2016.....	124
Cuadro II.8 Emisión de títulos de deuda por parte del sector bancario, otras corporaciones financieras y corporaciones no financieras, 2018.....	127
Cuadro II.9 Cuota de mercado mundial, 2017.....	131
Cuadro III.1 América Latina (17 países): resultados de las estimaciones con datos de panel, 1980-2017.....	143
Cuadro III.2 América Latina (18 países): total de ceses abruptos de los flujos de entrada y los flujos netos de capitales, tercer trimestre de 1996 a segundo trimestre de 2018.....	149
Cuadro III.3 América Latina (17 países): composición de los flujos de entrada y salida de capitales, 1980-2017.....	152
Cuadro III.4 América Latina (17 países): participación de los flujos de inversión extranjera directa (IED) en el total de las entradas y salidas, por períodos, 1990-2017.....	152
Cuadro III.5 América Latina (17 países): composición promedio del acervo de activos y pasivos externos.....	161
Cuadro III.6 América Latina: índice de Grubel y Lloyd (IGL), 2017 y 2018.....	165
Cuadro IV.1 Balance de una institución financiera representativa.....	172
Cuadro IV.2 Requisitos de capital para Basilea II y III, 2011-2019.....	176
Cuadro IV.3 Activos bajo gestión por segmento de gestores en el mundo, participación en el total, 2008-2017.....	183
Cuadro IV.4 Cincuenta principales gestores de activos bajo gestión en el mundo, 2017.....	184
Cuadro IV.5 Estados Unidos: propiedad de grandes bancos por empresas de gestión de activos, 2002 y 2013.....	185
Cuadro IV.6 América Latina (países seleccionados): acervo de deuda del sector corporativo no financiero, diversos períodos y años.....	186



Cuadro IV.7	Brasil: correlación entre emisiones de deuda en el mercado internacional de bonos por corporaciones no financieras brasileñas y pasivos en forma de inversión directa neta y créditos recibidos desde el exterior (acumulada en cuatro trimestres) desde filiales en el extranjero a casas matrices, antes y después de 2018 .....	188
Cuadro IV.A1.1	Balance de una institución financiera representativa.....	193
Cuadro A.1	América Latina y el Caribe: principales indicadores económicos .....	199
Cuadro A.2	América Latina y el Caribe: producto interno bruto en tasas anuales de variación .....	200
Cuadro A.3	América Latina y el Caribe: producto interno bruto por habitante.....	201
Cuadro A.4	América Latina y el Caribe: producto interno bruto en tasas interanuales de variación.....	202
Cuadro A.5	América Latina y el Caribe: formación bruta de capital fijo.....	202
Cuadro A.6	América Latina y el Caribe: balanza de pagos .....	203
Cuadro A.7	América Latina: índices del comercio internacional de bienes.....	206
Cuadro A.8	América Latina y el Caribe: exportaciones de bienes, FOB.....	207
Cuadro A.9	América Latina y el Caribe: importaciones de bienes, CIF.....	208
Cuadro A.10	América Latina: términos de intercambio de bienes FOB/FOB .....	209
Cuadro A.11	América Latina y el Caribe (países seleccionados): ingresos por remesas de trabajadores emigrados.....	209
Cuadro A.12	América Latina y el Caribe: transferencia neta de recursos .....	210
Cuadro A.13	América Latina y el Caribe: inversión extranjera directa neta.....	211
Cuadro A.14	América Latina y el Caribe: deuda externa bruta total .....	212
Cuadro A.15	América Latina y el Caribe: diferencial de bonos soberanos, EMBI+ y EMBI Global .....	214
Cuadro A.16	América Latina y el Caribe: primas por canje de riesgo soberano de incumplimiento de crédito a cinco años (CDS).....	214
Cuadro A.17	América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos .....	215
Cuadro A.18	América Latina y el Caribe: índices de las bolsas de valores .....	215
Cuadro A.19	América Latina y el Caribe: reservas internacionales brutas.....	216
Cuadro A.20	América Latina y el Caribe: tipo de cambio real efectivo .....	217
Cuadro A.21	América Latina y el Caribe: tasa de participación.....	218
Cuadro A.22	América Latina y el Caribe: desempleo urbano abierto .....	220
Cuadro A.23	América Latina y el Caribe: tasa de ocupación .....	221
Cuadro A.24	América Latina y el Caribe: indicadores de empleo registrado .....	222
Cuadro A.25	América Latina: indicadores de subempleo por horas .....	222
Cuadro A.26	América Latina: salario medio real.....	223
Cuadro A.27	América Latina y el Caribe: indicadores monetarios.....	224
Cuadro A.28	América Latina y el Caribe: crédito interno.....	227
Cuadro A.29	América Latina y el Caribe: tasa de interés de referencia de política monetaria .....	228
Cuadro A.30	América Latina y el Caribe: tasas de interés activas representativas.....	229
Cuadro A.31	América Latina y el Caribe: precios al consumidor .....	230
Cuadro A.32	América Latina y el Caribe: balances fiscales.....	231
Cuadro A.33	América Latina y el Caribe: composición de los ingresos tributarios .....	232
Cuadro A.34	América Latina y el Caribe: ingresos y gastos públicos.....	233
Cuadro A.35	América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del sector público no financiero .....	234
Cuadro A.36	América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del gobierno central.....	235

### Gráficos

Gráfico I.1	Regiones y países seleccionados: tasa de crecimiento del PIB y proyecciones, 2018-2020.....	27
Gráfico I.2	Tasa de variación interanual del volumen del comercio mundial, enero de 2003 a abril de 2019 .....	29
Gráfico I.3	Regiones y países seleccionados: tasa de variación interanual del volumen del comercio, 2017-2019 .....	29

Gráfico I.4	Flujo de capitales de cartera hacia economías emergentes, datos por semana, mes móvil, enero de 2017 a mayo de 2019.....	30
Gráfico I.5	Índices de precios en los mercados accionarios, enero de 2017 a junio de 2019.....	31
Gráfico I.6	Índices de volatilidad en los mercados financieros, enero de 2017 a junio de 2019.....	31
Gráfico I.7	Índices de precios internacionales de los productos básicos, enero de 2017 a mayo de 2019.....	32
Gráfico I.8	Tasas de variación de la liquidez global, datos trimestrales, diciembre de 2015 a diciembre de 2018.....	35
Gráfico I.9	Activos del conjunto de los cuatro principales bancos del mundo, marzo de 2016 a diciembre de 2018.....	36
Gráfico I.10	Tasa de variación de la liquidez global en las economías emergentes y avanzadas, 2017 y 2018.....	37
Gráfico I.11	Tasas de variación de la liquidez global, por regiones del mundo en desarrollo, 2017-2018.....	38
Gráfico I.12	América Latina (países seleccionados): tasas de variación de la liquidez global, 2017-2018.....	39
Gráfico I.13	Estados Unidos: evolución de la deuda del sector corporativo no financiero, 1950-2018.....	40
Gráfico I.14	Estados Unidos: emisión de bonos del sector corporativo no financiero, 2010 a primer trimestre de 2019.....	41
Gráfico I.15	América Latina (países seleccionados): acervo de deuda del sector corporativo no financiero en el mercado internacional de bonos, 2010-2015, 2017, 2018 y primer trimestre de 2019.....	42
Gráfico I.16	Chile: acervo de deuda del sector corporativo no financiero y deuda con vencimiento en un año en el mercado internacional de bonos, enero de 2015 a enero de 2019.....	43
Gráfico I.17	América Latina (19 países): cuenta corriente de la balanza de pagos según componentes, 2009-2019.....	45
Gráfico I.18	América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las exportaciones de bienes, según volumen y precios, 2019.....	46
Gráfico I.19	América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las importaciones de bienes, según volumen y precios, 2019.....	48
Gráfico I.20	América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación de los términos de intercambio, 2015-2019.....	49
Gráfico I.21	América Latina y el Caribe (países seleccionados): variación interanual de los ingresos por remesas de emigrados, 2017-2019.....	51
Gráfico I.22	América Latina (14 países): indicador indirecto ( <i>proxy</i> ) de los flujos de capitales hacia la región, enero de 2016 a marzo de 2019.....	52
Gráfico I.23	América Latina (13 países): riesgo soberano según el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), enero de 2016 a mayo de 2019.....	53
Gráfico I.24	América Latina (16 países): emisiones de deuda en los mercados internacionales, montos acumulados, enero a mayo de 2018 y enero a mayo de 2019.....	54
Gráfico I.25	América Latina: tasa de variación del PIB, 2014-2019.....	55
Gráfico I.26	América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2014-2019.....	56
Gráfico I.27	América Latina: tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo, 2014-2019.....	57
Gráfico I.28	América Latina: contribución del consumo privado y público al crecimiento del PIB, 2014-2019.....	57
Gráfico I.29	América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2014-2019.....	58
Gráfico I.30	América Latina: tasa de variación del PIB por sectores de actividad económica, 2015-2018.....	59
Gráfico I.31	América Latina: determinantes del crecimiento del PIB, 2000-2018.....	60
Gráfico I.32	América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, promedio ponderado, enero de 2015 a mayo de 2019.....	62
Gráfico I.33	América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, general, subyacente, de alimentos, de bienes y de servicios, promedio ponderado, enero de 2015 a mayo de 2019.....	63
Gráfico I.34	América Latina y el Caribe (12 países): tasas de ocupación, participación y desempleo y su variación interanual, primer trimestre de 2016 a primer trimestre de 2019.....	67

Gráfico I.35	América Latina y el Caribe (12 países): variación interanual de las tasas de participación, ocupación y desempleo a nivel nacional, por sexo, promedio ponderado, primer trimestre de 2019.....	68
Gráfico I.36	América Latina (10 países): crecimiento económico y crecimiento interanual del empleo, por categoría de ocupación, 2010 a primer trimestre de 2019.....	69
Gráfico I.37	América Latina (países seleccionados): tasa de variación interanual del empleo registrado, 2017 a primer trimestre de 2019.....	70
Gráfico I.38	América Latina y el Caribe: coeficientes de correlación entre crecimiento económico y variación del número de ocupados, por rama de actividad, 1995-2018.....	72
Gráfico I.39	América Latina (11 países): variación interanual del empleo por rama de actividad, 2017 a primer trimestre de 2019.....	72
Gráfico I.40	América Latina (países seleccionados): variación interanual del salario promedio real del empleo registrado, 2017 a primer trimestre de 2019.....	73
Gráfico I.41	América Latina (16 países): indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2010-2019.....	75
Gráfico I.42	América Latina: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, por subregión, 2015-2019.....	76
Gráfico I.43	El Caribe (12 países): indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2010-2019.....	77
Gráfico I.44	América Latina (18 países): deuda pública bruta del gobierno central, 2018-2019.....	78
Gráfico I.45	América Latina: evolución de la deuda pública bruta, 2000-2019.....	79
Gráfico I.46	El Caribe (13 países): deuda pública bruta del gobierno central, 2018-2019.....	80
Gráfico I.47	América Latina: evolución del pago de intereses de la deuda pública del gobierno central, 2000-2019.....	80
Gráfico I.48	América Latina y el Caribe: pago de intereses de la deuda pública bruta del gobierno central, 2018-2019.....	81
Gráfico I.49	América Latina y el Caribe: composición del gasto público de los gobiernos centrales, 2017-2019.....	82
Gráfico I.50	América Latina (16 países): gastos de capital de los gobiernos centrales, 2000-2019.....	83
Gráfico I.51	América Latina y el Caribe: composición de los ingresos públicos de los gobiernos centrales, 2017-2019.....	84
Gráfico I.52	América Latina (11 países): variación interanual real de la recaudación del impuesto sobre el valor agregado (IVA), enero de 2016 a mayo de 2019.....	85
Gráfico I.53	América Latina (países seleccionados): variación interanual real de los ingresos fiscales provenientes de recursos no renovables, enero de 2017 a marzo de 2019.....	87
Gráfico I.54	América Latina (países seleccionados): tasa de política monetaria en los países que la emplean como principal instrumento de política, enero de 2016 a junio de 2019.....	89
Gráfico I.55	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): evolución de la base monetaria en los países que emplean agregados como principal instrumento de política monetaria, primer trimestre de 2010 a segundo trimestre de 2019.....	90
Gráfico I.56	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): promedio de las tasas de interés activas, enero de 2010 a mayo de 2019.....	91
Gráfico I.57	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): crédito interno en términos reales otorgado al sector privado, promedios de las tasas anualizadas, primer trimestre de 2013 a segundo trimestre de 2019.....	92
Gráfico I.58	América Latina y el Caribe (18 países): volatilidad del tipo de cambio nominal, promedio del valor absoluto de las variaciones diarias, 2016-2019.....	93
Gráfico I.59	América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales brutas, 2000-2018.....	94
Gráfico I.60	América Latina y el Caribe: tasa proyectada de crecimiento del PIB, 2019.....	99
Gráfico I.61	América del Sur: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, 2008 a 2019.....	100
Gráfico I.62	Centroamérica y México: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, 2008 a 2019.....	101
Gráfico II.1	Estados Unidos: rentabilidad, crecimiento de los activos y participación en el activo total de bancos con activos mayores a 250.000 millones de dólares, 1985-2018.....	110
Gráfico II.2	Activos del sistema financiero mundial, 2000-2017.....	112

Gráfico II.3	Tasa de crecimiento de los préstamos transfronterizos globales de la banca a todos los países y a los mercados emergentes, diciembre de 2000-septiembre de 2018 .....	112
Gráfico II.4	Tasa interna de retorno para inversiones en fondos de capital privado y para el mercado de valores (S&P 500), 2017.....	117
Gráfico II.5	Endeudamiento global por sector, cuarto trimestre de 1997, 2007 y 2018 .....	120
Gráfico II.6	Economías en desarrollo (países seleccionados): deuda del sector corporativo no financiero, 2010 y 2017.....	122
Gráfico II.7	Deuda total en moneda extranjera, abril de 2019.....	123
Gráfico II.8	Economías emergentes y países en desarrollo (países seleccionados): emisiones brutas de títulos de deuda (residencia y <i>offshore</i> ) de corporaciones no financieras, 1990-2018 .....	125
Gráfico II.9	Brasil (datos trimestrales): acervos de títulos de deuda en los mercados internacionales para todos los sectores, corporaciones no financieras y corporaciones financieras (residencia y <i>offshore</i> ), 1990-2018 .....	127
Gráfico II.10	Rentabilidad del capital del sector corporativo no financiero, 2002-2018 .....	132
Gráfico III.1	América Latina (17 países): flujos de entradas y salidas brutas de capitales, 1984-2017 .....	140
Gráfico III.2	América Latina (17 países): entradas brutas, salidas brutas y flujos netos de capital, 1980-2017 .....	143
Gráfico III.3	Brasil: ceses abruptos de las entradas brutas de capital y los flujos netos, tercer trimestre de 1996 a segundo trimestre de 2018 .....	145
Gráfico III.4	México: ceses abruptos de las entradas brutas de capital y los flujos netos, tercer trimestre de 1996 a segundo trimestre de 2018 .....	147
Gráfico III.5	Chile: ceses abruptos de las entradas brutas de capital y los flujos netos, tercer trimestre de 1996 a segundo trimestre de 2018 .....	148
Gráfico III.6	América Latina (17 países): composición de los flujos de entradas y salidas de capitales, 1980-2017 .....	151
Gráfico III.7	América Latina (18 países): posición de inversión internacional (acervo de activos y pasivos externos), 1992-2017 .....	155
Gráfico III.8	América Latina (18 países): posición de inversión internacional neta, 1992-2017 .....	156
Gráfico III.9	América Latina (18 países): saldo en la cuenta corriente anual y efecto de valuación anual, 1993-2017 .....	158
Gráfico III.10	América Latina (19 países): posición de inversión internacional neta, pasivos externos y composición de los pasivos externos, 2017 .....	160
Gráfico III.11	América Latina (18 países): composición de la posición de la inversión internacional según instrumento, 1992-2017 .....	161
Gráfico III.12	América Latina (18 países): posición de inversión internacional según sector institucional, 1992-2017 .....	163
Gráfico IV.1	Estados Unidos: evolución de los activos, patrimonio neto y derivados y apalancamiento para el promedio de los cuatro bancos principales, 2009-2016 .....	180
Gráfico IV.2	Fusiones y adquisiciones en el sector financiero mundial, 2000-2018.....	181
Gráfico IV.3	Valor total de los activos bajo gestión, por residencia, 2008-2017 .....	182
Gráfico IV.4	Estructura de la propiedad de las principales 25 empresas mundiales de gestión de activos, 2015.....	185
Gráfico IV.5	Brasil: emisiones de deuda en el mercado internacional de bonos por las corporaciones no financieras brasileñas y pasivos en forma de inversión directa neta y créditos recibidos desde el exterior (acumulada en cuatro trimestres) desde filiales en el extranjero a casas matrices, 1995-2019.....	187
<b>Recuadros</b>		
Recuadro I.1	Crecimiento de los socios comerciales de América Latina en 2019 .....	47
Recuadro I.2	¿Por qué la tasa de desocupación se mantiene estable en un contexto de bajo crecimiento económico? .....	65
Recuadro II.1	América Latina y el Caribe: efecto de la concentración bancaria sobre la tasa de retorno .....	115
Recuadro III.1	Volatilidad de los componentes de las entradas y salidas brutas de capital en seis países de América Latina .....	153



# Presentación y resumen ejecutivo

---



## Presentación

En su edición número 71, que corresponde a 2019, el *Estudio Económico de América Latina y el Caribe* consta de tres partes. En la primera se resume el desempeño de la economía regional en 2018 y se analiza su evolución durante los primeros meses de 2019, así como las perspectivas para el año en su conjunto. Se examinan los factores externos e internos que han incidido en el desempeño económico de la región y se analizan las características del crecimiento económico, así como la evolución de los precios y del mercado laboral. Por último, se destacan las características y algunos de los desafíos que se plantean para las políticas macroeconómicas, en un contexto caracterizado por la persistencia de un bajo crecimiento económico, un alto grado de incertidumbre y crecientes complejidades en lo externo, y menores espacios para la aplicación de políticas macroeconómicas.

En la segunda parte del *Estudio Económico* se analizan los cambios acaecidos en el sistema financiero internacional tras la crisis financiera mundial de 2007-2008. Los cambios observados responden —entre otras cosas— al impacto que tuvo dicha crisis en la estructura y el funcionamiento del sistema financiero mundial, así como a las políticas de expansión cuantitativa que se implementaron en los países desarrollados a fin de hacer frente a los efectos de la crisis en los sectores financiero y real de sus economías. Se argumenta que se han modificado los mecanismos de la intermediación financiera a nivel mundial, lo que da lugar a cambios en los mecanismos de transmisión de los impulsos financieros desde los países desarrollados a las economías en desarrollo, incluidas las de América Latina y el Caribe. A raíz de ello, los indicadores macroeconómicos tradicionales pueden resultar insuficientes para evaluar las posibles vulnerabilidades financieras externas a las cuales se ve expuesta la región. Por lo tanto, en este informe se propone reexaminar los indicadores de vulnerabilidad a través de la descomposición de los agregados en los distintos sectores económicos y el análisis combinado de los flujos y hojas de balance pertinentes. Corresponde asimismo incorporar la estructura de mercado con arreglo a la cual operan los distintos actores.

La tercera parte, que está disponible en la página web de la CEPAL ([www.cepal.org](http://www.cepal.org)), contiene las notas sobre el desempeño económico de los países de América Latina y el Caribe en 2018 y el primer semestre de 2019, así como los respectivos anexos estadísticos. La información que se presenta ha sido actualizada al 30 de junio de 2019.





# Resumen ejecutivo

## A. Situación económica y perspectivas para 2019

Tras una desaceleración sostenida en el último quinquenio —que incluyó dos años de contracciones—, se espera que durante 2019 el crecimiento económico de América Latina y el Caribe mantenga una trayectoria de desaceleración con una tasa proyectada del 0,5%. A diferencia de los años anteriores, 2019 presentará una desaceleración generalizada que afectará a 21 de los 33 países de la región (17 de los 20 de América Latina). En el ámbito interno, las bajas tasas de crecimiento responden al mal desempeño de la inversión y las exportaciones y a una caída del gasto público. A su vez, la dinámica del consumo privado también ha mostrado una ralentización, lo que refleja la disminución del crecimiento del PIB. También los espacios de política macroeconómica se han visto reducidos por la contracción del espacio fiscal con que cuentan los países de la región y las dificultades que enfrentan algunos de ellos para sostener políticas monetarias expansivas.

La desaceleración del crecimiento económico se enmarca en un contexto de baja productividad en que la tasa de crecimiento de esta se encuentra estancada o es negativa, lo que tampoco contribuye a potenciar el crecimiento de mediano plazo. El bajo desempeño económico se ha traducido en un empeoramiento del mercado laboral, con un aumento del empleo informal y una tasa de desocupación urbana de alrededor del 9,3%.

La trayectoria económica promedio de los países de la región se ha visto influida, en parte, por un debilitamiento sincronizado de la economía mundial que ha derivado en un escenario internacional desfavorable para la región. Las tensiones comerciales y los problemas geopolíticos han redundado en una desaceleración de la dinámica del crecimiento mundial, mayor volatilidad financiera y un empeoramiento de las expectativas de crecimiento futuro.

Para 2019 se proyecta un crecimiento mundial del 2,6%, cuatro décimas por debajo del observado en 2018. Las economías desarrolladas serán las que más se desaceleren; se espera un crecimiento en la zona del euro del 1,2% en 2019, siete décimas menos que en 2018, y un crecimiento en los Estados Unidos del 2,5%, menor al 2,9% de 2018.

En cuanto a las economías emergentes, China continuará su proceso de desaceleración gradual en 2019 y se estima que crezca un 6,2% (cuatro décimas menos que en 2018), la tasa más baja en casi 30 años. En combinación con el menor dinamismo del crecimiento, el comercio mundial se debilita cada vez más en medio de las crecientes tensiones comerciales. A comienzos de este año la tasa de variación interanual del volumen de comercio mundial llegó a ser negativa, algo que no se veía desde la crisis mundial de 2008-2009. Si bien la debilidad del comercio mundial este año es generalizada, esta se ha concentrado en el Japón y las economías emergentes de Asia —incluida China—, que registran caídas en los primeros cuatro meses de 2019.

En parte como consecuencia de este menor dinamismo de la actividad y el comercio, se proyecta que, en promedio, los precios de los productos básicos —de los que dependen muchas economías de la región tanto en términos de sus exportaciones como de sus ingresos fiscales— sean inferiores a los precios de 2018 (-5%).

Si bien los pronósticos son inciertos, se espera que en 2019 el nivel promedio del precio del petróleo descienda un 10% con respecto al de 2018. El nivel de precios de los metales y minerales sería en promedio un 1% menor que en 2018, y los productos agrícolas tendrían niveles un 3% inferiores (en el caso de la soja y sus derivados, un 8%).

En cuanto a los mercados financieros internacionales y las condiciones de financiamiento, el período prolongado de baja volatilidad y condiciones financieras laxas que se observó hasta finales de 2017 indujo un aumento considerable del endeudamiento, acompañado a veces de una mayor asunción de riesgos. En el caso de los mercados emergentes, el aumento de los niveles de deuda —que en el primer trimestre de 2019 alcanzó un récord histórico equivalente al 216% del PIB de estas economías<sup>1</sup>— los ha dejado más expuestos ante un empeoramiento de las condiciones financieras internacionales.

En este sentido, pese a que a corto plazo se espera —según los últimos anuncios— que la Reserva Federal y el Banco Central Europeo mantengan una política monetaria expansiva, no se pueden descartar nuevos episodios de deterioro de las condiciones de financiamiento para los mercados emergentes en lo que resta del año. En un escenario de aumento de la aversión al riesgo y reducción de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes, es posible que algunos países de la región enfrenten mayores niveles de riesgo soberano y cierta presión en su posición de reservas internacionales o sus monedas. Las consecuencias que acuse cada uno de ellos dependerán de cuán expuestos se encuentren en términos de necesidades de financiamiento externo, su proporción de deuda denominada en dólares y su deuda de corto plazo, cuya renovación tendría que hacerse a un costo mayor.

La tasa de crecimiento de la liquidez global se redujo de un 8,8% en 2017 a un 5,3% en 2018. Este comportamiento se explica por la disminución de la tasa de variación de la emisión de bonos (del 10% al 4,8% entre 2017 y 2018) y, en menor medida, por la ralentización del crédito bancario transfronterizo (del 8,0% al 6,0%). No obstante, el mercado de bonos mantiene su predominancia en el mercado crediticio mundial: en 2018 suponía un 53% del total. A nivel regional, las economías emergentes experimentaron una caída más pronunciada de la tasa de crecimiento del crédito entre 2017 y 2018 (del 10,5% al 6,1%) que las economías avanzadas (del 8,7% al 5,8%).

El menor aumento de la liquidez se ha dado en un contexto de desapalancamiento de los hogares y del sector corporativo no financiero en la gran mayoría de las economías desarrolladas. El caso de los Estados Unidos representa una excepción entre estas economías: la deuda del sector corporativo no financiero, de cerca del 122% del PIB en 2018, es la más elevada que se ha registrado en el país en casi siete décadas y se ha acompañado de un deterioro de su cartera crediticia.

En las economías emergentes también se produjo un incremento de la deuda del sector corporativo no financiero a partir de la crisis financiera mundial, coincidiendo con la puesta en práctica de políticas monetarias de expansión cuantitativa en el mundo desarrollado. En el caso de América Latina, la deuda del sector corporativo no financiero aumentó de 76.000 millones de dólares en 2009 a 229.000 millones en 2014, llegando a situarse en 317.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2019.

Las perspectivas de liquidez mundial para 2019 vendrán determinadas, además de por el grado de agravamiento o debilitamiento de las tensiones geopolíticas (incluidas las tensiones comerciales entre China y los Estados Unidos), por tres factores: el estado del crecimiento mundial, la postura monetaria de los grandes bancos centrales y el endeudamiento del sector corporativo no financiero.

Frente a este contexto mundial, se espera que el déficit de cuenta corriente promedio se mantenga en torno al 2% del PIB regional (tras situarse en un 1,9% en 2018 y un 1,4% en 2017). Esto es resultado de la fuerte disminución del superávit de la balanza de bienes proyectada para 2019: se espera que este sea nulo. La caída del

<sup>1</sup> Según datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), Global Debt Monitor [base de datos en línea] <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monitor> [fecha de consulta: 15 julio de 2019].

superávit de bienes refleja un estancamiento de las exportaciones y un leve aumento de las importaciones. Por su parte, los otros tres rubros de la cuenta corriente (rentas, servicios y transferencias) mejorarán levemente.

En varios países de la región la dinámica de las exportaciones se verá negativamente afectada, no solo por la caída de los precios de los productos básicos, sino también por una menor demanda externa resultado de la desaceleración generalizada de la actividad económica a nivel global.

En los primeros meses de 2019, la menor volatilidad financiera y las condiciones más estables tuvieron como consecuencia una caída del riesgo soberano en América Latina, pero a partir del segundo trimestre se observan alzas —en mayo el índice EMBIG de la región alcanzó los 527 puntos básicos—, como reflejo de un escenario de mayor incertidumbre. Por su parte, las emisiones de deuda en los mercados internacionales tuvieron una caída interanual del 35% en los primeros cinco meses de 2019, alcanzando unos 43.451 millones de dólares.

A pesar de la desaceleración generalizada, en 2019 persiste un diferencial de crecimiento significativo a nivel subregional. En el primer trimestre del año, la actividad económica en América Latina se contrajo un 0,1% con respecto al mismo período de 2018. La demanda interna, que ha sido la principal fuente de crecimiento, cayó un 0,2%, principalmente como resultado de la disminución de la formación bruta de capital fijo y del gasto público. El consumo privado fue el único componente de la demanda interna que registró cifras positivas, aunque con un crecimiento inferior al de trimestres anteriores.

Las economías de América del Sur decrecieron en promedio un 0,7% en el primer trimestre del 2019, que contrasta con el crecimiento del 1,5% del primer trimestre de 2018. Por su parte, las economías de Centroamérica muestran durante ese trimestre una tasa de crecimiento inferior a la del primer trimestre de 2018, del 3,3%. Si se toman en cuenta Centroamérica y México, el crecimiento del primer trimestre de 2019 fue del 1,5%.

A nivel nacional, durante el primer trimestre de 2019 la República Dominicana y el Estado Plurinacional de Bolivia fueron las economías que mayor crecimiento registraron dentro de la región (un 5,7% y en torno al 4,0%, respectivamente), seguidas por Panamá (3,1%), Guatemala (3,0%) y Colombia (2,8%). Cinco economías se contrajeron en el primer trimestre (Argentina, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)), el Brasil se desaceleró (0,46%) y las demás economías crecieron entre un 0,6% y un 2,6%.

Respecto del mercado laboral, durante el primer trimestre de 2019 la tasa de desocupación abierta urbana se mantuvo estable en comparación con el mismo período del año anterior. Sin embargo, otros indicadores laborales muestran un deterioro de la calidad media del empleo. La mayor fuente de nuevos trabajos fue el sector informal, habitualmente caracterizado por ingresos laborales bajos e inestables y condiciones de protección laboral y social precarias. Por ello, la estabilidad de la tasa de desocupación esconde la necesidad de muchos hogares de generar ingresos laborales para su subsistencia sin poder acceder a empleos de buena calidad.

Los salarios medios reales del empleo registrado se han mantenido estables. Junto con la magra generación de empleo y el deterioro de su calidad media, esto habría contribuido a la debilidad del poder adquisitivo y del consumo de los hogares que ha caracterizado la trayectoria de la demanda interna desde inicios del año. Para 2019 se estima que la tasa de desocupación urbana abierta será del 9,3% (la tasa más elevada desde 2005), un nivel similar al de 2017 y 2018. Se prevé que, en un contexto de bajas tasas de crecimiento económico, la calidad media del empleo se siga deteriorando a lo largo del año.

En cuanto a la política fiscal, los países de la región prevén continuar en 2019 con el proceso de consolidación orientado a mejorar el resultado primario para estabilizar la trayectoria de la deuda pública. El déficit primario de América Latina —como medida del esfuerzo fiscal a corto plazo— representaría el 0,2% del PIB en 2019, en comparación con el 0,4% del PIB observado en 2018.

La mejora del resultado primario en América Latina respondería al recorte previsto del gasto primario, que bajaría del 18,6% del PIB en 2018 al 18,4% del PIB en 2019. Esta contracción del gasto primario se plasmaría de distintas formas dentro de América Latina. En Centroamérica, México y la República Dominicana, el ajuste del gasto provendría de un recorte de los gastos de capital (que pasarían de un 3,5% del PIB en 2018 a 3,2% del PIB en 2019). En cambio, en América del Sur se espera una reducción de los gastos corrientes primarios, del 17,8% del PIB en 2018 al 17,4% del PIB en 2019.

Respecto de los ingresos públicos en América Latina se prevé que durante 2019 se mantengan estables en el nivel observado en 2018 (18,2% del PIB). Sin embargo, existe el riesgo de que la desaceleración económica y los menores precios de las materias primas puedan incidir negativamente en los ingresos durante el año. En este contexto, una reducción de los ingresos fiscales podría traducirse en un ajuste mayor al gasto público durante el año para alcanzar el resultado fiscal proyectado para 2019 o en un mayor déficit.

En cuanto a la deuda pública bruta de los gobiernos centrales de América Latina alcanzó un 41,9% del PIB en promedio durante el primer trimestre de 2019, una disminución de 0,6 puntos porcentuales del PIB con relación al cierre de 2018, si bien cabe precisar que su comportamiento fue heterogéneo entre los países en este período.

En el Caribe, se prevé que el resultado primario en 2019 seguirá siendo superavitario y se sitúe en un 1,3% del PIB, por debajo del 1,6% del PIB registrado en 2018. No obstante, a diferencia de la situación fiscal en América Latina, en el Caribe se prevé una aceleración del gasto público, que en 2019 alcanzaría el 29,2% del PIB, frente al 28,2% del PIB en 2018. Este incremento se vería impulsado por aumentos tanto en el gasto corriente primario como en los gastos de capital. El alza en los ingresos públicos y la caída en los pagos de intereses en los últimos años han ampliado el espacio fiscal para la adopción de políticas más activas. Las estimaciones de los ingresos apuntan a un incremento de los ingresos totales, (que alcanzarían el 27,7% del PIB en 2019, frente al 27,0% del PIB en 2018), sustentado en un alza de los ingresos tributarios y no tributarios. A marzo de 2019 se aprecia que en los siete países caribeños de los que se dispone información, en promedio la deuda pública bruta del gobierno central ha disminuido.

En 2018 la inflación promedio de la región anotó un incremento de 1,3 puntos porcentuales respecto al nivel de 2017 (5,7%). Este aumento refleja principalmente el alza de precios observada en las economías de América del Sur, ya que durante este período en las otras dos subregiones de América Latina y el Caribe se produjo un descenso en la tasa promedio de inflación. Cabe destacar que esta dinámica de la inflación regional refleja un cambio ocurrido a partir de mayo de 2018, cuando aumentó la inflación promedio. La dinámica al alza en la tasa de inflación regional que se observa desde mayo de 2018 se mantuvo en los primeros 5 meses de 2019, y a mayo de 2019 la inflación promedio de la región cerró en una la tasa anual del 8,1% en 12 meses.

En líneas generales, a raíz de la elevada volatilidad que exhiben los mercados cambiarios de la región en respuesta a la incertidumbre y al pesimismo reinante sobre los precios de los productos básicos y la situación financiera internacional, se vuelve más difícil para los gestores de la política monetaria la adopción de políticas expansivas, ya que los estímulos monetarios podrían propiciar mayores depreciaciones de las monedas

y, en consecuencia, afectarían negativamente la estabilidad macrofinanciera. Además, el rebrote inflacionario ocurrido en varios países de la región también ha reducido el espacio con el que cuentan los gestores de la política monetaria y cambiaria, dado que la incorporación de mayores estímulos al crédito podría acentuar las presiones inflacionarias en esos países, sin que ello necesariamente conlleve un mayor crecimiento económico. Por otra parte, los elevados niveles de endeudamiento que exhiben los agentes internos en algunos países y las expectativas negativas sobre el desempeño de las economías podrían reducir la efectividad de la política monetaria a la hora de estimular el crecimiento del PIB.

En los primeros cinco meses de 2018 y en el conjunto de la región, las tasas de interés activas mantuvieron la tendencia a la baja que venían mostrando desde mediados de 2017, en parte en respuesta a la tendencia mostrada por los instrumentos de política monetaria (tasas de política y base monetaria), y, hasta mayo de 2018, por la caída que registraba la inflación. Sin embargo, a partir de ese mes la trayectoria de las tasas en las diferentes subregiones de América Latina y el Caribe comenzaron a divergir. Por un lado, en las economías que emplean las tasas de política monetaria como su principal instrumento de política monetaria las tasas activas siguieron cayendo, incluso durante los primeros cuatro meses de 2019. Por su parte, en las economías de América Latina que emplean los agregados monetarios como su principal instrumento, las tasas comenzaron a subir a partir de mayo de 2018 y han mantenido esa dinámica en los primeros cuatro meses de 2019. En el Caribe no hispanohablante las tasas de interés activas se mantuvieron bastante estables durante 2018, con un leve sesgo a la baja, pero en los primeros cuatro meses de 2019 las tasas activas se han incrementado.

En este contexto de menores tasas y caída de la inflación al menos hasta mayo de 2018, el crédito interno destinado al sector privado en términos reales ha venido acelerando su ritmo de crecimiento desde finales de 2017. Desde el tercer trimestre de 2018, pese a que las tasas de interés se han incrementado, el crédito interno otorgado al sector privado sigue mostrando un aumento en su tasa de crecimiento en las economías del Caribe no hispanohablante, en las economías que usan los agregados como su principal instrumento de política monetaria, y en las economías que han establecido metas de inflación, aunque en este último caso ya se aprecian signos de desaceleración.

Luego de la relativa estabilidad observada en las cotizaciones de las monedas de la región en 2017, en 2018 la volatilidad cambiaria —medida como el valor absoluto promedio de la variación interdiaria del tipo de cambio respecto al dólar— aumentó en la mayor parte de las economías de la región que tienen un tipo de cambio flexible. Si bien durante el primer semestre de 2019 la volatilidad se ha reducido respecto a los niveles de 2018, se mantiene por encima de los niveles registrados en 2017. La mayor volatilidad cambiaria a lo largo de 2018 estuvo acompañada de depreciaciones nominales en 21 monedas de la región, siendo el peso mexicano la única moneda que registró una apreciación nominal. Cabe mencionar que tanto la volatilidad como la depreciación de las monedas fueron particularmente elevadas durante el segundo semestre de 2018. En los primeros seis meses de 2019, debido a la disminución de la volatilidad —es decir, a las menores variaciones interdiarias del tipo de cambio— se redujo el número de países que experimentaron depreciaciones de sus monedas.

En cuanto al tipo de cambio real efectivo, en 2018 hubo una apreciación en la mayoría de los países de la región. Sin embargo, durante el primer semestre de 2019 se produjo una reversión, y en la mayoría de los países se ha registrado una depreciación del tipo de cambio real efectivo, resultante, fundamentalmente, de las mencionadas depreciaciones nominales en muchas economías de la región.

Por su parte, en los primeros cinco meses de 2019 las reservas internacionales de la región se han incrementado un 3,4% respecto al cierre de 2018. No obstante, es posible que esta tendencia se atenúe a lo largo del año en función de cómo vayan evolucionando los flujos de capitales. Estos, a su vez, operan en un entorno de mayor volatilidad en los mercados financieros y, dado que se pronostica un leve incremento del déficit en cuenta corriente, de concretarse el enfriamiento previsto de la actividad económica mundial, ello puede dar lugar a una menor entrada de divisas.

En 2019, el crecimiento del PIB de América Latina y el Caribe alcanzará un 0,5%, lo que representa un ajuste a la baja de ocho décimas respecto a las proyecciones publicadas en abril. Ello se debe a las mayores complejidades y riesgos que presenta el contexto internacional, junto con una caída en la dinámica de la demanda agregada interna, derivada de la disminución del consumo privado y de la nula contribución de la inversión y del gasto público al crecimiento. Si bien se observa actualmente una desaceleración generalizada en las economías de la región, al igual que en años anteriores se proyecta una dinámica de crecimiento cuya intensidad varía entre los distintos países y subregiones, y que responde no solo a los impactos diferenciados del contexto internacional en cada economía, sino también a la dinámica de los componentes del gasto, principalmente el consumo y la inversión. La actividad económica en América del Sur como subregión pasará de un crecimiento del 0,4% en 2018 a uno del 0,2% en 2019. Por su parte, Centroamérica como subregión muestra un crecimiento del 2,9% en 2019, mientras que el Caribe logrará una expansión del 2,1% en 2019.

## B. El nuevo contexto financiero mundial: efectos y mecanismos de transmisión en los países de América Latina y el Caribe

La segunda sección del *Estudio Económico* analiza los cambios ocurridos en el sistema financiero internacional tras la crisis financiera mundial de 2007-2008. Los cambios observados responden —entre otras cosas— al impacto que tuvo dicha crisis en la estructura y el funcionamiento de la banca mundial, así como a las políticas de expansión cuantitativa que se implementaron en los países desarrollados a fin de hacer frente a los efectos de la crisis sobre los sectores financiero y real de sus economías.

En este estudio se argumenta que se han modificado los mecanismos de la intermediación financiera a nivel mundial, lo que da lugar a modificaciones en los mecanismos de transmisión de los impulsos financieros de los países desarrollados a las economías en desarrollo, incluidas las economías de América Latina y el Caribe. A raíz de ello, los indicadores, categorías y magnitudes agregadas que se utilizaban tradicionalmente para el análisis de vulnerabilidad externa de los países resultan ahora en muchos casos insuficientes.

Se propone reexaminar los indicadores de vulnerabilidad a través de la descomposición de los agregados en los distintos sectores económicos y el análisis combinado de los flujos y hojas de balance pertinentes. Corresponde asimismo incorporar la estructura de mercado con arreglo a la cual operan los distintos actores.

Esta segunda parte se divide en tres capítulos. El capítulo II examina los cambios en la estructura del sistema financiero y sus implicaciones. Para ello se analizan los cambios acaecidos a raíz de las modificaciones introducidas en la institucionalidad financiera, del surgimiento de nuevos agentes financieros, y de las nuevas formas de interrelación entre el sector real y el sector financiero.

Los cambios en la institucionalidad financiera quedan de manifiesto en la importancia que ha adquirido el mercado de capitales (mercado de bonos) en la intermediación financiera internacional. El dinamismo de la industria de la gestión de activos refleja el surgimiento de nuevos agentes financieros. Esto también se ilustra por el papel cada vez mayor que cumplen las empresas en los procesos de intermediación financiera. Por último, las nuevas formas de interrelación entre los sectores real y financiero de la economía quedan reflejadas en el creciente endeudamiento a nivel mundial, de manera generalizada entre los distintos sectores económicos y en particular en el sector corporativo no financiero en los Estados Unidos y las economías emergentes.

Estos cambios no solo han aumentado el grado de interrelación e integración financiera a escala mundial, sino que han vuelto más complejo rastrear el funcionamiento e impacto de los mecanismos de transmisión de este nuevo ciclo financiero.

A raíz de lo anterior, los indicadores, categorías y magnitudes agregadas que se utilizan tradicionalmente para el análisis de vulnerabilidad externa de los países pueden ser poco representativos y resultar insuficientes para poder detectar posibles situaciones de vulnerabilidad y fragilidad financiera.

El capítulo III trata de los enfoques utilizados para analizar las potenciales vulnerabilidades financieras que enfrentan los países de América Latina y el Caribe. Esto se realiza mediante el análisis de dos indicadores que habitualmente se utilizan para evaluar la vulnerabilidad externa: los saldos netos de la cuenta financiera de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional neta.

Los saldos netos de la cuenta financiera se consideran tradicionalmente un indicador de vulnerabilidad externa. No obstante, en un mundo con un mayor grado de integración y complejidad financiera, el saldo neto de la cuenta financiera es el resultado de dos conjuntos de flujos financieros (las entradas brutas y las salidas brutas) que han venido creciendo en el tiempo, que no tienen un impacto homogéneo entre los distintos sectores de la actividad económica, y que responden a distintos determinantes y pueden contrarrestarse entre sí. En este sentido, el saldo neto no capta necesariamente los desequilibrios con el exterior, ni en el agregado ni a nivel de sector económico, que pueden ser una fuente de vulnerabilidad, dependiendo de su importancia y del grado de interrelación con el resto de la economía.

Sobre la base de la categorización de los flujos brutos, se analizan los episodios de vulnerabilidad bajo el prisma de ceses abruptos (*sudden stops*) en los flujos netos de capital. Se realiza un ejercicio para determinar en qué grado los inversionistas residentes pueden actuar de forma tal de compensar una caída de las entradas brutas de capital, evitando así esos ceses abruptos y el consiguiente ajuste en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Con respecto a la posición de inversión internacional neta, el análisis demuestra que una posición deudora neta no refleja necesariamente una vulnerabilidad externa, mientras que una posición acreedora neta no es condición suficiente ni sinónimo de fortaleza financiera. Dado el incremento de las posiciones brutas tanto en activos como en pasivos, se ha vuelto cada vez más necesario examinar las vulnerabilidades inherentes a estas y a sus componentes, además de evaluar el simple saldo agregado de la posición de inversión internacional neta.

Por último, el capítulo IV analiza los mecanismos de transmisión y las dificultades que surgen al evaluar la vulnerabilidad de las turbulencias externas.

En ese capítulo se profundiza, por un lado, en el análisis de los cambios acaecidos en el sistema financiero internacional, centrándose en el cambio en la intermediación financiera de agentes bancarios a agentes no bancarios, y en particular en la industria de la gestión de activos. Se argumenta que, pese a las iniciativas de regulación financiera, los cambios introducidos en el sistema financiero han acentuado la fragilidad financiera.

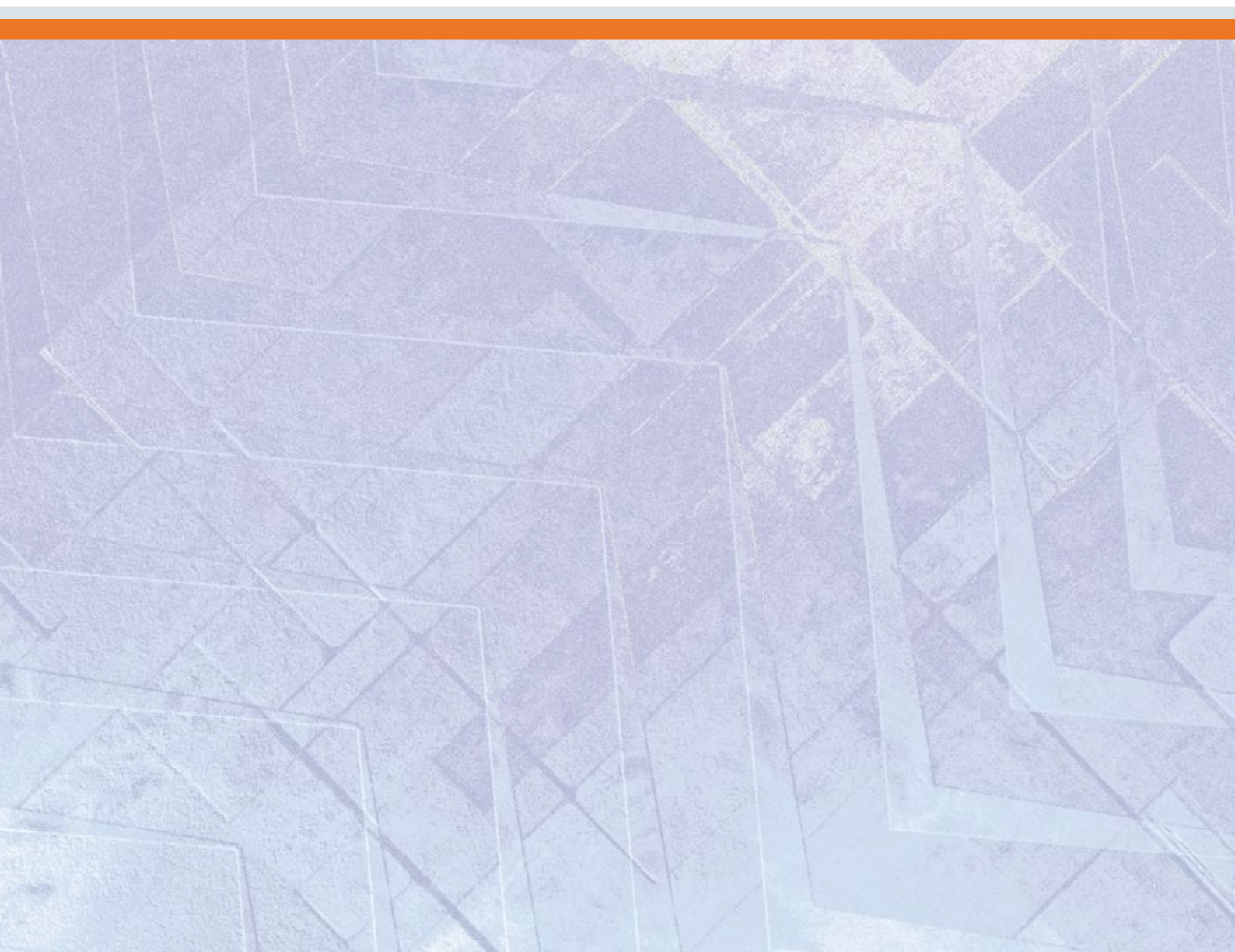
Se destaca la elevada concentración de la intermediación financiera en la industria de la gestión de activos y su interconectividad con el resto del sistema financiero. Además, el apalancamiento se ha trasladado del sector financiero al sector real (el sector corporativo no financiero) y el sector corporativo no financiero ha pasado a desempeñar un papel, en parte, de intermediario financiero.

Por otro lado, en ese capítulo se profundiza en la lógica y el *modus operandi* de los mecanismos de transmisión en el contexto del nuevo ciclo financiero. Se esboza el funcionamiento de los mecanismos de transmisión que lleva aparejada la interacción entre los distintos sectores institucionales de una economía, incluidos el sector bancario, el sector no bancario y el sector corporativo no financiero (público y privado), integrando la interacción entre los flujos y los acervos y sus respectivas posiciones financieras. El análisis permite demostrar de qué manera se han reforzado los mecanismos tradicionales de transmisión prevalecientes antes de la crisis financiera mundial y cuáles son los nuevos elementos que introducen los cambios estructurales en el sistema financiero.



# Situación económica y perspectivas para 2019

---





# Panorama regional

---

- A. El contexto internacional
  - B. La evolución de la liquidez a nivel global
  - C. El sector externo
  - D. El desempeño interno
  - E. Las políticas macroeconómicas
  - F. Riesgos del escenario internacional de 2019 y proyecciones de actividad para América Latina y el Caribe
- Bibliografía



## A. El contexto internacional

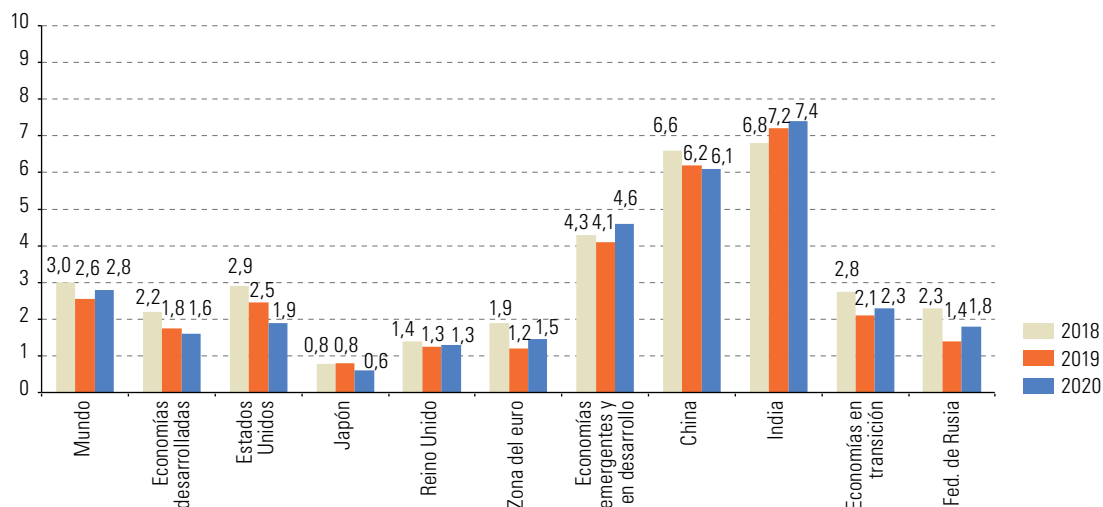
La actividad económica mundial se debilita, en medio de las tensiones comerciales y la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros. El comercio mundial se ha venido desacelerando fuertemente y se espera que esta tendencia continúe, afectada, además, por las tensiones comerciales que han cobrado un renovado vigor a partir de mayo de 2019. Como consecuencia en parte de este menor dinamismo de la actividad y el comercio, los precios de los productos básicos —de los cuales muchas economías de la región son dependientes tanto por sus exportaciones como por sus ingresos fiscales— se proyectan en promedio inferiores a los de 2018. Una política monetaria que se mantendría expansiva según los últimos anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos y del Banco Central Europeo (BCE) actuaría en favor de mayores flujos de financiamiento hacia los mercados emergentes. Sin embargo, en la dirección contraria operan la escalada de tensiones en el comercio y demás riesgos que pueden afectar a la baja el financiamiento disponible para las economías en desarrollo.

### 1. El crecimiento de la economía mundial se estima que será del 2,6% en 2019, una tasa 4 décimas por debajo de la registrada en 2018, y con una desaceleración mayor en las economías desarrolladas que en aquellas en desarrollo

En 2019 la economía mundial crecería un 2,6%, mostrando una desaceleración respecto del 3,0% de crecimiento del año anterior. Si bien la menor expansión es generalizada, son las economías desarrolladas las que más se desaceleran (su tasa de crecimiento pasa del 2,2% en 2018 al 1,8% en 2019). En las economías emergentes, por otra parte, el crecimiento pasa de del 4,3% en 2018 al 4,1% en 2019 (véase el gráfico I.1).

Gráfico I.1

Regiones y países seleccionados: tasa de crecimiento del PIB y proyecciones, 2018-2020  
(En porcentajes)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, *Global Economic Prospects, June 2019: Heightened Tensions, Subdued Investment*, Washington, D.C., 2019; Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), *OECD Economic Outlook*, N° 105, París, OECD Publishing, 2019; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Perspectivas de la economía mundial: desaceleración del crecimiento, precaria recuperación*, Washington, D.C., 2019; Comisión Europea, "European Economic Forecast. Spring 2019", *Institutional Paper*, N° 102, 2019; Capital Economics [en línea] <https://www.capitaleconomics.com/> [fecha de consulta: 11 de junio de 2019]; Banco Central Europeo (BCE), "Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019", 6 de junio de 2019 [en línea] [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201906\\_eurosystemstaff-8e352fd82a.es.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201906_eurosystemstaff-8e352fd82a.es.html); Naciones Unidas, *World Economic Situation and Prospects as of mid-2019*, Nueva York, 2019; Banco Central de la India [en línea] <https://www.rbi.org.in/> [fecha de consulta: 11 de junio de 2019].

**Nota:** Las cifras de 2019 y 2020 son proyecciones y corresponden a las medianas de los datos provenientes de las distintas fuentes.

Dentro del grupo de las economías desarrolladas, en la zona del euro se espera un crecimiento del 1,2% en 2019, es decir, 7 décimas menos que en 2018. Los indicadores de sentimiento económico han empeorado en estos países, en particular en los sectores expuestos al comercio internacional. La debilidad que muestra el comercio global sumada a un entorno de incertidumbres en aumento —ante la amenaza de una escalada de proteccionismo y la posibilidad de un *brexit* desordenado— condicionan las expectativas de actividad productiva y es probable que sigan frenando la actividad de la zona del euro en el corto plazo.

En el caso de los Estados Unidos se espera una tasa de crecimiento de alrededor del 2,5% para 2019. Si bien resulta inferior al crecimiento de 2018 (2,9%), se trata de una proyección mayor que la que los analistas hacían a finales de 2018. En ese momento se creía que la economía estadounidense crecería entre un 2,1% y un 2,3% en 2019, en tanto que en junio de 2019 algunas proyecciones hablan de un crecimiento de hasta un 2,6%<sup>1</sup>. La revisión obedece principalmente al fuerte crecimiento del primer trimestre de 2019 (de un 3,1% intertrimestral en términos anualizados), aunque este fue resultado de factores transitorios que es improbable que se repitan en los trimestres siguientes<sup>2</sup>.

Dentro del grupo de las economías emergentes, por su parte, en China continuó en 2018 el proceso de desaceleración gradual; la actividad económica se vio afectada por las medidas que las autoridades tuvieron que adoptar para reducir el elevado crédito corporativo y otros riesgos financieros que iban en aumento.

Como resultado de los desfavorables indicadores económicos de comienzos de año, en el mes de marzo el Gobierno chino dio a conocer un paquete de medidas —fundamentalmente de tipo fiscal— encaminadas a reactivar la economía. A pesar de esto, se estima que en 2019 la tasa de crecimiento será 4 décimas menor que la de 2018, es decir, de un 6,2%. Esta caída refleja en parte la debilidad que está mostrando la actividad manufacturera, así como el menor volumen de comercio que presenta la economía y que está vinculado, entre otros factores, a los efectos de las disputas comerciales del país con los Estados Unidos.

## 2. El comercio mundial se debilita cada vez más en medio de crecientes tensiones comerciales

El volumen del comercio mundial se ha venido desacelerando de forma importante (véase el gráfico I.2). Más aún, a comienzos de 2019 su tasa de variación interanual mostró cifras negativas, algo que no se veía desde la crisis financiera mundial del período 2008-2009.

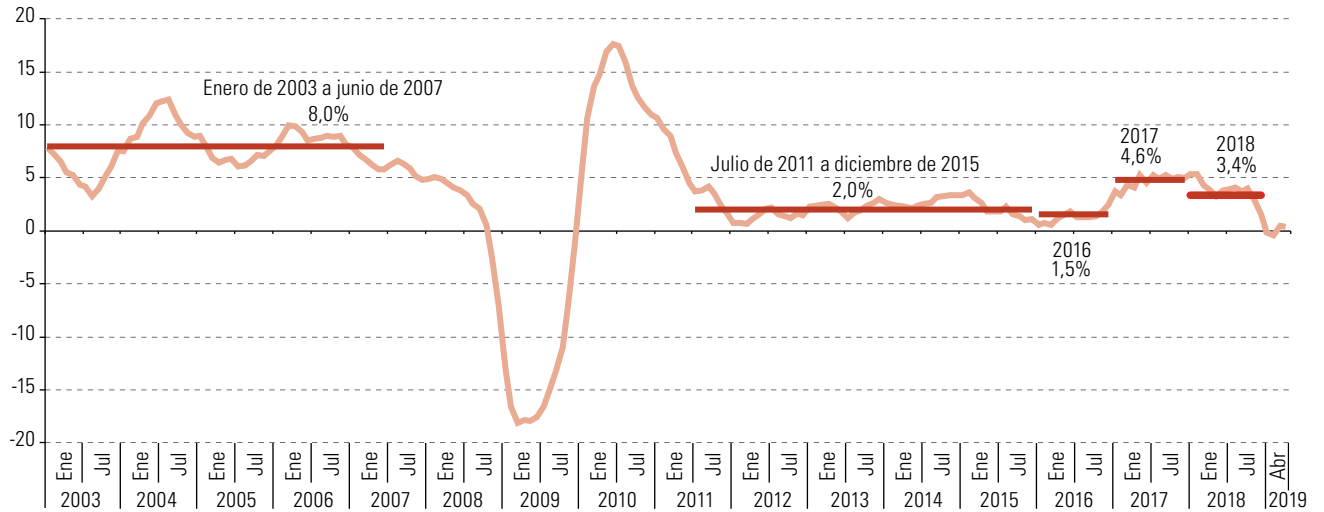
Si bien la debilidad del comercio en 2019 es generalizada, se ha concentrado principalmente en el Japón y las economías emergentes de Asia —incluida China—, en las cuales el comercio ya presenta una caída en los primeros cuatro meses, en comparación con igual período de 2018 (véase el gráfico I.3).

<sup>1</sup> Cabe señalar que en comparación con las fuentes consideradas en el gráfico I.1 la Reserva Federal de los Estados Unidos proyecta un crecimiento muy inferior. En su reunión de junio de 2019 pronosticó para el año un crecimiento del 2,1%, la misma cifra que había pronosticado en marzo.

<sup>2</sup> El repunte de la economía estadounidense en el primer trimestre de 2019 fue casi en su totalidad producto de aumentos transitorios de los componentes más volátiles del gasto, como los inventarios y las exportaciones.

**Gráfico I.2**

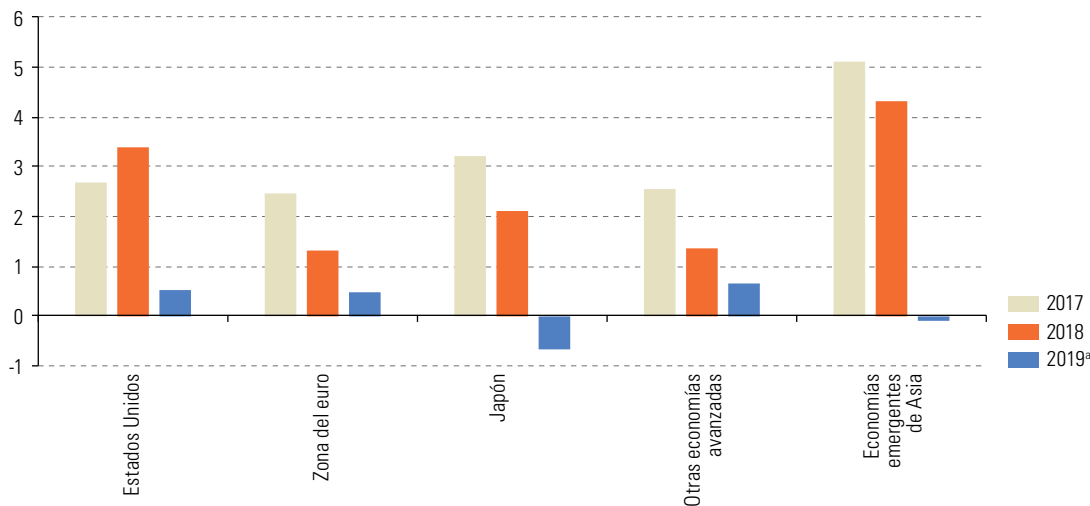
Tasa de variación interanual del volumen del comercio mundial, enero de 2003 a abril de 2019  
(En porcentajes, sobre la base de un índice desestacionalizado, tres meses móviles)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB), World Trade Monitor [base de datos en línea] <https://www.cpb.nl/en/cpb-wereldhandelsmonitor>.

**Gráfico I.3**

Regiones y países seleccionados: tasa de variación interanual del volumen del comercio, 2017-2019  
(En porcentajes, sobre la base de un índice desestacionalizado)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB), World Trade Monitor [base de datos en línea] <https://www.cpb.nl/en/cpb-wereldhandelsmonitor>.

<sup>a</sup> Período enero-abril, en relación con el mismo período de 2018.

Durante el segundo cuatrimestre de 2019 la debilidad del comercio mundial parece haber continuado, según indicadores adelantados que elabora la Organización Mundial del Comercio (OMC, 2019). Para el año en su conjunto, la OMC había pronosticado en abril de 2019 un crecimiento del volumen de comercio del 2,6%. Sin embargo, el mismo resulta ya obsoleto en vista de los datos de comercio disponibles; para terminar el año con un crecimiento del 2,6%, el comercio tendría que crecer a una tasa de un

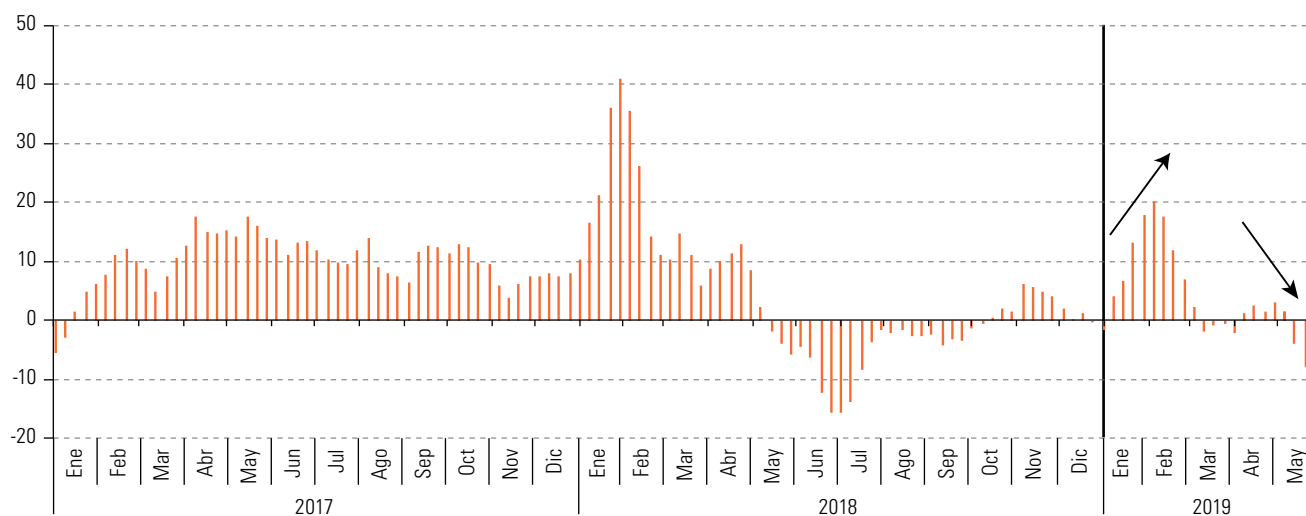
3,7% interanual entre mayo y diciembre, lo que a todas luces parece muy improbable. Además, a partir de comienzos de mayo hubo un recrudecimiento del conflicto comercial, lo que no había sido incorporado en los pronósticos de la OMC. La escalada comenzó cuando los Estados Unidos elevaron del 10% al 25% los aranceles ya existentes que se aplican a productos chinos valorados en 200.000 millones de dólares, a lo que China respondió con un incremento similar aplicable a productos estadounidenses por un valor de 60.000 millones de dólares<sup>3</sup>. Además, los Estados Unidos excluyeron a la India de un importante programa de privilegios comerciales (el Sistema Generalizado de Preferencias Comerciales (SGPC)), ante lo cual este país actuó en represalia aumentando los aranceles a 28 productos estadounidenses. En el caso de su relación con México, los Estados Unidos utilizaron la posible imposición de aranceles como mecanismo de presión en el debate migratorio.

### 3. Se mantienen la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros

La moderación de tono de la política monetaria de los principales bancos centrales —particularmente de la Reserva Federal y el BCE<sup>4</sup>— unida a una cierta tregua en las tensiones comerciales entre China y los Estados Unidos había contribuido en los primeros meses del año a la disminución de los niveles de volatilidad financiera, así como a una recuperación de los flujos de capitales de cartera (bonos y acciones) hacia los mercados emergentes y un aumento básicamente a nivel generalizado de los precios de los activos bursátiles. Sin embargo, estos procesos se revirtieron tras la agudización de las tensiones comerciales que tuvo lugar a partir de comienzos del mes de mayo (véanse los gráficos I.4, I.5 y I.6).

#### Gráfico I.4

Flujo de capitales de cartera hacia economías emergentes, datos por semana, mes móvil, enero de 2017 a mayo de 2019 (En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Central de Chile, *Informe de Política Monetaria: junio 2019*, Santiago, 2019.

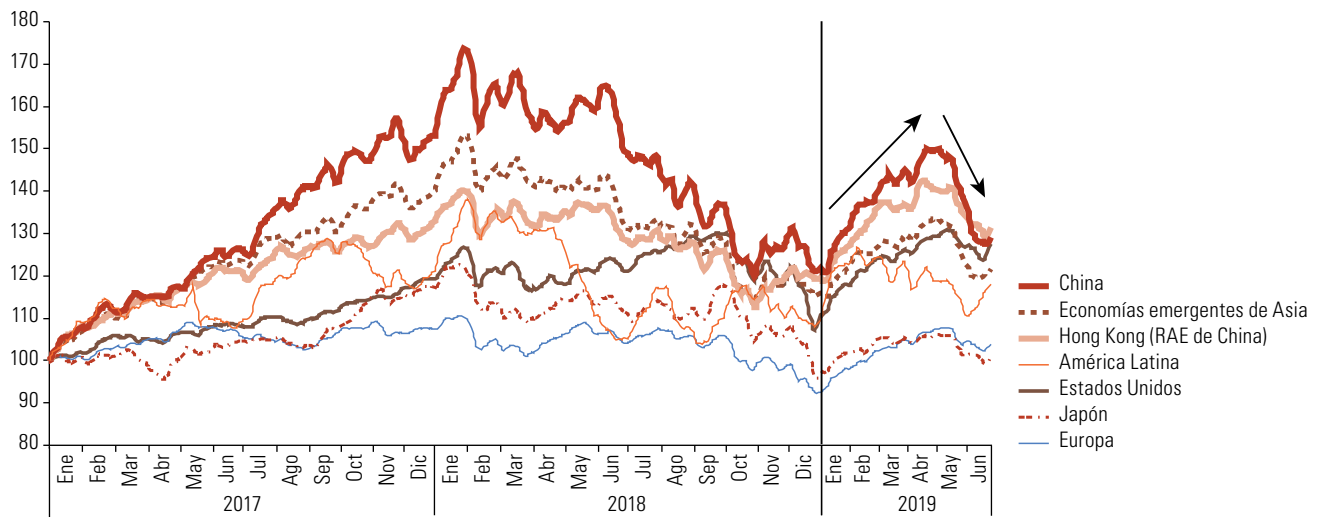
<sup>3</sup> A la vez, los Estados Unidos emprendieron acciones contra la empresa tecnológica china Huawei, estableciendo restricciones a las compañías estadounidenses en sus operaciones de exportación e importación con dicha empresa.

<sup>4</sup> En marzo de 2019, la Reserva Federal redujo de 2 a 0 el número de alzas de tasas esperadas para el año y mantuvo la proyección de un alza para 2020. Además, modificó el programa de normalización de su hoja de balance (que entró en vigencia en octubre de 2017) para contemplar una reducción más gradual de la misma. Por su parte, también en marzo el BCE aplazó el alza prevista de tasas y anunció nuevas subastas de liquidez para los bancos.



**Gráfico I.5**

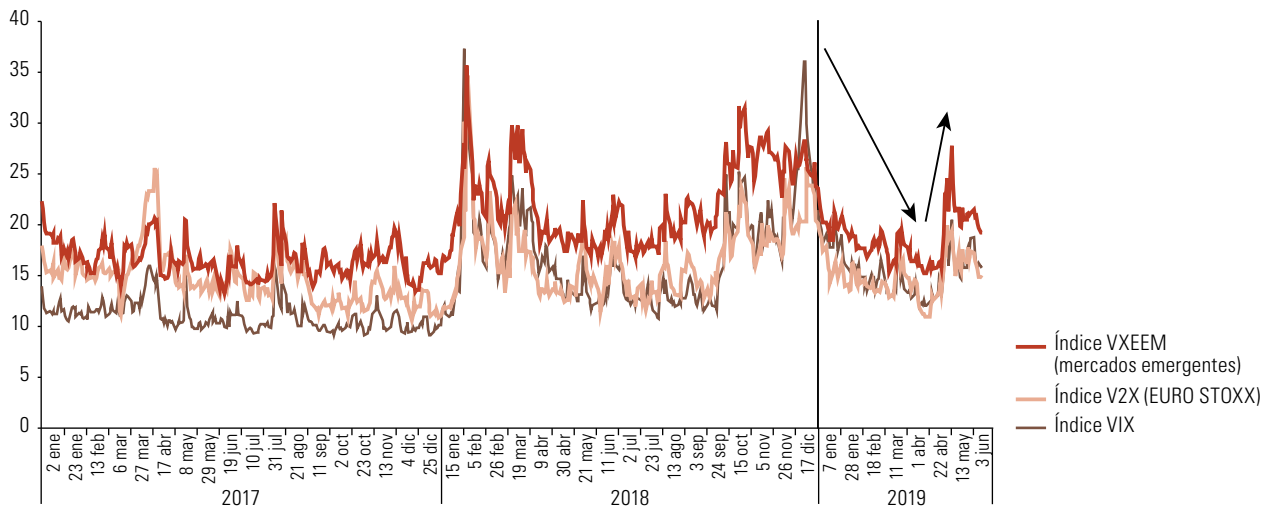
Índices de precios en los mercados accionarios, enero de 2017 a junio de 2019  
(Índice MSCI, promedios de cinco días móviles, base enero de 2017=100)



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

**Gráfico I.6**

Índices de volatilidad en los mercados financieros, enero de 2017 a junio de 2019



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

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

En su reunión de junio, la Reserva Federal mantuvo la tasa de referencia sin cambios en el rango de 2,25% a 2,50%, aunque en su comunicado dejó abierta la posibilidad de futuros recortes. Los mercados están esperando entre dos y tres bajas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal (con un total de 50 o 75 puntos básicos) en el segundo semestre del año. Esto, unido a la continuidad de la política monetaria expansiva también por parte del Banco Central Europeo, actuaría en favor de mayores

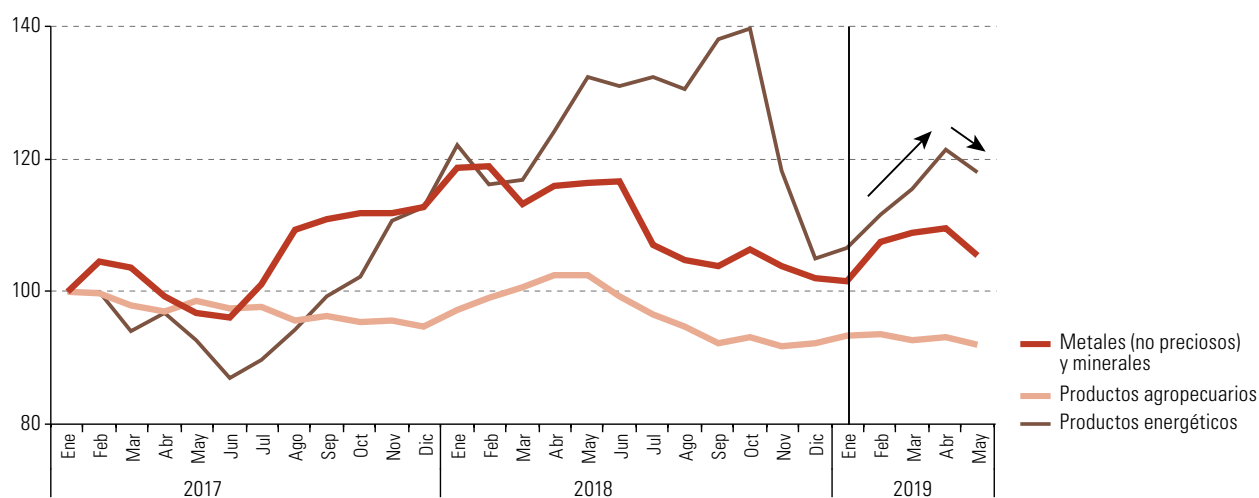
flujos de financiamiento hacia los mercados emergentes. Sin embargo, en la dirección contraria opera la escalada de tensiones en el comercio, junto con otros riesgos de índole geopolítica que siempre constituyen un riesgo potencial para futuros flujos de cartera hacia las economías en desarrollo. En suma, lo que suceda con los flujos financieros dependerá de qué factores predominen en el segundo semestre del año.

#### 4. Los precios de los productos básicos se proyectan en promedio inferiores a los vigentes durante 2018

Los precios de los productos básicos han mostrado una evolución mixta en lo que va del año. En los primeros cuatro meses de 2019 los precios de los productos energéticos exhibieron cierta recuperación respecto de los deprimidos niveles de diciembre de 2018 y lo mismo, aunque en una medida algo menor, sucedió con los precios de los metales y minerales industriales. Sin embargo, tal como ocurrió en el ámbito de los mercados financieros internacionales, la situación se revirtió a partir de mayo, con una disminución de la mayoría de los precios de los productos básicos, con la excepción del oro, el mineral de hierro y algunos productos agrícolas cuyas cosechas han sido afectadas por factores climáticos adversos (véase el gráfico I.7).

**Gráfico I.7**

Índices de precios internacionales de los productos básicos, enero de 2017 a mayo de 2019  
(Base enero de 2017=100)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, "World Bank Commodities Price Data (The Pink Sheet)", julio de 2019 [en línea] <http://pubdocs.worldbank.org/en/298031562084790383/CMO-Pink-Sheet-July-2019.pdf>.

Como referencia, puede mencionarse que el precio del barril de petróleo West Texas Intermediate (WTI) se recuperó desde su caída de fines de 2018, llegando a 64 dólares por barril en el promedio de abril de 2019, y luego volvió a caer en junio a valores de 51 dólares por barril. En el caso del cobre, el precio tuvo un comportamiento similar: se recuperó en la primera parte del año y una disminución posterior lo llevó a un valor de 2,65 dólares por libra en junio, incluso por debajo de los niveles de fines de 2018.

Aunque existen factores específicos que explican la evolución de los precios de los productos básicos, en general estos se han visto afectados por la incertidumbre ocasionada por las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, principalmente, por la apreciación del dólar y por la preocupación ante la desaceleración del crecimiento

mundial. Sin embargo, hasta mediados de junio las fuentes especializadas proyectan niveles de precios de productos básicos que en 2019 estarían en promedio un 5% por debajo de los niveles de 2018 (véase el cuadro I.1).

	2016	2017	2018	2019 <sup>a</sup>
Productos agropecuarios	4	0	1	-3
Alimentos, bebidas tropicales y oleaginosas	6	-1	-2	-4
Alimentos	9	0	-3	0
Bebidas tropicales	1	-2	-10	-10
Aceites y semillas oleaginosas	2	-1	1	-8
Materias primas silvoagropecuarias	-2	5	13	2
Minerales y metales	-1	23	4	-1
Productos energéticos <sup>b</sup>	-16	23	26	-10
Petróleo crudo	-16	23	29	-10
Total de productos básicos	-4	15	10	-5
Total de productos básicos excluidos los productos energéticos	2	11	3	-2

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Administración de Información Energética (EIA), "Short-Term Energy Outlook", julio de 2019 [en línea] <https://www.eia.gov/outlooks/steo/>; Banco Central de Chile, *Informe de Política Monetaria: junio 2019*, Santiago, 2019 (para el precio del cobre), y datos del Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI), The Economist Intelligence Unit, Bloomberg y Capital Economics.

<sup>a</sup> Las cifras corresponden a proyecciones.

<sup>b</sup> Esta categoría incluye el petróleo, el gas natural y el carbón.

### Cuadro I.1

Variación interanual de los precios internacionales de los productos básicos, 2016-2019

(En porcentajes, sobre la base de los precios promedio anuales, ponderados según la canasta de exportaciones promedio de América Latina y el Caribe)

En el caso del petróleo, después del significativo aumento de casi un 30% en 2018 (en comparación con el precio promedio de 2017), se espera que el precio descienda cerca del 10% durante 2019. Sin embargo, estos pronósticos son altamente inciertos, dados los factores que inciden en la evolución del precio del crudo. Las preocupaciones sobre las perspectivas del crecimiento mundial han contribuido a la disminución de la demanda de crudo. Al mismo tiempo, en la oferta de petróleo inciden varios factores que tienen impactos diferenciados. Por una parte, los países que no pertenecen a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) han aumentado su producción significativamente, pero los países de la OPEP y otros grandes productores, en su reunión de principios de julio de 2019, decidieron extender sus recortes a la producción hasta el 31 de marzo de 2020. Por otra parte, factores geopolíticos también han mostrado un alto impacto en el precio del crudo. En este sentido, la política de los Estados Unidos en relación con la República Islámica del Irán ha sido crucial en estos movimientos de precios; por ejemplo, la decisión, en noviembre de 2018, de aplicar exenciones (*waivers*) a las sanciones a los principales compradores de petróleo iraní provocó una fuerte caída de los precios del petróleo en diciembre de ese año. A la vez, la situación de la República Bolivariana de Venezuela y la inestabilidad en Libia se han reflejado en una disminución de la producción de petróleo, que genera el efecto contrario en los precios.

Por su parte, los precios de los metales y minerales, que tienen un fuerte impacto en algunos países de América del Sur que son importantes exportadores, registrarían en 2019 un promedio un 1% menor que el promedio de 2018. Con la excepción del hierro, los precios de los metales y minerales industriales mostrarían caídas de entre un 3% y un 13%. Sin embargo, la interrupción de las operaciones de la principal productora y exportadora de hierro del mundo, la minera Vale del Brasil, como consecuencia del colapso de una de sus represas, impulsó los precios del hierro al alza durante 2019. Los precios del oro también experimentarían aumentos durante 2019, por la condición de este metal de reserva de valor, ante la mayor incertidumbre en la economía mundial.

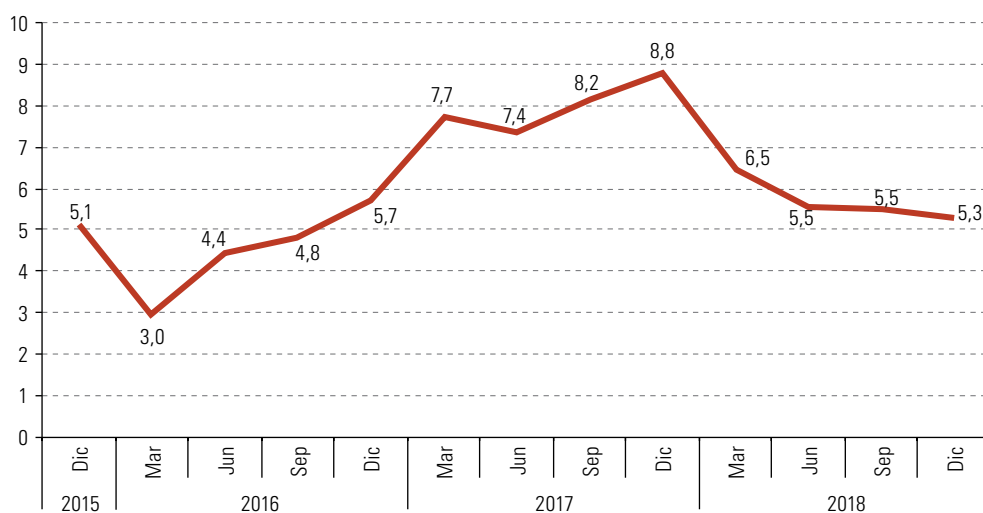
Finalmente, los precios de los productos agropecuarios registrarían niveles un 3% menores, en promedio, que los de 2018. Dentro de este rubro, un producto de especial relevancia para varios países de América del Sur como es la soja y sus derivados presentaría niveles de precios un 8% menores que los registrados en 2018, como resultado de aumentos significativos en sus volúmenes de cosecha.



## B. La evolución de la liquidez a nivel global

### 1. En 2018 el ciclo de liquidez global mostró un punto de inflexión con un sesgo a la baja en consonancia con las condiciones económicas globales

En 2018, la liquidez global mostró una caída en su tasa de crecimiento, que pasó de un promedio del 8,8% en diciembre de 2017 al 5,3% en diciembre de 2018 (véase el gráfico I.8). La caída de la tasa de crecimiento de la liquidez global se explica por la disminución de la tasa de variación de la emisión de bonos (del 10,0% en 2017 al 4,8% en 2018) y en menor medida por la desaceleración del crédito bancario transfronterizo (del 8,0% en 2017 al 6,0% en 2018).



**Gráfico I.8**

Tasas de variación de la liquidez global, datos trimestrales, diciembre de 2015 a diciembre de 2018  
(En porcentajes)

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

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

No obstante, el mercado de bonos mantiene su predominio en el mercado crediticio global (con un 53% del total en 2018)<sup>5</sup>. Un factor que refuerza el rol del mercado no bancario en la oferta de crédito es la pérdida de participación de la banca global en la tenencia de bonos. Entre 2008 y 2018, esta participación ha disminuido del 40% al 27% del total (Aldasoro y Ehlers, 2018). También las cifras muestran que los Estados Unidos lideran tanto en el crédito transfronterizo bancario como en la expansión del mercado de bonos. En 2018, la emisión de bonos por parte de los Estados Unidos representó cerca del 7% del PIB mundial, mientras que la de Europa no llegaba al 3% del PIB mundial<sup>6</sup>.

La importancia del crédito otorgado en dólares por el mercado de capitales también se observa a nivel regional, en el caso de América Latina y el Caribe. En 2018, el financiamiento mediante bonos llegó a representar cerca del 12% del PIB de la región. Por su parte, el crédito transfronterizo bancario representó cerca del 6% del PIB regional.

<sup>5</sup> En 2008, las emisiones de bonos representaban el 48% de la liquidez global.

<sup>6</sup> Esto refuerza al dólar estadounidense como la moneda de reserva internacional (véase Aldasoro y Ehlers, 2018).

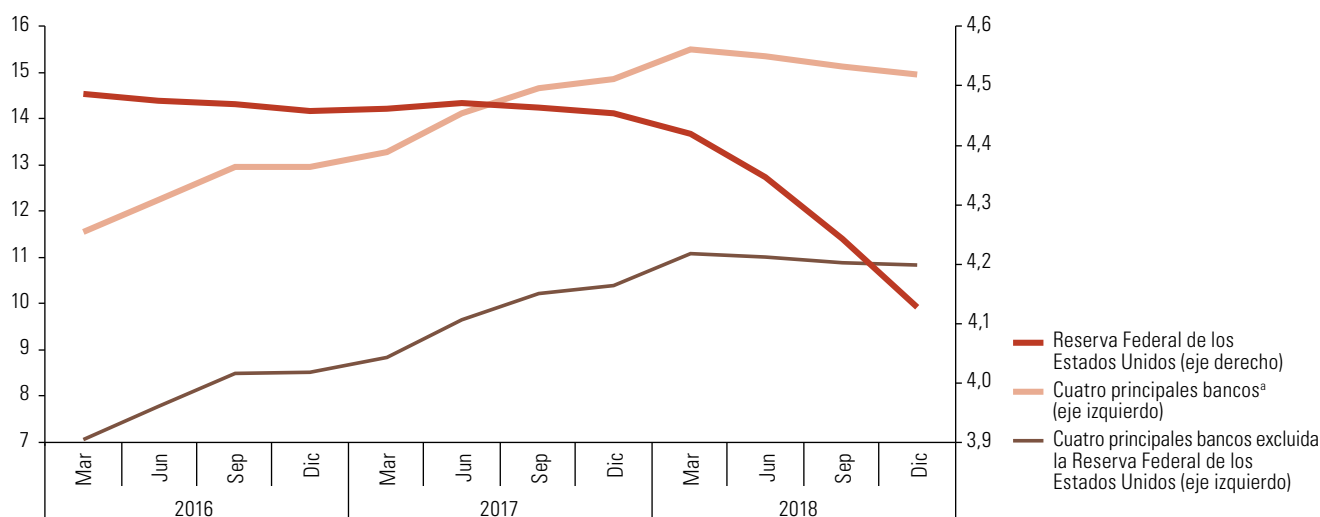
## 2. El cambio en el ciclo de liquidez se explica en parte por la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos

Entre los factores explicativos de la disminución de la liquidez cabe destacar las iniciativas de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos.

En 2018, la hoja de balance de la Reserva Federal de los Estados Unidos se redujo en aproximadamente 400.000 millones de dólares. En conjunto con la depreciación del euro y del yuan con respecto del dólar, la hoja combinada de los principales bancos del mundo (la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco del Japón y el Banco de China) experimentó una contracción equivalente a 549.000 millones de dólares entre marzo y diciembre de 2018. Esta reducción de las hojas de balance a nivel global no ocurría desde 2003. De hecho, entre 2003 y 2017 el agregado de las hojas de balance ha aumentado regularmente todos los años (Borgen Gjerde, 2019) (véase el gráfico I.9).

**Gráfico I.9**

Activos del conjunto de los cuatro principales bancos del mundo, marzo de 2016 a diciembre de 2018  
(En billones de dólares)



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

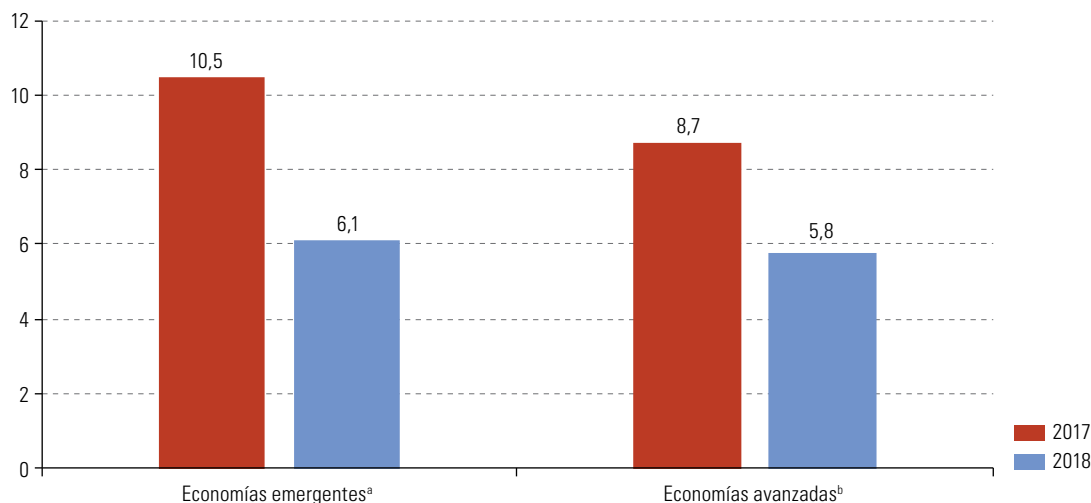
ª Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco Central Europeo (BCE), Banco del Japón y Banco de China.

## 3. Las economías emergentes experimentaron una fuerte caída de los flujos de financiamiento transfronterizo

A nivel regional, la tasa de crecimiento del crédito presentó una caída más pronunciada en las economías emergentes (del 10,5% en 2017 al 6,1% en 2018) que en las economías avanzadas (del 8,7% en 2017 al 5,8% en 2018) (véase el gráfico I.10).

**Gráfico I.10**

Tasa de variación de la liquidez global en las economías emergentes y avanzadas, 2017 y 2018  
(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Se incluyen: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Federación de Rusia, India, Indonesia, Malasia, México, República de Corea, Sudáfrica, Tailandia, Territorio Aduanero Distinto de Taiwán, Penghu, Kinmen y Matsu (Taipéi Chino), y Turquía.

<sup>b</sup> Se incluyen: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chequia, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), Hungría, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Polonia, Portugal, Singapur, Suecia, Suiza y Reino Unido.

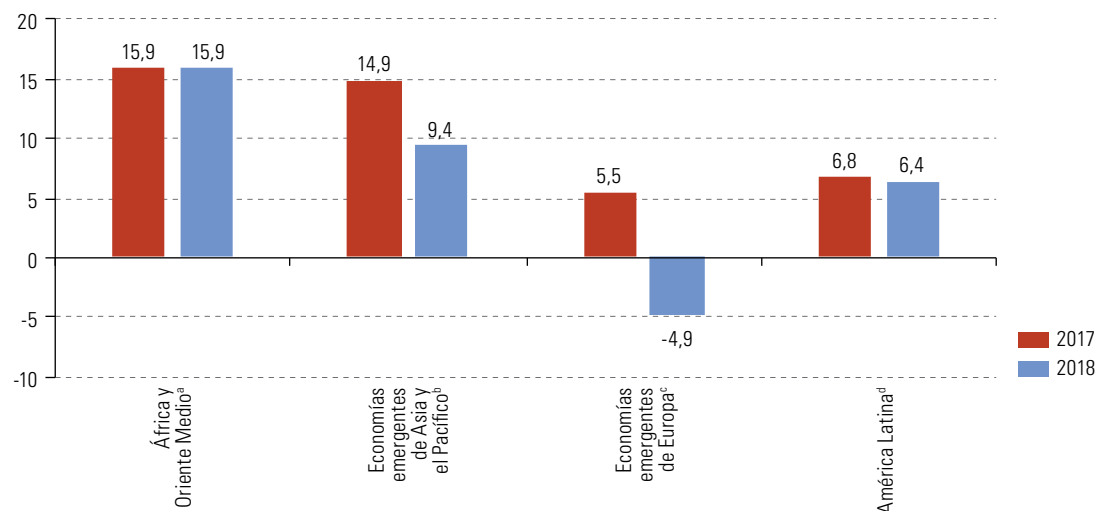
La descomposición del crédito según su origen muestra que la caída de la tasa de crecimiento del crédito hacia las economías emergentes correspondió sobre todo al crédito procedente de los Estados Unidos. Entre 2017 y 2018, la tasa de crecimiento del crédito otorgado por Europa disminuyó del 13,0% al 9,7%. Por su parte, la expansión del crédito otorgado por los Estados Unidos se redujo del 13,0% al 2,2% en el mismo período. A su vez, esta disminución fue consecuencia de una moderación del financiamiento mediante bonos (cuyo crecimiento pasó del 16,1% en 2017 al 8,2% en 2018) y una contracción del crédito bancario (cuya variación pasó del 2,2% en 2017 al -2,3% en 2018). Esta evolución se explica por el aumento de la incertidumbre y el riesgo de las economías emergentes durante 2018 y el incremento de las tasas de interés internacionales en este mismo año.

La evolución del crédito transfronterizo en las economías emergentes fue heterogénea en las distintas regiones (véase el gráfico I.11). Un análisis comparativo de los años 2017 y 2018 muestra que las economías emergentes de Europa y de Asia y el Pacífico fueron las más afectadas por la restricción de financiamiento (en el primer caso, la variación fue del 5,5% en 2017 al -4,9% en 2018, y en el segundo del 14,9% en 2017 al 9,4% en 2018) (véase el gráfico I.11). En el caso de las economías emergentes de Europa, este comportamiento obedeció a la delicada situación económica y financiera por la que atravesó Turquía en 2018 y a la contracción de los préstamos a la Federación de Rusia (-16,6% en 2018). En el caso de las economías emergentes de Asia y el Pacífico, destaca la disminución de la tasa de crecimiento del crédito dirigido a China, que se debe a la contracción de los flujos financieros de los Estados Unidos (que fue del 8,1% al -6,4% en el caso del crédito en dólares y del 81,7% al 3,0% en el caso del crédito en euros).

**Gráfico I.11**

Tasas de variación de la liquidez global, por regiones del mundo en desarrollo, 2017-2018

(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Se incluyen: Arabia Saudita y Sudáfrica.

<sup>b</sup> Se incluyen: China, India, Indonesia, Malasia, República de Corea y Territorio Aduanero Distinto de Taiwán, Penghu, Kinmen y Matsu (Taipéi Chino).

<sup>c</sup> Se incluyen: Federación de Rusia y Turquía.

<sup>d</sup> Se incluyen: Argentina, Brasil, Chile y México.

Un análisis del caso de China muestra que el país recibió flujos financieros por un monto de 485.000 millones de dólares en 2018 y que llegó a registrar un máximo histórico de 725.000 millones de dólares en el primer trimestre del año. No obstante, las tensiones comerciales con los Estados Unidos y las restricciones impuestas por el Gobierno chino a los movimientos de capital en el último trimestre de 2018 pueden contribuir a explicar en parte que los flujos financieros en ese período cayeran a -1.305 millones de dólares.

Por su parte, América Latina presentó un leve retroceso del crédito internacional (su tasa de variación pasó del 6,8% en 2017 al 6,4% en 2018). Esto fue consecuencia de la situación en la Argentina (donde la tasa de crecimiento de este crédito disminuyó del 18,6% en 2017 al 8,7% en 2018), que experimentó a principios de 2018 un fuerte aumento del riesgo soberano y una consecuente depreciación de su moneda, y en menor medida del caso de Chile (donde la tasa de variación disminuyó del 16,7% en 2017 al 11,2% en 2018) (véase el gráfico I.12).

En el caso de la Argentina, la información muestra que se produjo una importante salida de flujos financieros en 2018, en particular a principios del segundo trimestre, que provocó una fuerte devaluación, un aumento del riesgo país y un considerable incremento de las tasas de interés del banco central.

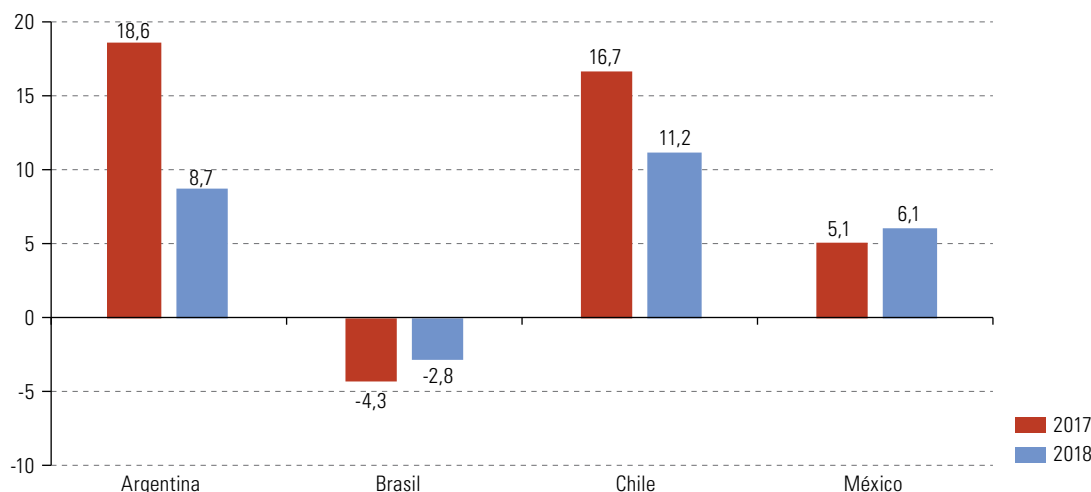
El caso de Chile la disminución del crédito otorgado se refleja en la disminución de los flujos de cartera, que pasaron de 9.937 millones de dólares en 2017 a 5.400 millones de dólares en 2018. La descomposición de los flujos de cartera muestra que esta evolución se explica por la reducción de la emisión de bonos en el mercado internacional (de 14.448 millones de dólares en 2017 a 8.457 millones de dólares en 2018), ya que los préstamos bancarios transfronterizos aumentaron<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Los datos disponibles sobre la emisión de deuda en 2018 abarcan de enero a octubre.



Gráfico I.12

América Latina (países seleccionados): tasas de variación de la liquidez global, 2017-2018  
(En porcentajes)



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

#### 4. La disminución de liquidez se ha dado en un contexto de desapalancamiento de los hogares y del sector corporativo no financiero de la economía en la gran mayoría de las economías desarrolladas

Con posterioridad a la crisis financiera mundial, los distintos sectores de la economía (incluidos los hogares, el sector corporativo no financiero y el gobierno) han registrado, en general, una disminución de su endeudamiento. El cuadro I.2 muestra una caída de la deuda como proporción del PIB desde 2010 en el conjunto de los países más desarrollados de Europa (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Países Bajos y Reino Unido) en el caso de los hogares (del 82,9% en 2010 al 80,4% en 2016 y el 80,0% en 2018), las corporaciones no financieras (del 131,2% al 147,6% y el 143,8%) y el gobierno (del 83,4% al 82,6% y el 79,8%).

Sectores	2010	2016	2018
<b>Países más desarrollados de Europa<sup>a</sup></b>			
Hogares	82,9	80,4	80,0
Sector corporativo no financiero	131,2	147,6	143,8
Gobierno	83,4	82,6	79,8
<b>Países menos desarrollados de Europa<sup>b</sup></b>			
Hogares	64,7	57,8	57,1
Sector corporativo no financiero	154,7	139,2	139,9
Gobierno	170,9	201,4	202,8
<b>Estados Unidos</b>			
Hogares	93,6	80,1	79,8
Sector corporativo no financiero	110,7	120,9	122,0
Gobierno	95,5	106,8	105,2
<b>Japón</b>			
Hogares	63,5	60,1	60,3
Sector corporativo no financiero	146,2	139,3	142,0
Gobierno	207,9	235,6	237,6

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Global Database y Banco de Pagos Internacionales (BPI).

<sup>a</sup> Se incluyen: Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Países Bajos y Reino Unido.

<sup>b</sup> Se incluyen: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

Cuadro I.2

Países y agrupaciones seleccionadas: acervo de deuda de los hogares, el sector corporativo no financiero y el gobierno, 2010, 2016 y 2018  
(En porcentajes del PIB)

En los países menos desarrollados de Europa (España, Grecia, Italia y Portugal) se registra una tendencia similar a la de los países más desarrollados, a excepción del sector gobierno. Entre 2010 y 2018, la deuda de los hogares en este conjunto de países se ha reducido del 64,7% al 57,1% del PIB. Por su parte, la deuda del sector corporativo no financiero ha experimentado una reducción del 154,7% al 139,9% del PIB en el mismo período. Contrariamente a lo que ocurre con el sector de los hogares y del sector corporativo no financiero, en este conjunto de países la deuda del gobierno general ha crecido del 170,9% al 202,8% del PIB en el mismo período.

Un fenómeno similar se observa en el caso del Japón. El endeudamiento del gobierno se ha incrementado del 207,9% al 237,6% del PIB entre 2010 y 2018.

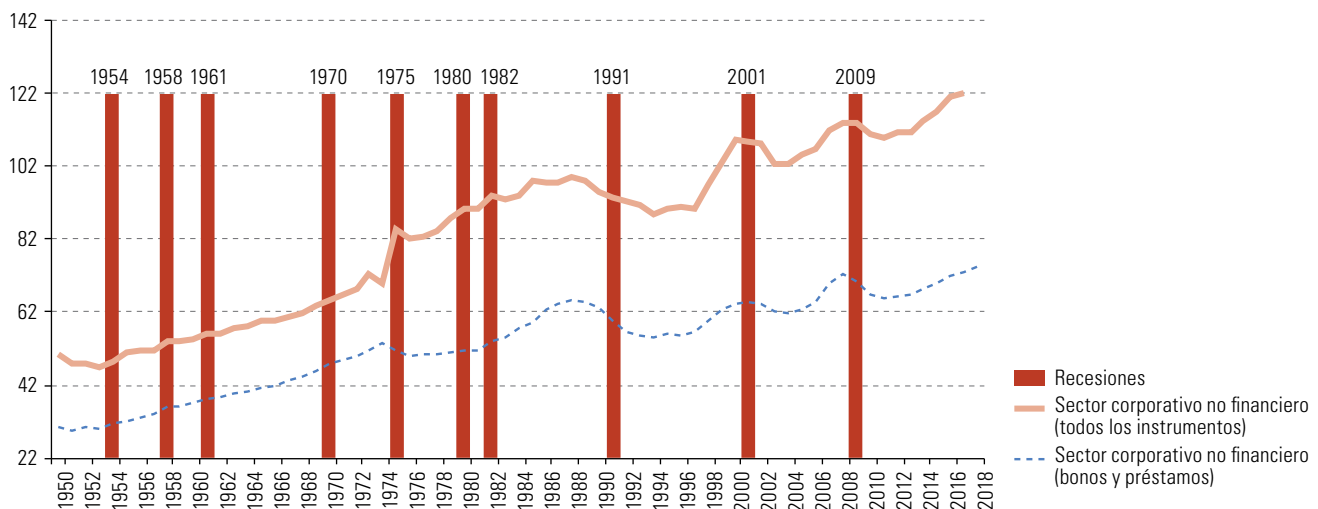
## 5. El caso de los Estados Unidos representa una excepción a la reducción del apalancamiento en el sector corporativo no financiero

Contrariamente a lo ocurrido en la mayoría de las economías en desarrollo, la deuda del sector corporativo no financiero ha aumentado sustancialmente en la economía más grande del mundo, los Estados Unidos. En 2018 la deuda del sector corporativo no financiero es equivalente a un 74% del PIB según la contabilización que incluye préstamos del sistema financiero y emisiones de deuda y cerca de un 122% del PIB al tener en cuenta un conjunto de instrumentos de deuda más amplio.

El endeudamiento del sector corporativo de los Estados Unidos es el más elevado que se ha registrado en casi siete décadas. El análisis del endeudamiento del sector corporativo no financiero en relación con los ciclos de actividad económica indica que la fase de expansión actual es una de las más prolongadas que han tenido lugar en la historia reciente de los Estados Unidos (véase el gráfico I.13).

**Gráfico I.13**

Estados Unidos: evolución de la deuda del sector corporativo no financiero, 1950-2018  
(En porcentajes del PIB)



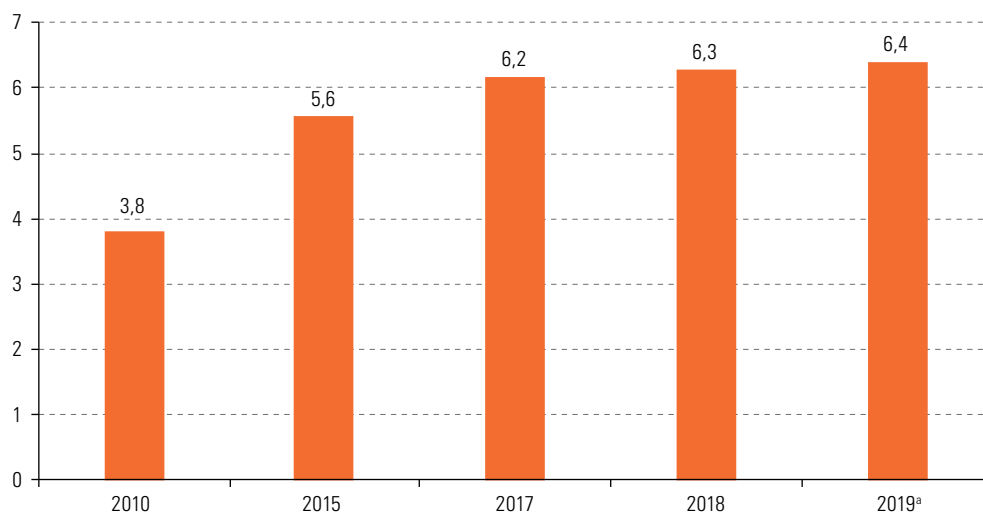
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Global Database y Banco de Pagos Internacionales (BPI).

**Nota:** Las columnas en rojo corresponden a períodos de recesión económica identificados por la National Bureau of Economic Research (NBER).

Una parte importante del endeudamiento se ha financiado a través del mercado de capitales y, en particular, la emisión de bonos. Según la información disponible del periodo comprendido entre 2010 y el primer trimestre de 2019, el acervo de bonos emitidos por el sector corporativo no financiero pasó de 3,8 a 6,4 billones de dólares, es decir, casi se duplicó (véase el gráfico I.14).

#### Gráfico I.14

Estados Unidos: emisión de bonos del sector corporativo no financiero, 2010 a primer trimestre de 2019  
(En billones de dólares)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Federal de la Reserva de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED).  
<sup>a</sup> Primer trimestre.

El grueso de la emisión de bonos correspondió a los bonos de alta calificación, que representaron cerca del 95% del total emitido. No obstante, los datos disponibles muestran un importante aumento del nivel más bajo de los bonos de alta calificación. Entre 2007 y 2018, el acervo de estos bonos aumentó de 743.000 millones de dólares a 2,0 billones de dólares. Los datos también evidencian una concentración de este tipo de bonos por emisor. El 10% de los mayores emisores de este tipo de bonos concentran el 20% del total de su emisión y el 5% concentra el 15% del total. Finalmente, los indicadores financieros (rotación, diferenciales (*spreads*) y costos de comercialización) presentan una menor liquidez en el mercado de los bonos corporativos.

Estos factores son indicativos de un deterioro de la cartera crediticia y un aumento del riesgo financiero en este sector. Por un lado, ya que una parte significativa de la emisión de deuda está en el límite inferior de los bonos de alta calificación, esta podría perder su estatus de alta calificación y traducirse en pérdidas para los inversionistas. Además, el hecho de que este tipo de bonos estén concentrados por emisor puede redundar en que un porcentaje elevado de ellos acabe situándose fuera de la esfera de alta calificación.

Por otro lado, el endeudamiento del sector corporativo no financiero también plantea un riesgo de contagio. El financiamiento del sector corporativo no financiero proviene del sector no bancario, en particular del sector financiero en la sombra, que no está sujeto (o está sujeto en menor medida) a la normativa regulatoria del sistema bancario.

Finalmente, cabe destacar que el estado de las hojas de balance del sector corporativo no financiero cumple un papel central en el ciclo económico, ya que es uno de los determinantes fundamentales de las condiciones de crédito de una economía.

La forma como evolucione la economía de los Estados Unidos en su conjunto y las percepciones de riesgo del sector corporativo serán de fundamental importancia para el refinanciamiento de la deuda de este sector. Según la información disponible, el 90% de las emisiones de deuda deberán ser repagadas o refinanciadas en 2023.

## 6. La deuda del sector corporativo no financiero ha experimentado un alza en las economías en desarrollo

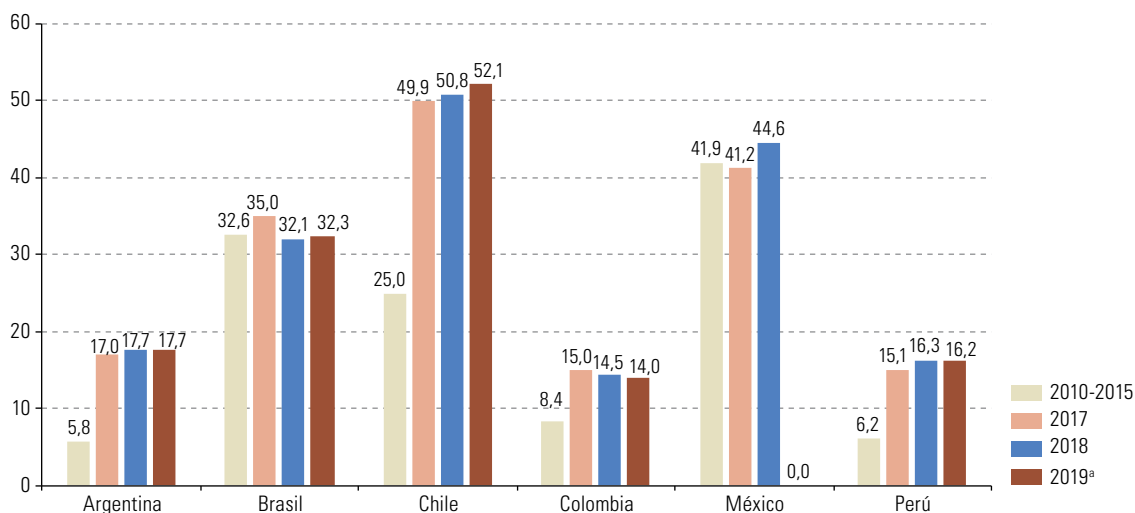
Tal como se destacó en CEPAL (2018, cap. II), fuera del caso de los Estados Unidos, en las economías emergentes también se ha producido un aumento de la deuda del sector corporativo no financiero a partir de la crisis financiera mundial, coincidiendo con la puesta en práctica de las políticas de expansión cuantitativa en el mundo desarrollado.

En el caso de América Latina, la deuda del sector corporativo no financiero aumentó de 76.000 millones de dólares en 2009 a 229.000 millones de dólares en 2014, y llegó a situarse en 317.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2019. Los casos más llamativos son los de México y Chile, que presentan títulos de deuda internacional que llegan a 160.000 y 52.000 millones de dólares, respectivamente, en el primer trimestre de 2019 (véase el gráfico I.15).

### Gráfico I.15

América Latina (países seleccionados): acervo de deuda del sector corporativo no financiero en el mercado internacional de bonos, 2010-2015, 2017, 2018 y primer trimestre de 2019

(En miles de millones de dólares)



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

<sup>a</sup> Primer trimestre.

En el caso de México destaca el endeudamiento de la empresa estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX), cuya deuda se evalúa en un 9% del PIB del país. PEMEX es la empresa petrolera más endeudada del mundo. En 2019, la empresa enfrenta una delicada situación financiera, ya que tiene que refinanciar 6.000 millones de dólares en un contexto de menor producción y mayor riesgo crediticio (OCDE, 2019;

*Financial Times*, 2019). El deterioro de la situación financiera de PEMEX tendrá importantes consecuencias fiscales, a la vez que podría perjudicar las expectativas de crecimiento de la economía.

Por su parte, en términos de PIB, Chile es el país de América Latina que tiene el mayor nivel de endeudamiento de las corporaciones no financieras (equivalente a un 93,6% del PIB en 2017 y un 98,9% del PIB en el cuarto trimestre de 2018), así como de los hogares (43,6% y 45,4% del PIB en los mismos períodos) (véase el cuadro I.3). Asimismo, en el cuarto trimestre de 2018 (último período con información disponible) los niveles de endeudamiento de las corporaciones no financieras de Chile son mayores que el promedio de las economías avanzadas y emergentes (89,2% y 95,5% del PIB, respectivamente). De hecho, Chile es la economía del mundo emergente que tiene el mayor nivel de endeudamiento del sector corporativo no financiero, después de China (152% del PIB en 2018). Además, como se observa en el gráfico I.16, este endeudamiento ha ido acompañado de un aumento de la deuda de corto plazo. El mayor endeudamiento y con un plazo menor puede tener efectos negativos en la inversión y, por ende, en el crecimiento económico.

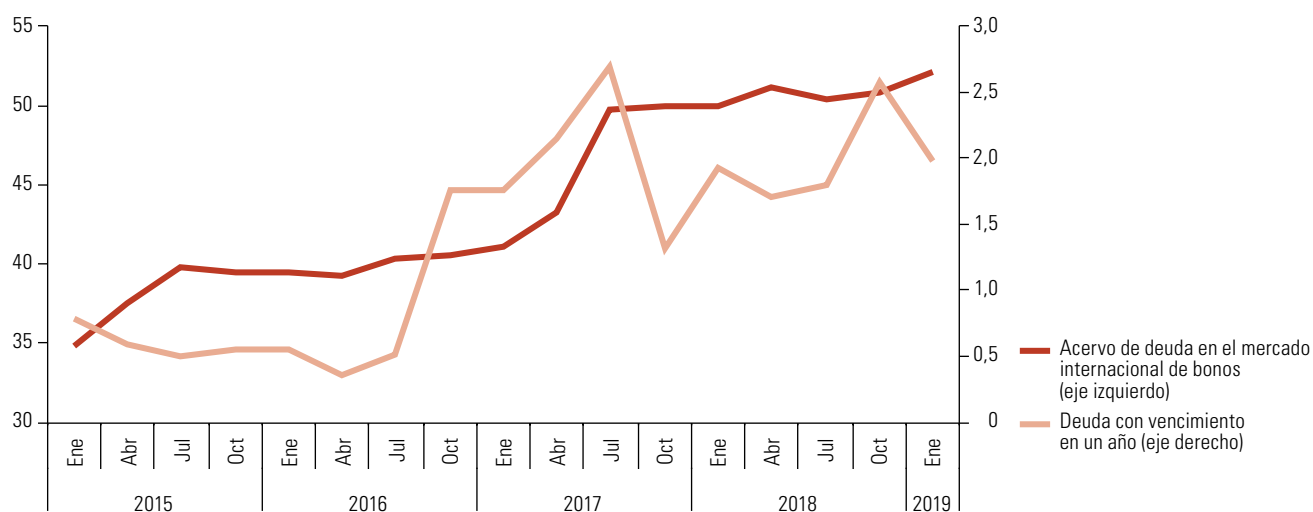
	Hogares		Sector corporativo no financiero	
	2017	2018 <sup>a</sup>	2017	2018 <sup>a</sup>
Argentina	6,9	6,6	13,7	15,8
Brasil	27,3	28,2	40,8	42,2
Chile	43,6	45,4	93,6	98,9
Colombia	27,0	27,0	35,4	35,4
México	16,0	16,0	26,5	25,7

**Cuadro I.3**  
América Latina (países seleccionados): deuda de los hogares y del sector corporativo no financiero, 2017 y cuarto trimestre de 2018 (En porcentajes del PIB)

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI).  
<sup>a</sup> Cuarto trimestre.

### Gráfico I.16

Chile: acervo de deuda del sector corporativo no financiero y deuda con vencimiento en un año en el mercado internacional de bonos, enero de 2015 a enero de 2019 (En miles de millones de dólares)



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

## 7. Las perspectivas para 2019

Las perspectivas de la liquidez global para 2019 dependerán, aparte del agravamiento o debilitamiento de las tensiones geopolíticas (incluidas las tensiones comerciales entre China y los Estados Unidos), de tres factores: la evolución del crecimiento mundial, la postura monetaria de los grandes bancos centrales y el endeudamiento del sector corporativo no financiero.

Las perspectivas de crecimiento apuntan a un debilitamiento sistémico de la economía mundial. Por su parte, el Banco Central Europeo no solo ha apuntado a bajar las tasas de política monetaria, sino que también volverá a poner en marcha el estímulo monetario que aplicó entre 2015 y 2018 si las condiciones económicas de la zona del euro se deterioran. El estímulo monetario se plasmó en la compra de bonos por un valor de 2,6 billones de euros en dicho período. También se plantea la posibilidad de expandir el límite de compras de la deuda pública por parte del BCE a agencias supranacionales como el Banco Europeo de Inversiones (BEI). Las políticas de expansión no solo tienen el objetivo de promover el crecimiento, sino también de aumentar la rentabilidad de la banca que según el Banco Central Europeo no cubre el costo del capital.

Por su parte, la Reserva Federal de los Estados Unidos ha indicado que podría volver a una política monetaria de reducción de tasas de los fondos federales si la expansión en curso de la economía del país se viera afectada de manera negativa por sus tensiones comerciales con China. Tampoco se ha descartado explícitamente la política monetaria no convencional para hacer frente a una posible desaceleración de la economía. La actual expansión de la economía de los Estados Unidos se inició en 2010 y es el ciclo expansivo más prolongado desde la Segunda Guerra Mundial. Tal como el Banco Central Europeo, la Reserva Federal tiene poco margen de maniobra para bajar las tasas de corto plazo, que se mantienen en niveles históricamente bajos. El cambio de postura en la política monetaria también respondería al efecto negativo de un deterioro de las hojas de balance del sector empresarial.

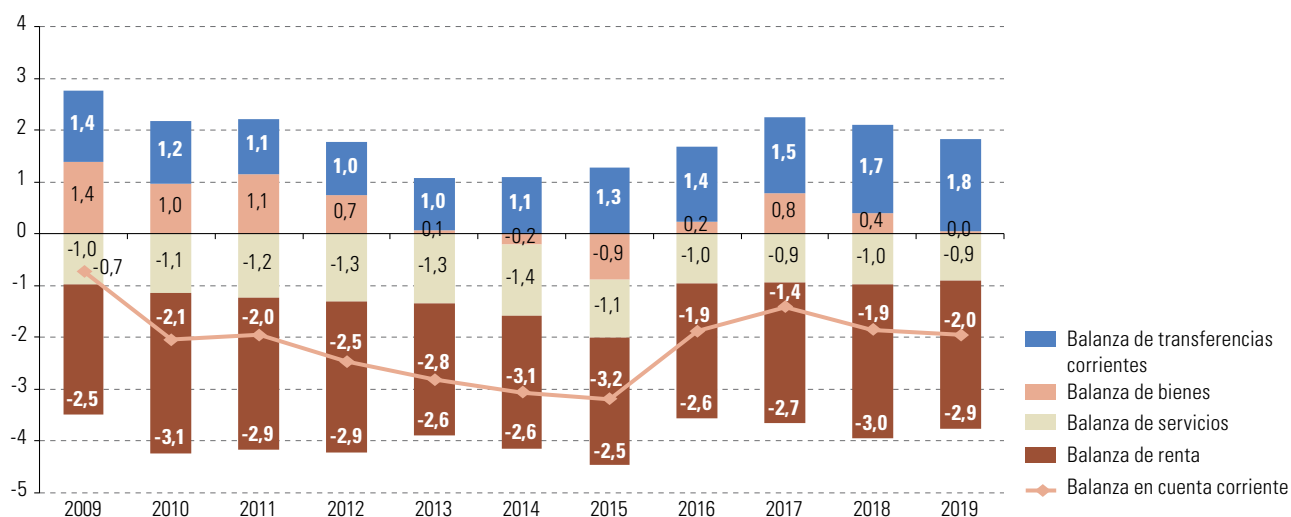
## C. El sector externo

### 1. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendrá relativamente estable en 2019

En 2018 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de América Latina fue del 1,9% del PIB y se amplió levemente respecto de la cifra de 2017. En 2019 se espera que el déficit alcance un 2,0% del PIB (véase el gráfico I.17).

**Gráfico I.17**

América Latina (19 países): cuenta corriente de la balanza de pagos según componentes, 2009-2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes del PIB)



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

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 corresponden a proyecciones.

Esto es resultado de una fuerte disminución del superávit de bienes, que se reduce a casi un 0% del PIB, mientras que los otros componentes de la cuenta corriente mejoran levemente: la balanza de rentas pasa de un déficit del 3,0% del PIB en 2018 a uno del 2,9% del PIB en 2019; el déficit de servicios disminuye de un 1,0% del PIB en 2018 a un 0,9% del PIB en 2019, y el superávit de transferencias mejora de un 1,7% del PIB en 2018 a un 1,8% del PIB en 2019.

En cuanto a los países, si bien se observa un panorama dividido en términos de aquellos donde mejora o empeora el saldo en cuenta corriente —en diez países mejora y en nueve empeora—, en la mayoría de los casos se trata de variaciones muy pequeñas entre 2018 y 2019. Destaca, sin embargo, el caso de la Argentina, en que el déficit en cuenta corriente se reducirá más de 40% debido sobre todo a un fuerte ajuste en la absorción interna, que ha conllevado un considerable ajuste en los volúmenes de importaciones.

## 2. El superávit de la balanza de bienes se espera que se reduzca fuertemente en 2019 como resultado de una desaceleración de los volúmenes exportados y de una caída de los precios de exportación

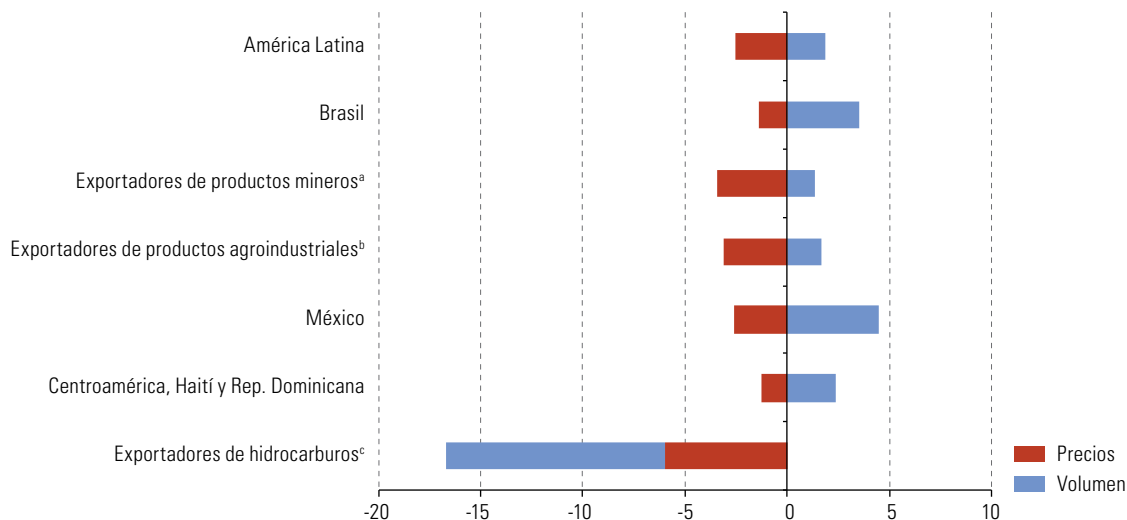
En 2018, los mejores términos de intercambio de la región, en promedio, unidos a un aumento del volumen de las exportaciones netas contribuyeron a mantener superavitaria la balanza comercial de la región.

En 2019 se repetiría la marcada reducción del superávit comercial, que llegaría a ser prácticamente nulo en términos del PIB, en comparación con el superávit del 0,4% del PIB registrado en 2018. A este resultado contribuye una pequeña caída del valor de las exportaciones de bienes prevista para 2019, un desempeño muy inferior al incremento del 10% que tuvo lugar el año anterior. Se espera que el leve aumento del volumen exportado por la región sea contrarrestado con creces por una caída del 2,5% de los precios de exportación, en consonancia con la evolución a la baja de los precios de los productos básicos comentada en la sección A, puesto que la región es exportadora neta de este tipo de productos (véase el gráfico I.18). Los más afectados serán los países exportadores de hidrocarburos, que verán reducciones de sus precios de exportación de alrededor del 6%, mientras que los exportadores de productos mineros y agroindustriales enfrentarán una caída del 3% de dichos precios. En cuanto a los volúmenes exportados, se espera que crezcan solo un 2%, siguiendo la tendencia a la desaceleración que muestra el volumen de comercio a nivel mundial, como resultado de la cual la región en su conjunto enfrentará una demanda menos dinámica de sus socios comerciales (véase el recuadro I.1).

### Gráfico I.18

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las exportaciones de bienes, según volumen y precios, 2019

(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Chile y Perú.

<sup>b</sup> Argentina, Paraguay y Uruguay.

<sup>c</sup> Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).



**Recuadro I.1****Crecimiento de los socios comerciales de América Latina en 2019**

Además de la caída de los precios de exportación, la desaceleración generalizada de la actividad económica que experimenta el mundo en 2019 redundará en que la región se enfrente a una demanda externa menos dinámica y, por ende, es de esperar también una desaceleración de los volúmenes exportados en 2019.

En efecto, en caso de materializarse las perspectivas de actividad global que se están haciendo actualmente (véase el gráfico I.1 en la sección A), al proyectar para 2019 la tasa de crecimiento ponderada del PIB de los socios comerciales de los países de la región, se evidencia que la misma resulta menor que en 2018 tanto para América del Sur como para Centroamérica y México (véase el cuadro).

**América Latina (17 países): indicador de crecimiento del PIB de los socios comerciales, 2013-2019<sup>a</sup>**

(En porcentajes)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>América del Sur</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>
Argentina	3,1	2,4	2,0	2,1	3,0	3,0	2,9
Bolivia (Estado Plurinacional de)	2,9	1,1	1,2	0,9	2,7	1,9	2,2
Brasil	3,3	2,9	3,3	2,8	3,6	3,1	2,8
Chile	3,7	3,4	3,4	3,2	3,7	3,5	3,3
Colombia	2,8	2,9	2,6	1,7	2,8	2,5	2,2
Ecuador	2,6	2,5	2,7	2,3	2,9	3,2	2,9
Paraguay	2,7	1,5	0,3	0,0	2,4	1,7	1,8
Perú	3,1	3,2	3,1	3,0	3,7	3,7	3,4
Uruguay	2,9	1,8	1,5	1,2	2,8	2,3	2,2
<b>Centroamérica y México</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>
Costa Rica	2,5	3,0	3,2	2,3	2,8	2,4	2,2
El Salvador	2,5	3,1	3,4	2,6	3,0	2,5	2,2
Guatemala	2,4	2,5	2,9	2,4	3,0	2,5	2,2
Honduras	2,4	2,6	2,7	2,1	2,4	2,1	1,8
México	2,1	2,5	2,8	1,7	2,4	2,8	2,4
Nicaragua	1,8	2,1	2,4	1,6	2,0	2,2	1,8
Panamá	2,5	2,0	2,0	1,0	1,2	1,1	0,6
República Dominicana	2,3	2,4	2,7	2,1	2,5	2,7	2,4
<b>América Latina</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>

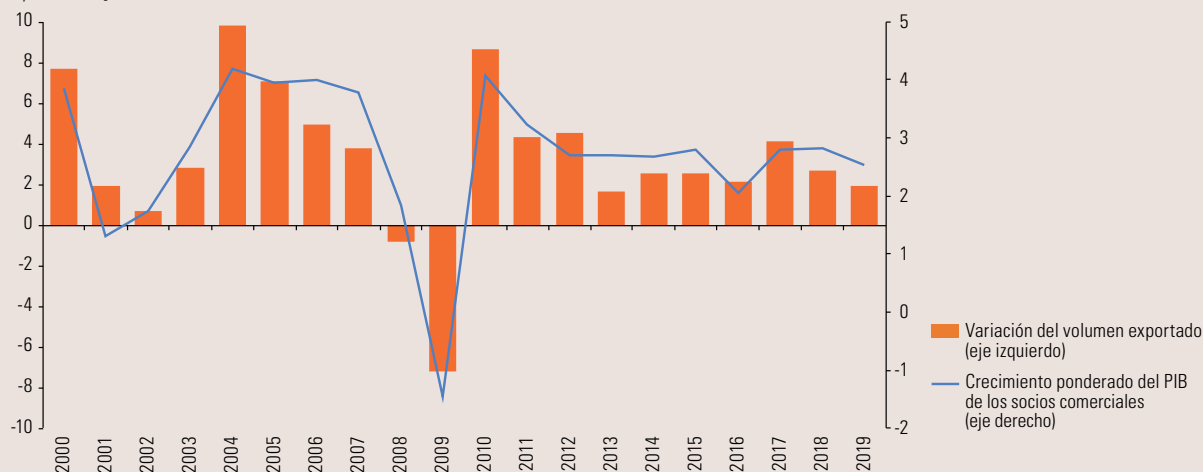
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de UN Comtrade - Base de Datos Estadísticos sobre el Comercio Internacional (para el peso de los socios comerciales), y Fondo Monetario Internacional (FMI), *Perspectivas de la economía mundial: desaceleración del crecimiento, precaria recuperación*, Washington, D.C., 2019, y actualizaciones (para los datos de crecimiento del PIB).

<sup>a</sup> Las tasas de crecimiento se han calculado de forma ponderada utilizando el peso de cada socio en las exportaciones totales de bienes del país analizado. Las ponderaciones se calcularon para cada año. En el caso de 2019, se trata de proyecciones.

El indicador de crecimiento del PIB de los socios comerciales se calcula como una aproximación a la demanda por exportaciones que enfrentan los países de la región y, en efecto, ha demostrado tener una alta correlación (superior a 0,9 en el período 2000-2018) con la variación de los volúmenes exportados por la región (véase el gráfico).

**América Latina: crecimiento del PIB de los socios comerciales y variación interanual del volumen exportado, 2000-2019<sup>a</sup>**

(En porcentajes)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de UN Comtrade - Base de Datos Estadísticos sobre el Comercio Internacional (para el peso de los socios comerciales), y Fondo Monetario Internacional (FMI), *Perspectivas de la economía mundial: desaceleración del crecimiento, precaria recuperación*, Washington, D.C., 2019 (para los datos de crecimiento del PIB).

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 corresponden a proyecciones.

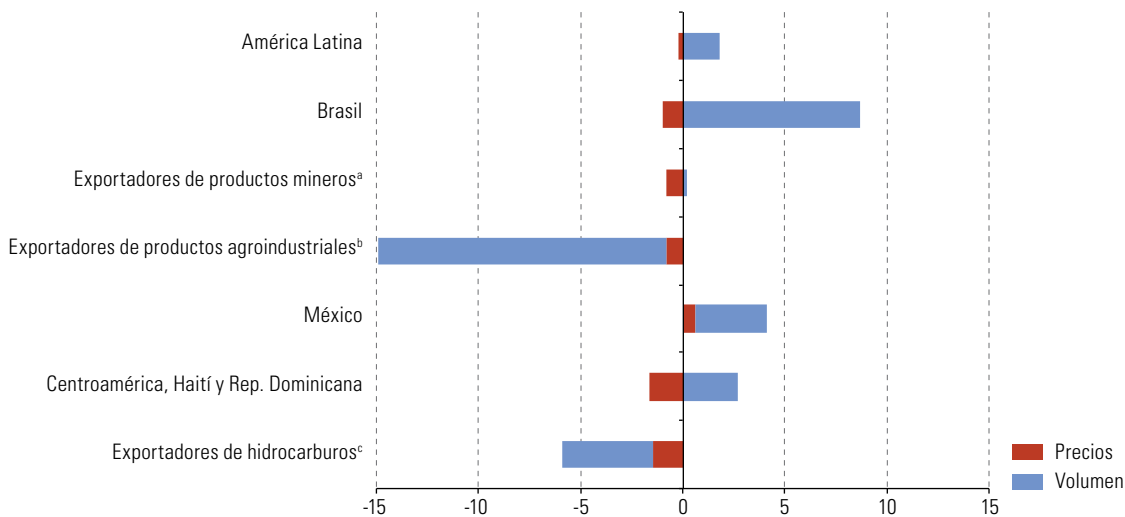
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Cabe destacar que la contracción del volumen exportado del grupo de países exportadores de hidrocarburos obedece principalmente al colapso de las exportaciones de petróleo crudo de la República Bolivariana de Venezuela y al descenso de las exportaciones de gas natural del Estado Plurinacional de Bolivia. La producción de petróleo en la República Bolivariana de Venezuela viene cayendo desde 2015, cuando llegaba a un promedio de 2,36 millones de barriles diarios. En 2016 se redujo un 6%, en 2017 un 12%, en 2018 un 28% y en los primeros cinco meses de 2019 se contrajo un 38,6% respecto de igual período del año anterior, alcanzando un promedio de 0,96 millones de barriles diarios. En el caso de las exportaciones de gas natural boliviano, se observa una tendencia a la disminución de la producción de este hidrocarburo a partir de 2014, que se acentuó en el último trimestre de 2018 con una baja del 24% respecto del mismo período del año anterior y que no se ha logrado revertir en los primeros tres meses de 2019.

El menor dinamismo en la mayoría de las economías de América Latina que se ha venido observando desde el tercer trimestre de 2018 se ha traducido en una desaceleración del volumen de las importaciones. Se proyecta para 2019 un crecimiento del volumen de importaciones de solo un 1,8%, lo que, unido a precios más bajos de estas compras, tanto de energía como de insumos industriales, se traducirá en que el valor de las importaciones se incremente solo un 1,5%, porcentaje muy inferior al 12% de expansión del año anterior (véase el gráfico I.19). Incluso en algunas economías como la Argentina, Nicaragua y Venezuela (República Bolivariana de) se proyecta una fuerte contracción de las importaciones en 2019 (véase el gráfico I.19).

### Gráfico I.19

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las importaciones de bienes, según volumen y precios, 2019  
(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Chile y Perú.

<sup>b</sup> Argentina, Paraguay y Uruguay.

<sup>c</sup> Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

### 3. Se espera que los términos de intercambio de la región, en promedio, empeoren en 2019, aunque las economías del Caribe y de Centroamérica se beneficiarían por menores precios de la energía

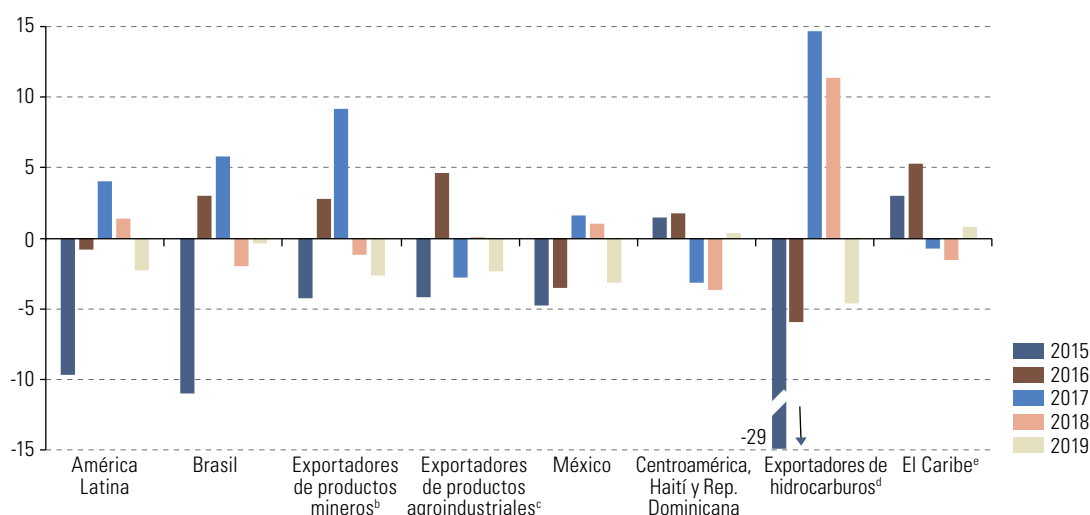
En 2018 los mejores precios de los productos energéticos y los minerales permitieron que los términos de intercambio de América Latina mostraran, en promedio, una recuperación por segundo año consecutivo, después de haber caído durante cinco años seguidos entre 2012 y 2016.

En 2019, como se mencionó en la sección A, se espera que los precios de los productos básicos alcancen niveles promedio inferiores a los vigentes en 2018, provocando una baja del 2,3% de los términos de intercambio, en promedio, para América Latina y el Caribe (véase el gráfico I.20).

#### Gráfico I.20

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación de los términos de intercambio, 2015-2019<sup>a</sup>

(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 corresponden a proyecciones.

<sup>b</sup> Chile y Perú.

<sup>c</sup> Argentina, Paraguay y Uruguay.

<sup>d</sup> Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

<sup>e</sup> Excluido Trinidad y Tabago.

Sin embargo, como es usual, el comportamiento de los términos de intercambio serán distintos a nivel de subregiones, ya que América del Sur es una subregión exportadora neta de productos primarios, mientras que lo contrario sucede con el Caribe (excluido Trinidad y Tabago) y Centroamérica, que son subregiones importadoras netas de combustibles y alimentos<sup>8</sup>. En consecuencia, se espera que en 2019 para América del Sur los términos de intercambio disminuyan un 1,9%, para Centroamérica mejoren un 0,4% y para el Caribe excluido Trinidad y Tabago (exportador de hidrocarburos) aumenten un 0,8%.

<sup>8</sup> Véase el recuadro I.2 en CEPAL (2018).

#### 4. Se espera que el déficit de servicios se reduzca en 2019, principalmente debido a menores importaciones, en consonancia con la desaceleración de la actividad económica regional

En 2018 el déficit de la balanza de servicios fue del 1,0% del PIB, y tanto las compras como las ventas de servicios al exterior se expandieron solo un 1,0% respecto a los niveles de 2017.

Para 2019 se espera que el déficit se reduzca hasta un 0,9% del PIB, en consonancia con la pérdida de dinamismo que se viene observando en la actividad económica regional, que se traduce en menores necesidades de servicios de transportes, seguros, construcción y otros servicios empresariales, como también en menores gastos por viajes al exterior. Como resultado, el valor de las importaciones de servicios de toda la región disminuiría un 1% en 2019.

Sin embargo, aunque en menor medida, las exportaciones de servicios también se verán afectadas por la desaceleración de la actividad económica global y presentarán un crecimiento nulo en 2019. Sobre la base de las cifras disponibles del primer trimestre, se observa una desaceleración de los ingresos por servicios empresariales y de transportes. En el caso de la cuenta de viajes, es importante destacar que los servicios de turismo receptor son un componente considerable en la región, que es exportadora neta de estos servicios que en 2018 representaron más del 45% del total de ingresos por servicios<sup>9</sup>. Según cifras de la Organización Mundial del Turismo (OMT, 2019), durante el primer trimestre de 2019 se observó un repunte en relación con igual período del año anterior de las llegadas de turistas tanto en el Caribe (16,7%)<sup>10</sup> como en Centroamérica (7,1%)<sup>11</sup>, mientras que en el caso de América del Sur las llegadas se contrajeron casi un 10%. En este último caso, cabe mencionar que el descenso se debe principalmente al considerable declive de la llegada de turistas provenientes de la Argentina como resultado de la crisis económica y el debilitamiento de su moneda. En este sentido, el Uruguay se ha visto fuertemente afectado, dada la disminución del 40% de las entradas de turistas argentinos durante los primeros tres meses de 2019 en relación con igual período del año anterior.

#### 5. El déficit de la balanza de renta disminuirá en 2019, debido a que se reducirán los beneficios de las empresas extranjeras

En 2018, la balanza de renta mostró un deterioro y alcanzó un déficit del 3,0%, en comparación con el 2,7% registrado en 2017, como suele suceder en años en que aumentan los precios exportación de los productos básicos y la actividad interna, y además se incrementan las emisiones de deuda en los mercados internacionales<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> En 2018 los ingresos por servicios de turismo representaron el 36% del total de las exportaciones de servicios en América del Sur, el 60% en Centroamérica y más del 70% en el Caribe.

<sup>10</sup> En varios destinos del Caribe se produjo un notorio incremento de turistas en los primeros meses de 2019 gracias a la recuperación de la infraestructura tras los fuertes huracanes ocurridos a fines de 2017 y, en el caso de los países situados en islas más grandes, como Jamaica, se han beneficiado del aumento de la conectividad aérea.

<sup>11</sup> Contribuyó a este buen desempeño del turismo en Centroamérica en el primer trimestre de 2019 la realización en Panamá de la Jornada Mundial de la Juventud 2019.

<sup>12</sup> El aumento del precio de los productos básicos habitualmente reporta mayores rentas a las empresas extranjeras establecidas en la región, especialmente a aquellas orientadas a la exportación de estos productos. Por otro lado, los pagos de otras rentas de inversión (intereses de la deuda externa, principalmente) suelen aumentar —aunque no siempre— en períodos en que han venido creciendo las emisiones de deuda en los mercados internacionales por parte de los países de la región, como fue el caso en 2016 y 2017.

El deterioro provino principalmente de la obtención de utilidades de empresas extranjeras, que creció a un ritmo mucho mayor que el producto, seguida de las rentas por inversión de cartera (dividendos e intereses de instrumentos negociados), mientras que los intereses pagados como renta de otra inversión se redujeron (principalmente los intereses de préstamos soberanos).

Para 2019, por el contrario, se espera que la balanza de renta mejore levemente y que su déficit se reduzca a un 2,9% del PIB. Un deterioro del precio de los productos de exportación, además de un debilitamiento de la actividad interna de los países, irían en detrimento de los beneficios obtenidos por las empresas extranjeras y los dividendos de acciones en manos extranjeras, efecto que predominaría sobre un posible leve incremento del pago de intereses, debido al aumento del endeudamiento.

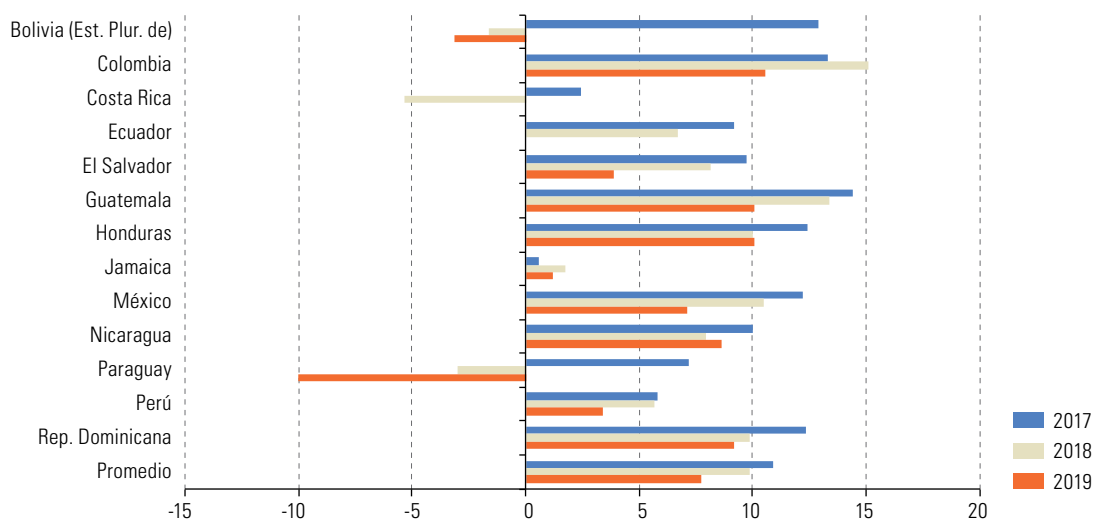
## 6. La balanza de transferencias, compuesta principalmente por el rubro de las remesas, sería más superavitaria en 2019

En 2018 el superávit de la balanza de transferencias fue del 1,7% del PIB regional, en comparación con el 1,5% del año anterior. Su principal componente, los flujos de remesas de migrantes, aumentó un 10% en términos nominales en los principales países receptores como resultado, en parte, de una mejora de la actividad de las economías emisoras (principalmente los Estados Unidos y España). En México, principal receptor de la región —que concentra más de un tercio del total de flujos recibidos— las remesas crecieron un 10% en 2018 en términos nominales.

En 2019 el superávit de la balanza de transferencias seguiría incrementándose, un 6,1% en términos nominales, y ascendería al 1,8% del PIB regional. Se espera que esto ocurra gracias a un dinamismo de la entrada a la región de remesas de emigrados que siga siendo superior al crecimiento del producto; en los primeros meses del año, estos ingresos ya registran un aumento del 7,7% en relación con igual período de 2018 (véase el gráfico I.21).

### Gráfico I.21

América Latina y el Caribe (países seleccionados): variación interanual de los ingresos por remesas de emigrados, 2017-2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes)



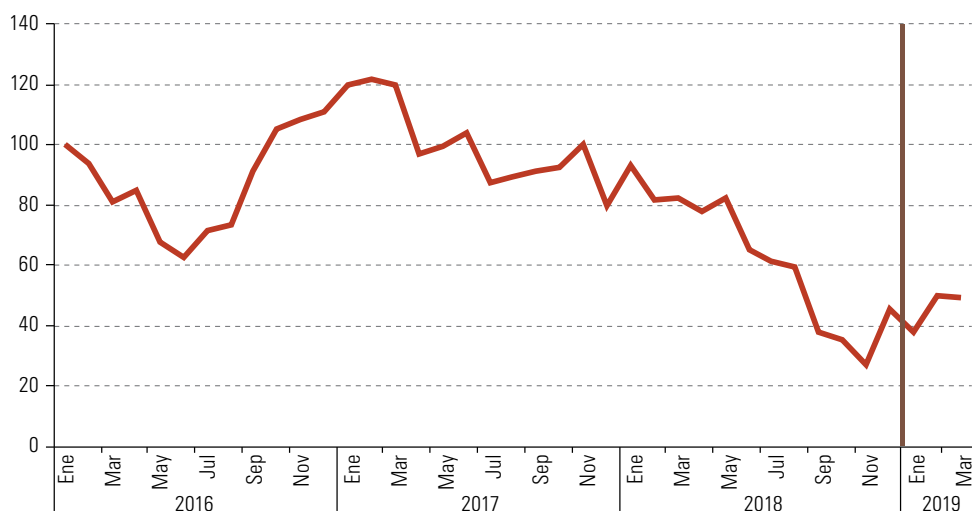
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 corresponden al período comprendido entre enero y abril en el caso de Colombia, El Salvador, Guatemala, Honduras y la República Dominicana; al período comprendido entre enero y marzo en el caso de México, Nicaragua, el Paraguay y el Perú, y al período comprendido entre enero y febrero en el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de) y Jamaica. Para Costa Rica y el Ecuador, no había datos disponibles de 2019 al momento de cierre de este documento.

## 7. Los flujos financieros hacia la región se recuperaron levemente durante el primer trimestre de 2019, situación que se habría revertido a partir de mayo, siguiendo una dinámica similar a la del conjunto de los mercados emergentes

Tal como se ha observado en el grupo de los mercados emergentes, en América Latina se produjo también un incremento de los flujos de capitales en los primeros meses de 2019, según el indicador de flujos de capitales que construye la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (véase el gráfico I.22). Cabe destacar que este indicador se construye a partir de datos mensuales, que son de publicación más oportuna, de modo que permite tener una previsión regional para el primer trimestre del año con anterioridad a la publicación de los datos oficiales de balanza de pagos de los países. Como se señaló en relación con el conjunto de los países emergentes, se podría esperar que esta tendencia se hubiera revertido en el segundo trimestre en concordancia con la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.

**Gráfico I.22**  
América Latina (14 países):  
indicador indirecto  
(proxy) de los flujos de  
capitales hacia la región,  
enero de 2016 a marzo  
de 2019  
(Índice de los valores  
acumulados en 12 meses,  
base enero de 2016=100)



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

**Nota:** El cálculo del indicador indirecto de flujos de capitales netos construido por la CEPAL para este documento incluye los siguientes países: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Paraguay, Perú y Uruguay.

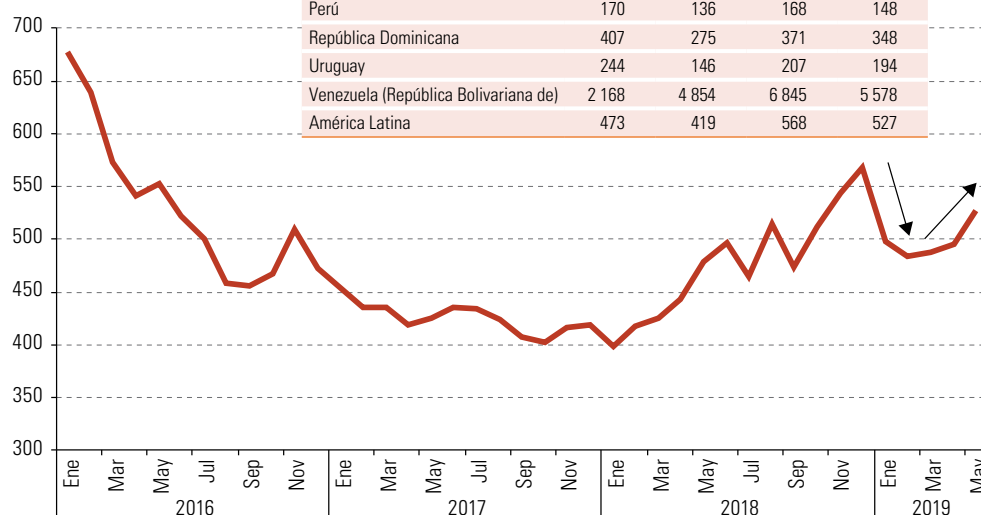
## 8. Con el inicio del año, se detuvo el aumento del riesgo soberano que se observó durante todo 2018, pero posteriormente ha vuelto a incrementarse, en respuesta a la mayor incertidumbre global

De acuerdo con el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), el riesgo soberano en la región alcanzó los 568 puntos básicos en diciembre de 2018, su mayor valor desde marzo de 2016. En los primeros meses de 2019, la menor volatilidad financiera y, en general, las condiciones más estables que se observaron tuvieron como

consecuencia una disminución importante del riesgo soberano en América Latina, y este índice experimentó una baja en los dos primeros meses del año. Sin embargo, como reflejo del escenario de mayor incertidumbre, se inició posteriormente un nuevo período de alzas y el riesgo soberano llegó a 527 puntos básicos en mayo de 2019 (véase el gráfico I.23).

Nivel del índice EMBIG al:

	31 de diciembre de 2016	31 de diciembre de 2017	31 de diciembre de 2018	31 de mayo de 2019
Argentina	455	351	817	985
Bolivia (Estado Plurinacional de)	83	203	378	282
Brasil	330	232	273	267
Chile	158	117	166	145
Colombia	225	173	228	212
Ecuador	647	459	826	619
México	296	245	357	329
Panamá	187	119	171	159
Paraguay	281	200	260	245
Perú	170	136	168	148
República Dominicana	407	275	371	348
Uruguay	244	146	207	194
Venezuela (República Bolivariana de)	2 168	4 854	6 845	5 578
América Latina	473	419	568	527



**Gráfico I.23**

América Latina (13 países): riesgo soberano según el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), enero de 2016 a mayo de 2019 (En puntos básicos)

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

No obstante, al tratarse de una tendencia generalizada en la región, hay situaciones más específicas que escapan a ella. En la Argentina, por ejemplo, el riesgo soberano se ha incrementado de manera sostenida, acercándose a los 1.000 puntos básicos, lo que en parte refleja los temores respecto a la capacidad de cumplimiento de los compromisos de pago del país, así como la incertidumbre ante las elecciones presidenciales que tendrán lugar en octubre de 2019.

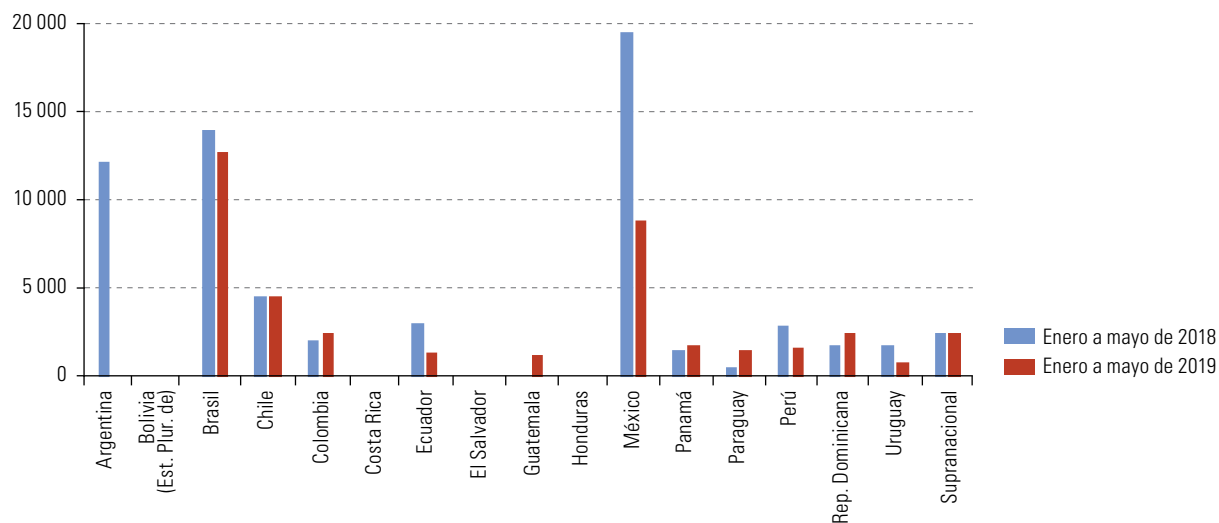
## 9. Las emisiones de deuda tuvieron una caída interanual del 35% en los primeros cinco meses de 2019

Las emisiones brutas de bonos de América Latina y el Caribe en los mercados internacionales alcanzaron los 43.451 millones de dólares en los primeros cinco meses del año, lo que representa una considerable caída, de un 35%, respecto a igual período de 2018.

En la mayoría de los países se observa una reducción de las emisiones. Se destacan los casos de la Argentina, que no registra emisiones en 2019, y México, cuya disminución es consecuencia de la elevada base de comparación, correspondiente a emisiones soberanas y cuasi soberanas registradas en la primera mitad de 2018. Otros países, como Bolivia (Estado Plurinacional de), Costa Rica, El Salvador y Honduras, no realizaron emisiones de deuda en los mercados internacionales en 2018 ni tampoco en los primeros cinco meses de 2019 (véase el gráfico I.24). Aunque no aparece en los datos analizados, por ser muy reciente, es importante señalar la operación realizada por el Gobierno del Ecuador, que a inicios de junio de 2019 emitió bonos por 1.125 millones de dólares, con el objetivo de mejorar el perfil de su deuda externa.

### Gráfico I.24

América Latina (16 países): emisiones de deuda en los mercados internacionales, montos acumulados, enero a mayo de 2018 y enero a mayo de 2019  
(En millones de dólares)



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

**Nota:** La ausencia de datos significa que el país no realizó emisiones de deuda en el período correspondiente.

La mayor disminución, de un 78%, se registró en las emisiones cuasi soberanas, con lo que su participación en el total de emisiones entre enero y mayo de 2019 llega a un 8%. Más relevante aún es la caída en el sector de los bonos soberanos, de un 45%, por cuanto representan un 35% del total de emisiones. Por su parte, las emisiones del sector bancario cayeron un 48%, pero solo representan un 4% del total. Las emisiones de bonos corporativos del sector privado se incrementaron un 19% y alcanzaron una participación de un 47% del total.



## D. El desempeño interno

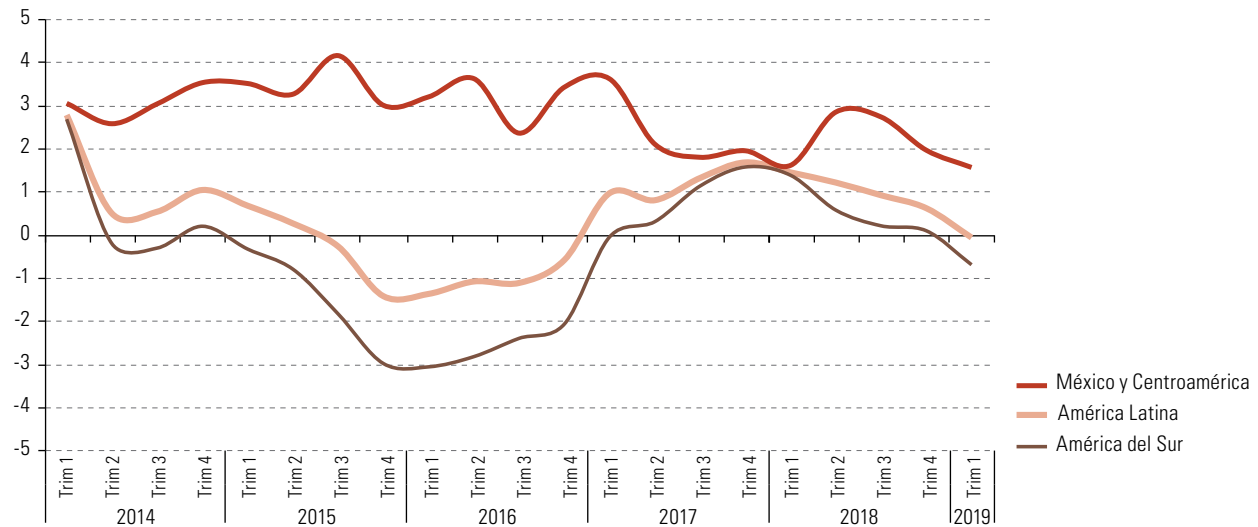
### 1. Se contrae la actividad económica en América Latina

En el primer trimestre de 2019 la actividad económica en América Latina se contrajo un 0,1% con respecto a igual período de 2018 (véase el gráfico I.25). La demanda interna cayó un 0,2%, por encima de la caída del producto interno bruto (PIB).

#### Gráfico I.25

América Latina: tasa de variación del PIB, 2014-2019

(En porcentajes respecto al mismo período del año anterior y dólares constantes de 2010)



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

El PIB se vio afectado por una menor demanda interna, lo que fue parcialmente compensado por el leve crecimiento de las exportaciones netas. La demanda interna se contrajo debido principalmente a la caída de la formación bruta de capital fijo. El consumo público también contribuyó a ese resultado, tras disminuir por segundo trimestre consecutivo. Por otro lado, el consumo privado fue el único componente de la demanda interna que registró cifras positivas, aunque con un crecimiento menor al de trimestres anteriores.

Respecto al comercio exterior de bienes y servicios, las exportaciones aumentaron un 0,8% y las importaciones un 0,6%. En ambos casos se observa una marcada desaceleración, resultante tanto de la menor demanda externa como de la caída de la actividad interna, respectivamente.

Al igual que en años anteriores, la región presenta perspectivas económicas muy heterogéneas. Por un lado, en el primer trimestre de 2019 las economías de América del Sur decrecieron en promedio un 0,7%, desempeño que se sitúa muy por debajo del 1,5% alcanzado en el primer trimestre de 2018; además, cuatro países de un total de diez muestran una contracción en términos interanuales.

En el primer trimestre de 2019, las economías de Centroamérica registraron una tasa de crecimiento del 3,3%, 0,7 puntos porcentuales por debajo del resultado alcanzado en el mismo período de 2018. Si se considera a Centroamérica más México, el crecimiento del primer trimestre de 2019 es del 1,5%, cifra similar a la del mismo período de 2018.

La República Dominicana y Bolivia (Estado Plurinacional de) son las economías que en el primer trimestre registraron el mayor crecimiento de la región (5,7% y alrededor del 4,0%, respectivamente), seguidas por Panamá (3,1%), Guatemala (3,0%) y Colombia (2,8%). Cinco economías se contrajeron (Argentina, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)), la del Brasil se desaceleró (0,46%) y las demás economías crecieron a una tasa de entre el 0,6% y el 2,6%.

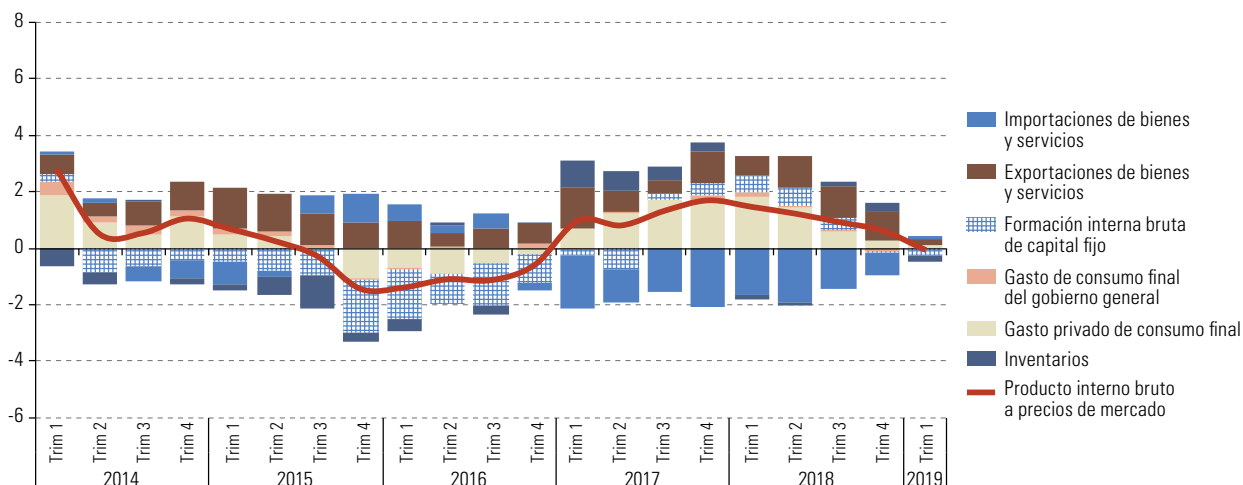
## 2. La caída de la demanda interna fue liderada por la inversión

En el primer trimestre de 2019 la demanda interna cayó un 0,2%, liderada principalmente por la inversión, seguida del consumo público (véase el gráfico I.26).

### Gráfico I.26

América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2014-2019

(En porcentajes respecto al mismo período del año anterior)



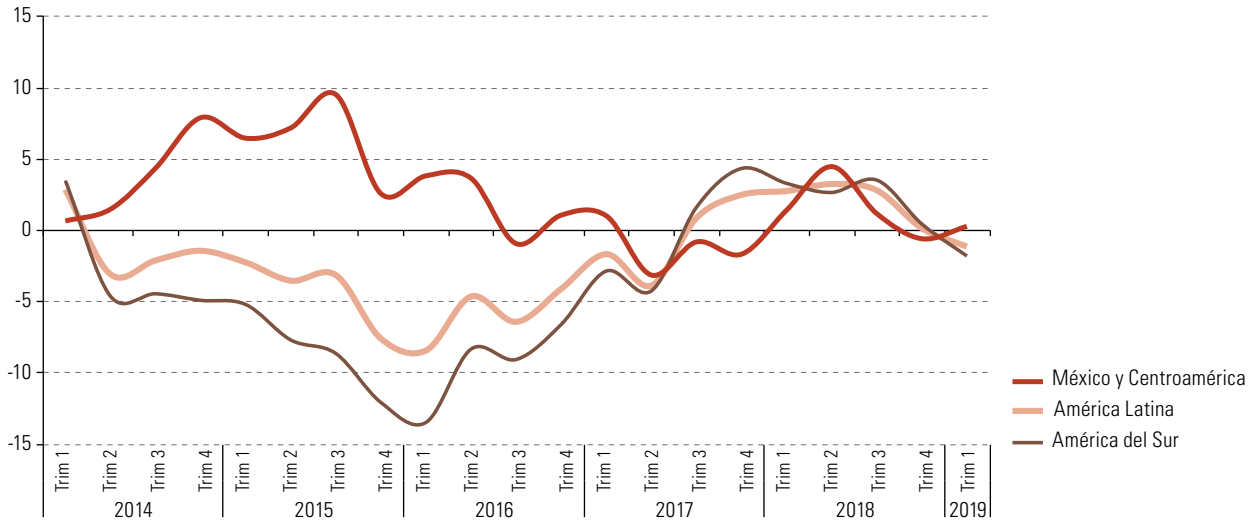
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

La inversión cayó un 2,2% en el primer trimestre, lo que supuso una segunda disminución consecutiva respecto al mismo trimestre del año anterior (véase el gráfico I.27). La menor inversión se debió tanto a la reducción de la formación bruta de capital fijo como a una variación negativa de las existencias. La formación bruta de capital fijo disminuyó un 1,6%, a causa tanto del componente construcción como del de maquinaria y equipos. El gasto en construcción registró una caída del 1,4%, principalmente por la construcción no residencial. Por su parte, la inversión en maquinaria y equipos disminuyó un 1,7%. En tanto, las existencias registraron una variación negativa.

Con respecto al consumo total, este se incrementó un 0,4%. El menor crecimiento del consumo se debió tanto a la contracción del consumo público como a la pérdida de dinamismo del consumo privado (véase el gráfico I.28). El consumo privado se mantiene como el componente del gasto que más contribuye al crecimiento de la región, pero su aporte disminuyó a un sexto del valor alcanzado en el mismo período del año anterior. Ello se debió al escaso dinamismo del crédito otorgado al sector privado, a la moderación de la actividad económica y al consiguiente estancamiento del mercado laboral, lo que dio lugar a un deterioro en la composición del empleo hacia ocupaciones de peor calidad e ingresos más bajos y al estancamiento de los salarios reales.

**Gráfico I.27**

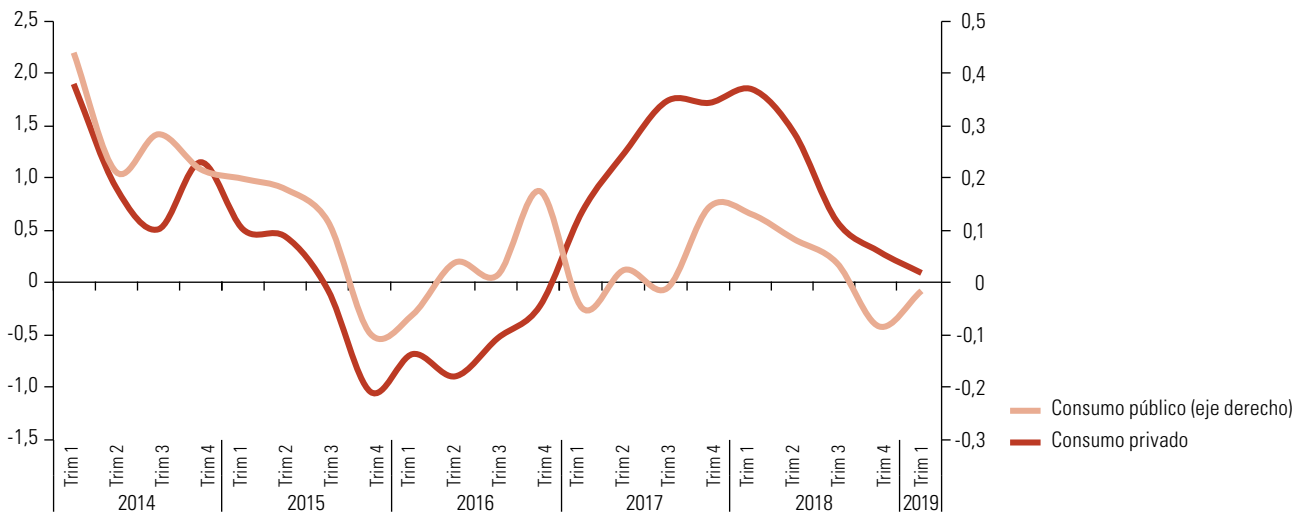
América Latina: tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo, 2014-2019  
(En porcentajes respecto al mismo periodo del año anterior)



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

**Gráfico I.28**

América Latina: contribución del consumo privado y público al crecimiento del PIB, 2014-2019  
(En porcentajes respecto al mismo periodo del año anterior)



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

En lo referente al comercio exterior de bienes y servicios, en el primer trimestre de 2019, pese a que el incremento en la cantidad de exportaciones de bienes y servicios fue escaso respecto al año anterior (0,8%), la contribución del sector externo al PIB fue positiva debido al menor aumento en la cantidad de bienes y servicios importados (0,6%). A su vez, esto último puso en evidencia, por un lado, el deterioro de la inversión en maquinaria y equipos —que son mayoritariamente importados— y, por otro, la lenta dinámica del consumo privado.

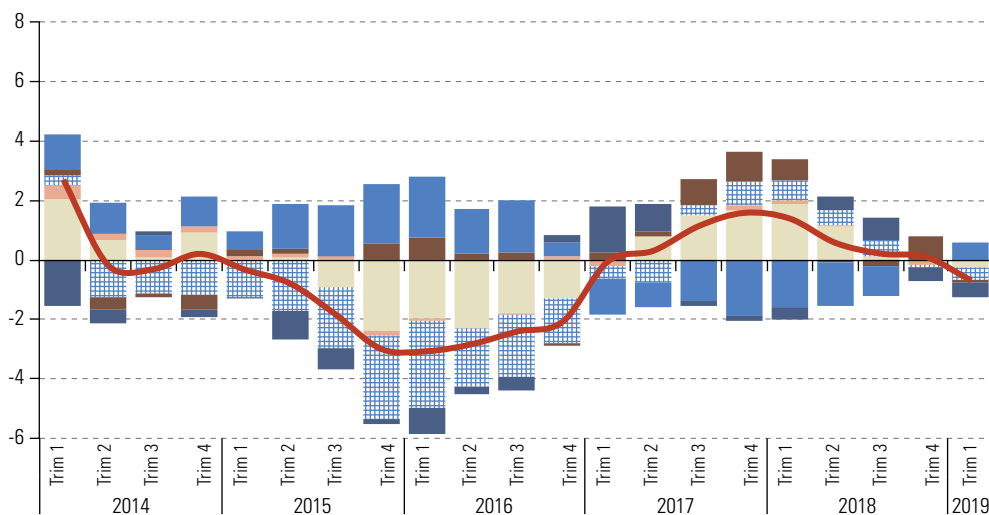
### 3. A nivel subregional se mantiene el patrón de desaceleración de la economía, pero varían las magnitudes y las causas

De manera conjunta, desde el segundo trimestre de 2018 las subregiones de América del Sur y de México y Centroamérica vienen registrando una marcada desaceleración y contracción de su actividad. En términos de las contribuciones de los componentes del gasto al crecimiento del PIB, en América del Sur ha disminuido significativamente el aporte del consumo privado y de las exportaciones. Por el contrario, en México y Centroamérica el consumo privado mantiene su contribución al crecimiento del PIB, pero este último se ve disminuido por el menor aporte de la inversión y las exportaciones (véase el gráfico I.29).

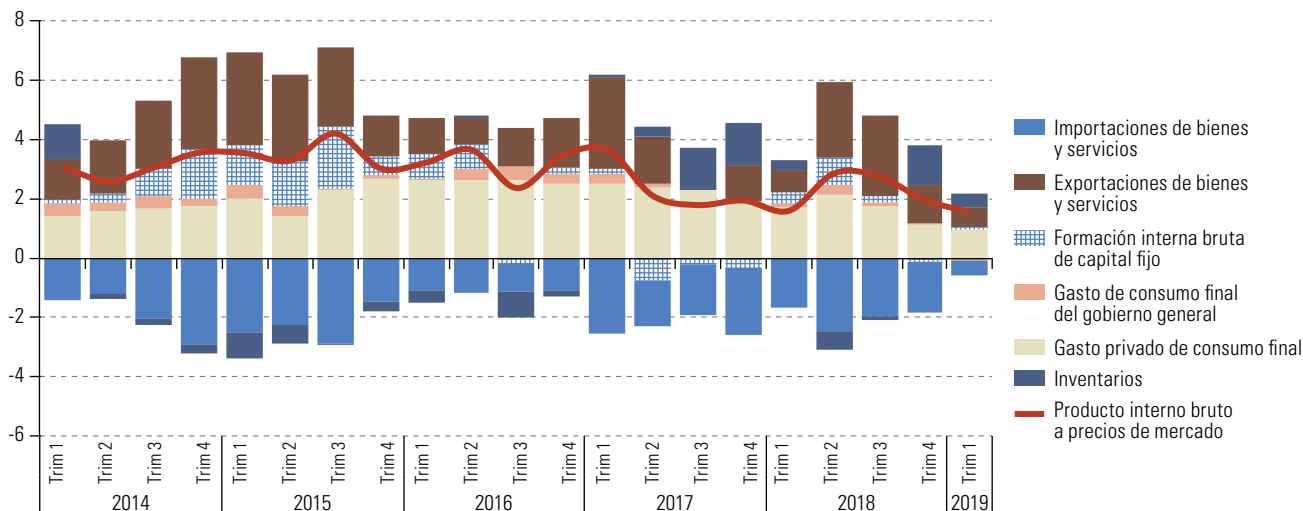
#### Gráfico I.29

América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2014-2019  
(En porcentajes respecto al mismo periodo del año anterior)

#### A. América del Sur



#### B. México y Centroamérica



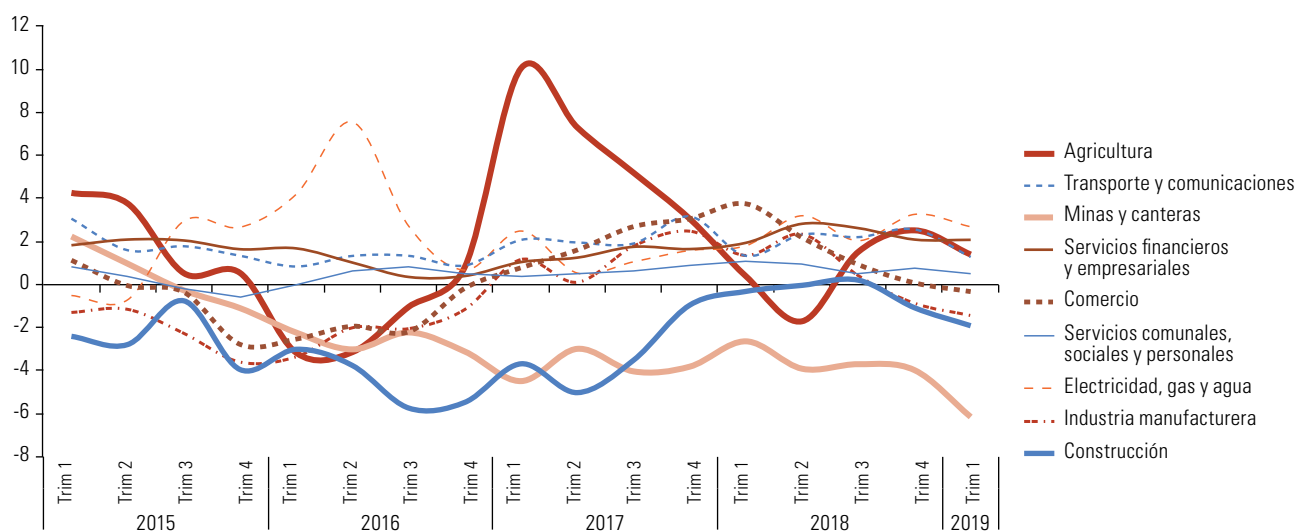
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 4. La caída en los sectores de la minería, la construcción y la industria manufacturera, junto con el menor dinamismo del comercio, explican la contracción de la actividad en el primer trimestre

En el primer trimestre de 2019, la contracción del PIB fue liderada por la caída de los sectores de la minería, la construcción y la industria manufacturera, a lo que se suma la pronunciada pérdida de dinamismo del comercio. El repunte del sector de la agricultura y del resto del sector de los servicios no fue suficiente para compensar la caída del PIB (véase el gráfico I.30).

**Gráfico I.30**

América Latina: tasa de variación del PIB por sectores de actividad económica, 2015-2018  
(En porcentajes respecto al mismo período del año anterior)



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

El sector industrial manufacturero no pudo consolidar ni la recuperación mostrada en 2017 ni el mayor ritmo de crecimiento registrado en 2018, contrayéndose en el primer trimestre de 2019 a causa de los malos resultados en la Argentina (-11%) y el Brasil (-1,7%). Por otro lado, en la minería persistió la contracción iniciada en el cuarto trimestre de 2015. Esta dinámica negativa obedece principalmente a la caída ininterrumpida de la producción minera en Venezuela (República Bolivariana de), México, Guatemala y el Ecuador durante 23, 18, 11 y 9 trimestres, respectivamente, a lo que se ha sumado la caída de la minería en Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile y el Perú. La caída de la construcción está en línea con la contracción de la inversión en este tipo de activos.

La agricultura se recuperó tras la contracción registrada en el segundo trimestre de 2018, cuando la sequía que afectó a la Argentina provocó una caída de su sector agrícola de un orden del 31%. A pesar de las políticas de ajuste que han puesto en práctica los Gobiernos de la región, esto no se ha visto reflejado en la dinámica de los servicios comunales, sociales y personales, que siguen mostrando un crecimiento bajo y estable. El resto de los servicios registra tasas de crecimiento en torno al 2%, lo que no resulta suficiente para impulsar el crecimiento.

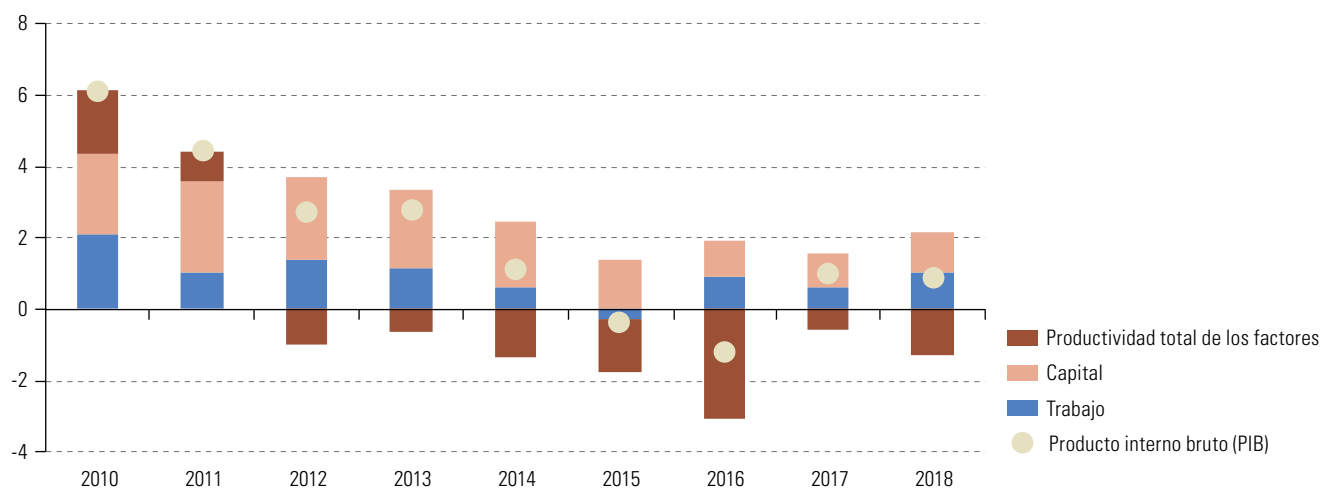
## 5. El incremento de los factores productivos no se tradujo en crecimiento del PIB

El menor crecimiento que han experimentado en los últimos años los factores productivos, capital y trabajo, ha implicado una menor capacidad de producción, lo que sumado a una productividad negativa no ha permitido dinamizar el crecimiento económico en la región. En el último año, pese al mayor aumento que tuvieron los factores productivos, se redujo la tasa de crecimiento a causa del mayor deterioro en la productividad (véase el gráfico I.31).

**Gráfico I.31**

América Latina: determinantes del crecimiento del PIB, 2010-2018

(En porcentajes)



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

## 6. Luego del descenso observado en 2017, la inflación promedio de la región se ha venido incrementando de manera sostenida desde mayo de 2018

Durante 2018 la inflación promedio de la región registró un incremento de 1,3 puntos porcentuales respecto al nivel de 2017 (5,7%) (véase el cuadro I.4). Este incremento de la inflación se debe fundamentalmente al alza de precios observada en las economías de América del Sur, pues en este período en las otras dos subregiones, Centroamérica y México y el Caribe, la inflación promedio se redujo. En América del Sur la inflación promedio aumentó del 5,3% en 2017 al 8,2% en 2018, mientras que en Centroamérica y México se redujo de un 6,4% en 2017 a un 4,7% en 2018; por su parte, en el Caribe no hispanohablante la inflación pasó del 3,7% al 2,0%. En los promedios regionales antes mencionados no se incluye la inflación de la República Bolivariana de Venezuela, dado que desde noviembre de 2017 la economía de ese país atraviesa un episodio hiperinflacionario muy severo y sus elevadas tasas distorsionarían dichos promedios.

**Cuadro I.4**

América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, diciembre de 2017 a mayo de 2019<sup>a, b</sup>  
(En porcentajes)

	Diciembre de 2017	Diciembre de 2018	Mayo de 2018	Mayo de 2019
<b>América Latina y el Caribe (sin incluir la República Bolivariana de Venezuela)</b>	<b>5,7</b>	<b>7,0</b>	<b>5,0</b>	<b>8,1</b>
<b>América del Sur (sin incluir la República Bolivariana de Venezuela)</b>	<b>5,3</b>	<b>8,2</b>	<b>5,2</b>	<b>9,8</b>
Argentina	25,0	47,1	26,4	56,8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	2,7	1,5	3,2	1,7
Brasil	2,9	3,7	2,9	4,7
Chile	2,3	2,6	2,0	2,8
Colombia	4,1	3,2	3,2	3,3
Ecuador	-0,2	0,3	-1,0	0,4
Paraguay	4,5	3,2	3,5	3,8
Perú	1,4	2,2	0,9	2,7
Uruguay	6,6	8,0	7,2	7,7
<b>Centroamérica y México</b>	<b>6,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
Costa Rica	2,6	2,0	2,0	2,3
Cuba	0,6	2,4	2,2	4,3
El Salvador	2,0	0,4	0,8	0,8
Guatemala	5,7	2,3	4,1	4,5
Haití	13,3	16,5	12,7	18,6
Honduras	4,7	4,2	4,0	5,1
México	6,8	4,8	4,5	4,3
Nicaragua	5,8	3,4	5,0	5,8
Panamá	0,5	0,2	0,8	0,0
República Dominicana	4,2	1,2	4,5	1,3
<b>El Caribe</b>	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>
Antigua y Barbuda	2,4	1,7	1,2	1,2 <sup>c</sup>
Bahamas	1,8	2,0	1,7	3,6 <sup>d</sup>
Barbados	6,6	0,6	5,1	1,1 <sup>d</sup>
Belice	1,0	-0,1	0,3	0,0
Dominica	0,6	2,8	1,3	1,6 <sup>c</sup>
Granada	0,5	1,4	0,8	0,9 <sup>c</sup>
Guyana	1,5	1,6	1,1	2,7 <sup>e</sup>
Jamaica	5,2	2,4	3,1	4,8
Saint Kitts y Nevis	0,8	-0,8	-0,9	-0,2 <sup>c</sup>
San Vicente y las Granadinas	3,0	1,4	2,0	1,0 <sup>e</sup>
Santa Lucía	2,0	1,6	1,5	2,1 <sup>c</sup>
Suriname	9,3	5,4	7,8	4,7
Trinidad y Tabago	1,3	1,0	1,0	1,1
Venezuela (República Bolivariana de)	862,6	130 060,2	5 937,5	282 972,8 <sup>e</sup>

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

<sup>a</sup> Promedios regionales y subregionales ponderados por el tamaño de la población.

<sup>b</sup> No se incluyen los datos de la República Bolivariana de Venezuela dentro de los promedios regionales y subregionales.

<sup>c</sup> Datos a marzo de 2019.

<sup>d</sup> Datos a febrero de 2019.

<sup>e</sup> Datos a abril de 2019.

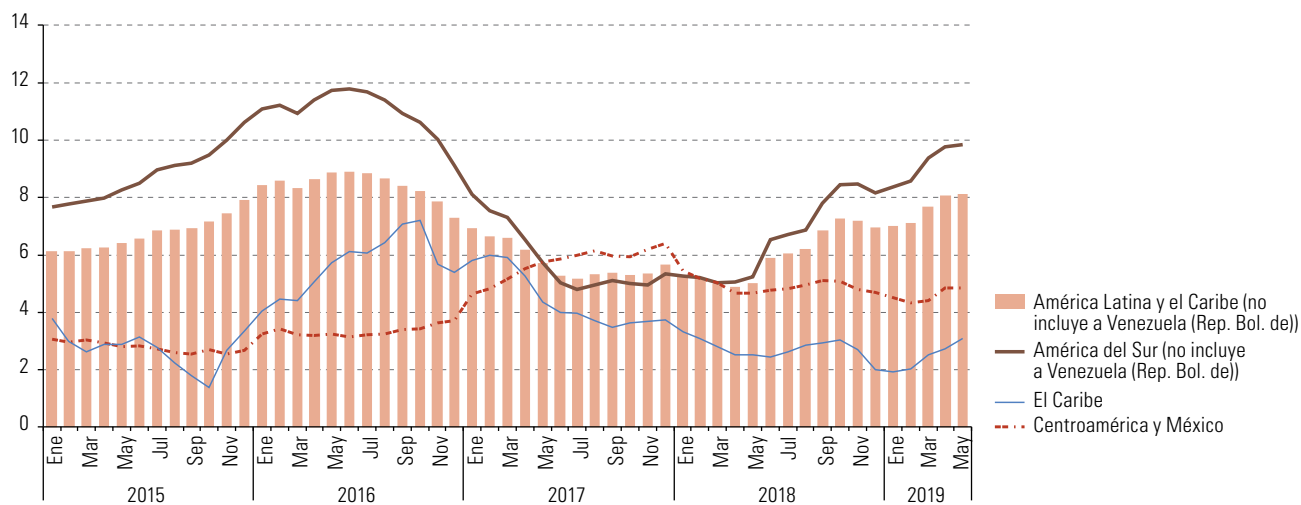
Pese al incremento registrado en el promedio regional, 20 economías mostraron un descenso de su tasa de inflación en 2018 con respecto a 2017, mientras que en 12 economías se produjo un alza en la inflación. Dos economías del Caribe no hispanohablante (Barbados y Suriname) fueron las que experimentaron el mayor descenso, mientras que la Argentina y Venezuela (República Bolivariana de) fueron las que registraron el mayor incremento. En mayo de 2019, la situación se revierte y solo en ocho países se evidencia una caída de la inflación, al comparar las tasas de diciembre de 2018 con las de mayo de 2019. Pese al mayor número de economías que registran un aumento de la inflación en 2019, solo en los casos de la Argentina y Venezuela (República Bolivariana de) el incremento excedió los 9 puntos porcentuales. Otro elemento a destacar es que la gran mayoría de las economías de la región muestran tasas de inflación menores al 5%, lo que ocurre en 26 países en diciembre de 2018 y 25 países en mayo de 2019.

## 7. En el segundo semestre de 2018 se inició un proceso de aceleración de la inflación, que se ha prolongado hasta mayo de 2019

El gráfico I.32 muestra la trayectoria mensual de la inflación a nivel regional y subregional, pudiéndose observar que el promedio regional de la inflación se redujo entre diciembre de 2017 y mayo de 2018, pero que a partir de ese mes experimentó un repunte, pasando del 5,0% en mayo de 2018 al 7,0% en diciembre de ese año. Ese comportamiento se ha extendido en los primeros cinco meses de 2019, alcanzando la inflación promedio de la región una tasa del 8,1%.

**Gráfico I.32**

América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, promedio ponderado, enero de 2015 a mayo de 2019  
(En porcentajes)



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

Nuevamente es el comportamiento de las economías de América del Sur el que dicta la dinámica regional. Para las economías del sur, la inflación pasó del 5,2% en mayo de 2018 al 8,2% en diciembre de 2018 y mostró una nueva aceleración durante los primeros cinco meses de 2019, alcanzando un 9,8% en mayo. En las economías de Centroamérica y México la inflación mostró una desaceleración entre septiembre



de 2018 y febrero de 2019, pasando del 5,0% al 4,4%. A partir de febrero de 2019 se ha registrado un ligero aumento de la inflación en esta subregión y hacia mayo de ese año la inflación alcanzaba el 4,8%. En el Caribe no hispanohablante también se experimentó una reducción de la inflación en el último trimestre del año, pasando del 3,0% en octubre de 2018 al 2,0% en diciembre de ese año. Sin embargo, durante los primeros cinco meses de 2019 la inflación de esta subregión se ha incrementado 1,1 puntos porcentuales, con lo que en mayo la tasa de inflación cerró en 3,1%.

## 8. Los rubros vinculados a alimentos son los que experimentaron la mayor alza en su tasa de inflación

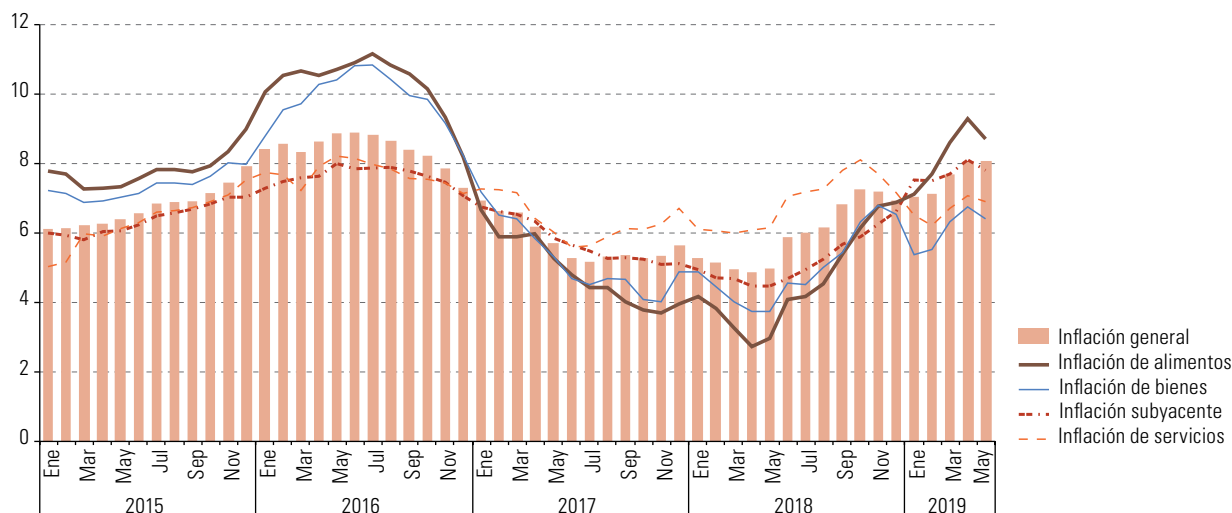
El aumento de la inflación que se ha venido registrando desde mayo de 2018 se ha expresado en todos los componentes del índice general de precios al consumidor, pero ha sido el índice de alimentos el que lidera el repunte. Durante 2018, la inflación de alimentos se incrementó 2,9 puntos porcentuales, al pasar del 4,0% al cierre de 2017 al 6,9% a fines de 2018. En los primeros cinco meses de 2019 la inflación de alimentos fue del 8,7%, lo que supone un alza de 1,8 puntos porcentuales respecto al valor de diciembre de 2018. La inflación subyacente pasó del 5,1% en 2017 al 6,6% en 2018, un incremento de 1,5 puntos porcentuales, y hacia mayo de 2019 el incremento respecto a diciembre de 2018 era de 1,2 puntos porcentuales.

En 2018 la inflación observada en los bienes (transables) fue del 6,4%, lo que significó un aumento de 1,7 puntos porcentuales en relación al valor al cierre de 2017 (4,9%). En los primeros cinco meses del año se ha observado una caída en la inflación de 0,1 puntos porcentuales respecto al valor de diciembre de 2018. Los servicios (no transables) muestran una dinámica similar a los bienes, ya que en 2018 registraron un alza inflacionaria de 0,5 puntos porcentuales y una disminución de 0,3 puntos porcentuales en los primeros cinco meses de 2019, si comparamos con el valor de la inflación de bienes no transables a diciembre de 2018 (7,2%) (véase el gráfico I.33).

### Gráfico I.33

América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, general, subyacente, de alimentos, de bienes y de servicios, promedio ponderado, enero de 2015 a mayo de 2019

(En porcentajes)



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

La dinámica de la inflación regional descrita se ha visto condicionada por diversos factores, entre los que destacan el comportamiento de los tipos de cambio, los ajustes en los precios de los bienes públicos, los procesos de consolidación fiscal y la evolución del precio de la energía. Para las economías que registran las mayores tasas de inflación, el uso del financiamiento monetario ha sido clave tanto en el incremento experimentado por la inflación como en el elevado nivel que esta variable ha alcanzado.

La considerable desaceleración que muestra la demanda agregada interna, en especial el consumo privado y la formación bruta de capital fijo, hace suponer que las moderadas presiones inflacionarias que se han observado en la mayoría de las economías de la región podrían revertirse a futuro, con lo que los incrementos de las tasas de inflación observados en los últimos meses podrían transformarse en leves reducciones de la inflación. Sin embargo, los aumentos en la volatilidad cambiaria y las mayores depreciaciones de las monedas de la región —motivadas por un eventual endurecimiento de la restricción externa que enfrenta la región— podrían aminorar las presiones a la baja en la inflación.

## 9. En 2018 la calidad del empleo se deterioró

En el contexto de una desaceleración del crecimiento económico de la región, alrededor de 2014 se inició una fase de gradual deterioro de las condiciones del mercado laboral de América Latina y el Caribe. A lo largo de los años siguientes, indicadores como la tasa de desocupación abierta, la composición del empleo por categoría de ocupación, la (in)formalidad laboral y la subocupación por hora han mostrado un comportamiento fluctuante, pero generalmente con una tendencia al deterioro, revirtiéndose así parte de los avances en las condiciones laborales alcanzados a partir de mediados de la década de 2000.

Así por ejemplo, entre 2013 y 2017 en la región en su conjunto la proporción de la población en edad de trabajar que se encuentra ocupada (la tasa de ocupación) disminuyó del 58,1% al 57,1%, y la tasa de desocupación urbana aumentó del 7,1% al 9,3%. A su vez, se registró un deterioro en la composición del empleo, ya que en un contexto de bajo crecimiento económico fue escasa la demanda laboral de las empresas privadas y del sector público, lo que limitó a un aumento del 0,6% por año la generación de empleo asalariado en promedio de mejor calidad que la mayoría de otras categorías de ocupación. Dado que este bajo dinamismo resultó claramente insuficiente para satisfacer las necesidades de ingresos de muchos hogares, se expandió el trabajo en otras categorías de ocupación, de peor calidad media, sobre todo el trabajo por cuenta propia. Si bien este concepto comprende una gran variedad de condiciones laborales, específicamente en un contexto de baja generación de empleo asalariado la mayor parte de este tipo de trabajo se caracteriza por sus ingresos bajos y fluctuantes y por condiciones de trabajo precarias. Entre 2013 y 2017 el trabajo por cuenta propia se expandió un 2,8% por año, por lo que en este período no solo disminuyó la tasa de ocupación sino también la calidad del empleo.

En 2018 dejó de incrementarse la tasa de desocupación urbana, manteniéndose en un 9,3%; a ello contribuyó el primer aumento de la tasa de ocupación desde 2012. De todas maneras, este aumento fue muy débil (0,1 punto porcentual) y la generación de los nuevos puestos de trabajo se centró nuevamente en el trabajo por cuenta propia que —con un aumento del 3,0%— aportó el 49% de los nuevos puestos de trabajo, mientras que con una expansión del 1,1%, el empleo asalariado contribuyó solo un 37%<sup>13</sup>. A su vez, la subocupación horaria aumentó en la mayoría de los países de que se dispone información, pasando de un promedio simple del 8,7% en 2017 a uno del

<sup>13</sup> Véase una revisión de la evolución de los mercados laborales de América Latina y el Caribe en 2018 en CEPAL y OIT (2019).

9,1% en 2018<sup>14</sup>. En el promedio de los países de los que se cuenta con información, la informalidad laboral aumentó 0,25 puntos porcentuales. Por último, en dichos países los salarios reales del empleo registrado aumentaron solo un 1,1%, el menor aumento observado a lo largo de la década, lo que reflejaría el debilitamiento del poder de negociación de los trabajadores en mercados laborales poco dinámicos.

La estabilidad de la tasa de desocupación en el contexto de un crecimiento económico muy modesto (tanto en 2018 como en 2019) podría causar extrañeza. Sin embargo, una mirada histórica y una revisión de las características del mercado laboral latinoamericano explican este fenómeno.

Por ejemplo, se puede observar qué ocurrió con la tasa de desocupación abierta en otro contexto de crisis y de escaso crecimiento económico. La mayor crisis que afectó a la región durante las últimas décadas, a saber la crisis de la deuda de inicios de los años ochenta, generó en un principio un importante incremento de la tasa de desocupación a nivel regional, de aproximadamente 2 puntos porcentuales. A mediados de la década hubo cierto repunte del crecimiento económico, pero a fines de ese período el crecimiento volvió a enfriarse marcadamente. Aun así, y a pesar de que la década en su conjunto registró el crecimiento económico más bajo de la posguerra (un 1,7% anual), a fines de la década de 1980 la tasa de desocupación urbana se ubicaba levemente por debajo del nivel observado en 1980. Al mismo tiempo, las necesidades de subsistencia de muchos hogares generaron una fuerte expansión del empleo en el sector informal y en pequeñas y microempresas (PREALC, 1991).

El trasfondo de esta evolución de la desocupación es la segmentación del mercado laboral latinoamericano, que se caracteriza por la coexistencia de un segmento determinado por la demanda laboral y cuya evolución se encuentra positivamente correlacionada con el crecimiento económico, así como de un segundo segmento que refleja la necesidad de subsistencia de los hogares de bajos ingresos y suele mostrar un comportamiento contracíclico<sup>a</sup>. En un contexto de baja demanda laboral, las perspectivas de integrarse en el primer segmento se reducen y en vez de esperar que se abra una oportunidad en él, muchas personas pertenecientes a dichos hogares se ven obligadas a autogenerarse ingresos laborales, sobre todo si la fase de bajo dinamismo se mantiene por un período prolongado (como en la "década perdida" de los años ochenta). Estas ocupaciones autogeneradas suelen ser precarias, desprotegidas y habitualmente generan bajos ingresos.

Con esta perspectiva se puede interpretar la evolución reciente del mercado laboral latinoamericano de la siguiente manera<sup>b</sup>:

- El enfriamiento del crecimiento económico en 2013 y 2014 dio lugar a un debilitamiento en la generación de empleo asalariado (1,2% anual, en comparación con un 3,1% anual entre 2010 y 2012). Esto llevó a un quiebre respecto a la tendencia anterior consistente en una tasa de ocupación creciente. Sin embargo, no generó un aumento de la tasa de desocupación, dado que también se revirtió la tendencia de largo plazo de incrementos en la tasa de participación. La causa de este comportamiento procíclico de la oferta laboral probablemente era que después de un período relativamente largo de generación dinámica de empleo y mejoras salariales, muchos hogares contaban con ciertos ahorros. En consecuencia, frente a un deterioro de las perspectivas laborales y, posiblemente con expectativas de que se tratara de una situación transitoria, se habría desarrollado una actitud de retiro del mercado laboral, esperando muchas personas que se concretara una mejora de las condiciones en los mercados de trabajo para así volver a reinsertarse en ellos en un futuro. Además, la expansión previa de las políticas sociales también puede haber contribuido a reducir la presión dirigida a una reinserción laboral inmediata.

### Recuadro I.2

¿Por qué la tasa de desocupación se mantiene estable en un contexto de bajo crecimiento económico?

<sup>14</sup> La subocupación horaria se refiere a ocupados que trabajan menos horas que un mínimo de horas establecido a nivel nacional, que quieren trabajar más horas y que están disponibles para hacerlo.

## Recuadro I.2 (conclusión)

- Sin embargo, en el período 2015-2017 el crecimiento económico se debilitó, habiéndose registrado una contracción del producto regional durante dos años. A raíz de lo anterior, la demanda laboral se redujo aún más, con una generación de empleo asalariado de solo el 0,2% anual. En esta situación se habrían deteriorado las expectativas de una mejora del mercado laboral y se habrían visto reducidas las reservas de dinero de muchos hogares. En consecuencia, se aceleró el ingreso al mercado de trabajo y la tasa de participación volvió a retomar su tendencia creciente, interrumpida en el bienio anterior. Este aumento de la oferta laboral tuvo un doble impacto: primero, dada la debilidad de la creación de empleo, las necesidades de generar ingresos laborales se concentraron aún más en trabajos precarios, como los que representa la mayor parte del trabajo por cuenta propia, con un incremento anual del número de trabajadores en esta categoría del 2,4% (frente a un 2,1% en el bienio anterior). Esta (auto)generación de empleo no pudo compensar la debilidad de la creación de empleo asalariado, y la tasa de ocupación disminuyó considerablemente. En consecuencia, se generó el segundo gran impacto en los mercados laborales, a saber, un pronunciado incremento de la tasa de desocupación.
- Finalmente, en 2018 y a inicios de 2019 se observa una leve aceleración en la creación de empleo asalariado (1,1% en 2018). Esta sigue siendo insuficiente para las necesidades de los hogares y la expansión del trabajo por cuenta propia se acelera aún más (3,0% en 2018). Como resultado de la expansión de ambas categorías de ocupación, ahora se registra un leve aumento de la tasa de ocupación lo que, junto con un incremento continuado de la tasa de participación de similar magnitud, da lugar a un estancamiento de la tasa de desocupación. Sin embargo, la insuficiencia de la generación de empleo de calidad relativamente buena se expresa en varios indicadores, apreciándose un deterioro en la calidad media del empleo regional.

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

<sup>a</sup> Esta presentación del mercado de trabajo latinoamericano en dos segmentos es una simplificación que deja de lado, por ejemplo, las transiciones entre ellos. Sin embargo, resulta útil para entender ciertas dinámicas en este mercado.

<sup>b</sup> Se trata de una visión regional que obviamente no describe adecuadamente la evolución de los mercados laborales en cada uno de los países de la región.

A principios de 2019 el desempeño laboral no muestra mejoras. Mientras que la tasa de desocupación urbana se mantiene estable a nivel regional, varios otros indicadores ponen en evidencia un deterioro respecto a los resultados de 2018, lo que indica una nueva pérdida de calidad del empleo.

A continuación, se presentan las características de la evolución de los mercados laborales de la región a principios de 2019.

## 10. En el primer trimestre de 2019 la tasa de desocupación se mantiene estable en un nivel elevado

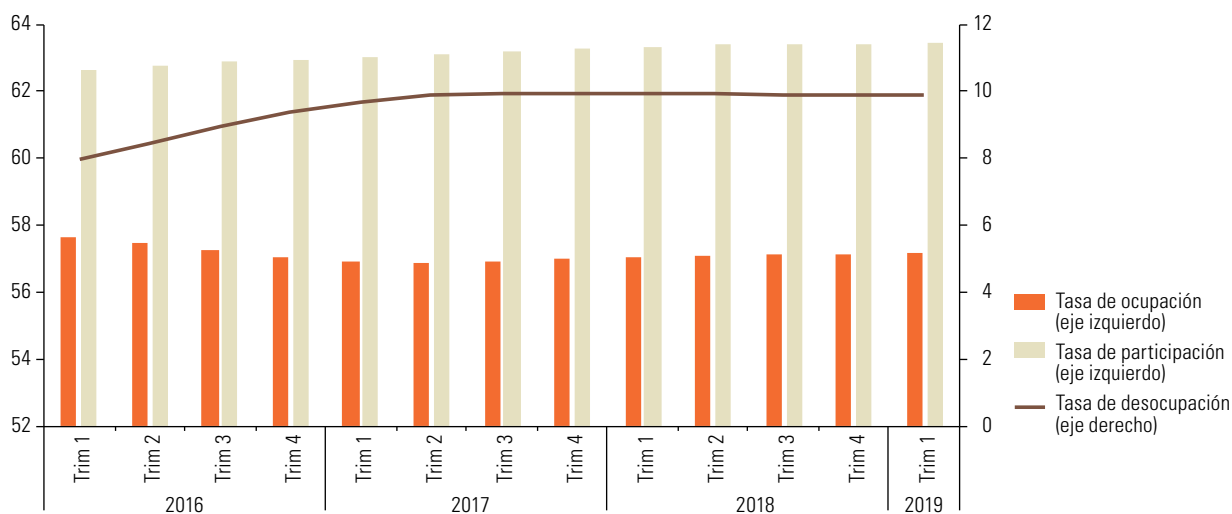
Como muestra el gráfico I.34, para el grupo de países de que se dispone información laboral trimestral, tanto la tasa de participación urbana como la de ocupación aumentaron levemente a inicios de 2019 en comparación con el mismo período de 2018, en una tendencia similar a las variaciones correspondientes a 2018. En consecuencia, en la comparación con el primer trimestre de 2018 también la tasa de desocupación urbana

se mantuvo estable, en un nivel alto cercano a los dos dígitos. Esta estabilidad a nivel regional es el resultado de un desempeño heterogéneo entre los países, ya que de los 12 países a que se refiere el gráfico, en 5 de ellos la tasa de desocupación aumentó entre el primer trimestre de 2018 y el mismo período de 2019 (Argentina, Colombia, Costa Rica, México y la República Dominicana) y en otros cinco cayó (Brasil, Ecuador, Jamaica, Paraguay y Perú), mientras que en Chile y en el Uruguay se mantuvo estable (cambió hasta una décima de un punto porcentual) (véase el cuadro A.22 en el anexo).

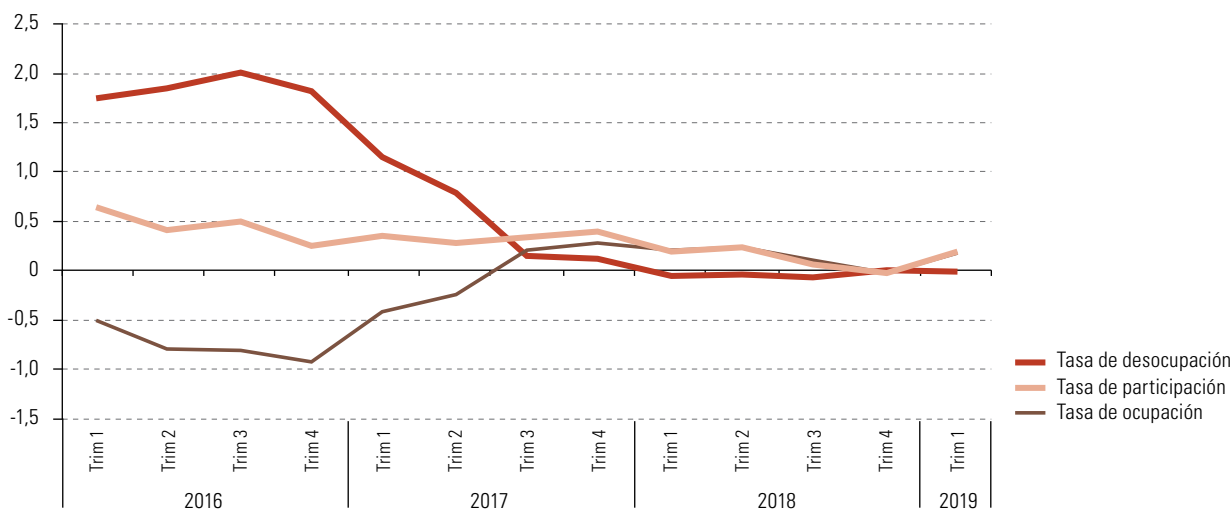
### Gráfico I.34

América Latina y el Caribe (12 países<sup>a</sup>): tasas de ocupación, participación y desempleo y su variación interanual, primer trimestre de 2016 a primer trimestre de 2019  
(En porcentajes y puntos porcentuales)

#### A. Promedio móvil de cuatro trimestres



#### B. Tasa de variación interanual



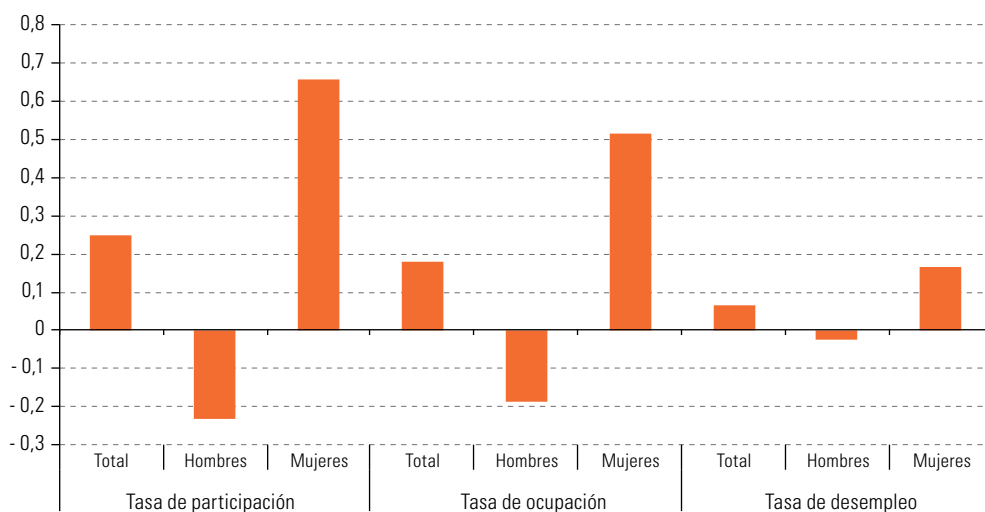
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Los 12 países a que se refiere este gráfico son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Jamaica, México, el Paraguay, el Perú, la República Dominicana y el Uruguay.

## 11. Aumenta la brecha de la tasa de desocupación entre hombres y mujeres

Como se aprecia en el gráfico I.35, a nivel nacional los cambios fueron similares a los observados en los datos urbanos, con variaciones levemente mayores de las tasas de participación y de ocupación y una tasa de desocupación estable. Sin embargo, al examinar el desempeño laboral de hombres y mujeres se observan marcadas diferencias, ya que ambas tasas cayeron para los hombres y aumentaron para las mujeres. Se mantuvo así la tendencia de largo plazo de una reducción gradual de las brechas de género en ambas tasas, aunque estas siguen siendo considerables. Cabe señalar que esta mayor inserción de las mujeres en el mundo del trabajo remunerado se produce en un contexto en que los trabajos emergentes son mayoritariamente de mala calidad, como se verá a continuación.

**Gráfico I.35**  
América Latina y el Caribe (12 países):  
variación interanual de las tasas de participación, ocupación y desempleo a nivel nacional, por sexo, promedio ponderado, primer trimestre de 2019  
(En puntos porcentuales)



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

Por su parte, en el caso de las mujeres la tasa de participación aumentó más que la de ocupación, lo que dio lugar a un aumento de la tasa de desocupación femenina. Por el contrario, en el caso de los hombres, las caídas de las tasas de participación y de ocupación fueron de magnitud similar, por lo que la tasa de desocupación de los hombres se mantuvo estable. En consecuencia, la brecha de la tasa de desocupación por sexo que en 2018 a nivel urbano alcanzaba los 2,6 puntos porcentuales (con una tasa del 10,7% para las mujeres y del 8,1% para los hombres) tiende a ampliarse aún más.

## 12. Nuevamente se deteriora la calidad del empleo

Por séptimo año consecutivo la debilidad de la demanda laboral dio lugar a una expansión del trabajo por cuenta propia (3,8%) mayor que la del empleo asalariado (1,4%) durante el primer trimestre de 2019 (promedio ponderado). Esto indica un deterioro de la calidad del empleo medio dado que esta calidad —en términos de protección social, remuneraciones y condiciones de trabajo— en promedio suele ser mejor para el empleo asalariado que para el trabajo por cuenta propia. La mayor expansión del trabajo por cuenta propia ha sido un fenómeno bastante generalizado entre los países de los que se dispone de información, habiéndose constatado en la Argentina, el Brasil, Chile, Costa Rica, el Ecuador, México y el Perú, pero no en Colombia, el Paraguay y la República Dominicana.

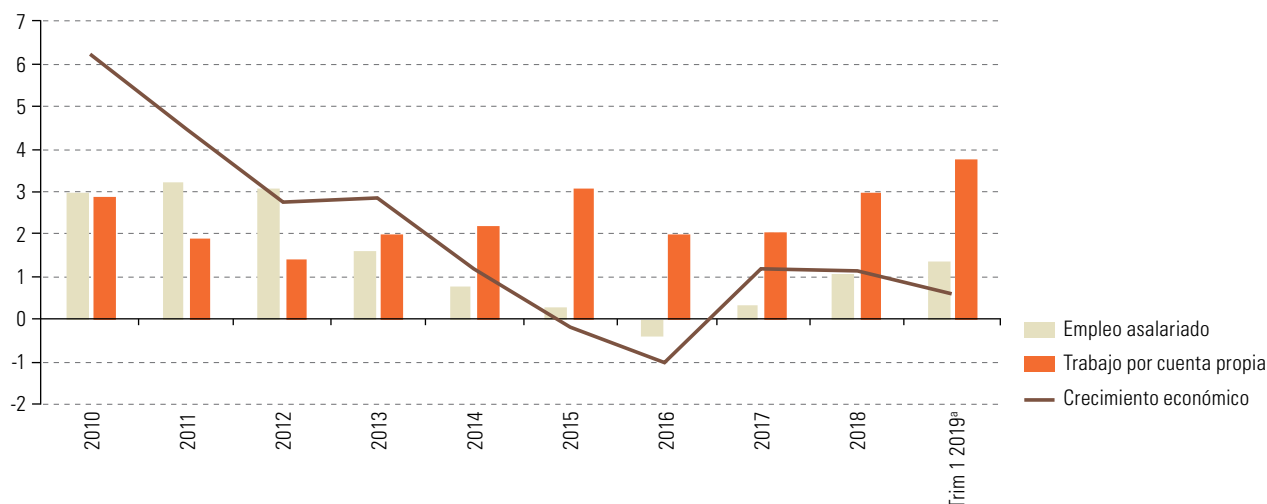
Cabe señalar que a lo largo de estos siete años solo en los dos años en que se produjo una contracción del producto regional (2015 y 2016) la diferencia entre ambas

tasas fue mayor a la correspondiente a principios de 2019, lo que pone de manifiesto la profundidad de la brecha entre las necesidades de los hogares y la disponibilidad de puestos de trabajo de adecuada calidad, aunque esta no se exprese en un aumento de la tasa de desocupación abierta (véase el gráfico I.36).

### Gráfico I.36

América Latina (10 países): crecimiento económico y crecimiento interanual del empleo, por categoría de ocupación, 2010 a primer trimestre de 2019

(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> La tasa de crecimiento económico se refiere a la proyección para el año en su conjunto.

Otro indicador de un deterioro de la calidad, relacionado con el anterior, es la informalidad laboral<sup>15</sup>. Comparando el primero trimestre de 2019 con el mismo período del año anterior, la informalidad laboral aumentó en siete de diez países con información disponible (Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay), mientras que solo disminuyó en la República Dominicana y se mantuvo estable (variación hasta un décimo punto porcentual) en Colombia y México. En la mediana de esos países, en el primer trimestre de 2019 el aumento de la tasa de informalidad fue de 0,35 puntos porcentuales.

El incremento de la informalidad puede deberse a la expansión del sector informal —relacionada, en buena parte, con el incremento del número de trabajadores por cuenta propia—, pero también a la precarización del empleo asalariado. Por ejemplo, en el Brasil el empleo asalariado privado formal —que se había contraído en el promedio de 2018 en 385.000 puestos de trabajo respecto al promedio de 2017— mostró cierto repunte interanual a principios de 2019, y entre el primer trimestre de 2018 y el mismo trimestre de 2019 el número de asalariados formales del sector privado aumentó en 81.000. Sin embargo, la expansión del empleo asalariado privado informal fue mucho mayor (467.000 empleos), con lo cual la calidad media de este segmento del empleo siguió deteriorándose. Por ende, es probable que haya persistido un proceso de informalización de empleos formales preexistentes, si bien con menor profundidad que en los años anteriores (véase CEPAL, 2018, págs.75-76).

Además de estos dos procesos (generación de nuevos puestos de trabajo en el sector informal e informalización de los empleos formales), se está observando el

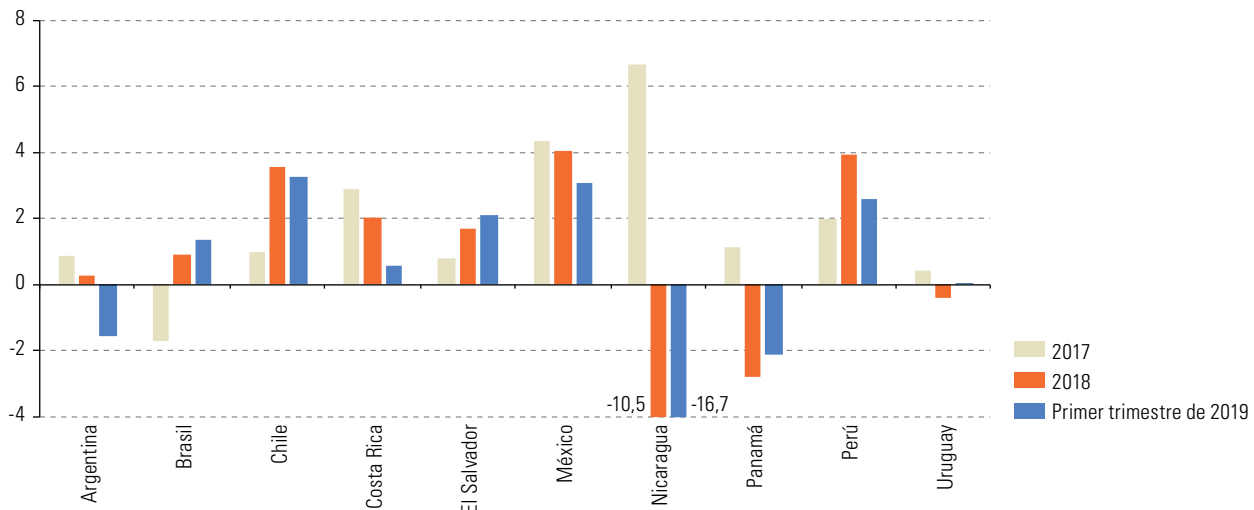
<sup>15</sup> La metodología para la medición de la informalidad varía entre los países, por lo que sus niveles no son comparables. Cabe recordar que la evolución de la (in)formalidad laboral depende tanto de la generación de nuevos empleos (in)formales como de la (in)formalización de empleos existentes.

surgimiento de una nueva informalidad en ocupaciones generalmente intermediadas a través de plataformas digitales que no están adecuadamente reguladas. Este se debe, en parte, a que no está claramente establecido si se trata de trabajo dependiente o independiente (CEPAL/OIT, 2019). Si bien todavía es limitada la magnitud de este tipo de trabajo (sobre todo como empleo principal), se trata de una tendencia emergente que plantea importantes desafíos para la regulación laboral y social.

Junto al aumento de la informalidad se constata que entre los países respecto a los cuales se dispone de datos predomina una desaceleración en el aumento del número absoluto de empleos registrados. Como se observa en el gráfico I.38, en el primer trimestre de 2019 en seis países la tasa de expansión de este empleo de relativamente buena calidad es menor que en el promedio de 2018 (véase el cuadro A.24 en el anexo). Las principales excepciones son el Brasil, El Salvador y el Uruguay, donde se observa una leve aceleración del aumento de estos empleos, si bien en todos esos casos con tasas bajas. Como se indicó anteriormente, por lo menos para el Brasil y el Uruguay esa aceleración se revela insuficiente para contrarrestar la tendencia a una mayor informalidad. En Panamá persiste la contracción del empleo formal, si bien con una tasa algo menor que en 2018. Por el contrario, en Chile, México y el Perú, a pesar de su desaceleración respecto a 2018, el aumento del empleo registrado es relativamente elevado. Finalmente, en la Argentina, en el contexto de una contracción de la actividad económica se revirtió la expansión del empleo registrado, y en Nicaragua el conflicto sociopolítico interno ha afectado sustancialmente a la actividad económica y al empleo registrado, que se contrajo un 10,5% en el promedio de 2018 y un 16,7% en el primer bimestre de 2019, en comparación con el mismo período del año anterior. En la mediana de dichos países, en el primer trimestre de 2019 el empleo registrado aumentó un 1,0%, mientras que el incremento de 2018 fue de un 1,3% (véase el gráfico I.37).

### Gráfico I.37

América Latina (países seleccionados): tasa de variación interanual del empleo registrado, 2017 a primer trimestre de 2019<sup>a</sup> (En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Los datos se refieren a asalariados que cotizan a los sistemas de seguridad social, con la excepción de los datos correspondientes al Brasil, que se refieren a asalariados privados y que las empresas dieron a conocer al Catastro General de Empleados y Desempleados, y a Panamá, que se refieren a los resultados de la Encuesta Económica Trimestral en empresas con cinco o más empleados. Para El Salvador y Nicaragua, los datos de 2019 se refieren al primer bimestre.

En lo referente al subempleo por insuficiencia de horas, a principios de 2019 también se registraba un deterioro bastante generalizado. En efecto, entre los diez países con datos para el primer trimestre, en siete (Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Paraguay y Uruguay) había aumentado este indicador de problemas de calidad del empleo, mientras que se mantenía estable en Chile y México, y solo los datos de Perú (Lima Metropolitana) mostraban una leve mejora (véase el cuadro A.25 en el anexo).



En la mediana de dichos países, el incremento del subempleo por insuficiencia de horas fue de un punto porcentual respecto al primer trimestre de 2018.

### 13. Aspectos estructurales y coyunturales inciden en la generación de empleo por rama de actividad

La generación del empleo por rama de actividad refleja tanto tendencias de largo plazo como el impacto de la coyuntura económica y su expresión en un mercado laboral muy segmentado. Por una parte, desde hace mucho tiempo la gran mayoría de los nuevos empleos surge en el sector terciario, con una menor contribución del secundario y una marcada caída de la proporción del empleo en el sector primario. La región comparte estas grandes tendencias de cambios estructurales con el empleo a nivel mundial y también, específicamente, con los países desarrollados.

Sin embargo, se debe además tener en cuenta las características específicas de los mercados laborales de la región, donde existe un segmento cuya evolución no está estrechamente relacionada con la demanda laboral sino más bien con las necesidades de subsistencia de muchos hogares de bajos ingresos. Por lo tanto, por ejemplo, un cambio estructural hacia una proporción creciente del empleo en el sector terciario no necesariamente es positivo, dado que puede implicar movimientos hacia sectores de baja productividad y de mala calidad del empleo.

Las diferencias entre los sectores económicos respecto a las dinámicas en que se origina la generación de empleo quedan de manifiesto en las variaciones de los coeficientes de correlación entre el crecimiento del empleo a nivel sectorial y el PIB. Las diferencias en los coeficientes de correlación indican el grado en que la generación del empleo en cada sector depende de la dinámica del crecimiento económico y, por lo tanto, de la demanda laboral de las empresas y del sector público. Específicamente, si en una determinada rama de actividad este coeficiente de correlación es bajo (o negativo), se puede deducir que una parte importante de los puestos de trabajo no se crean por dicha demanda sino por las necesidades de los hogares.

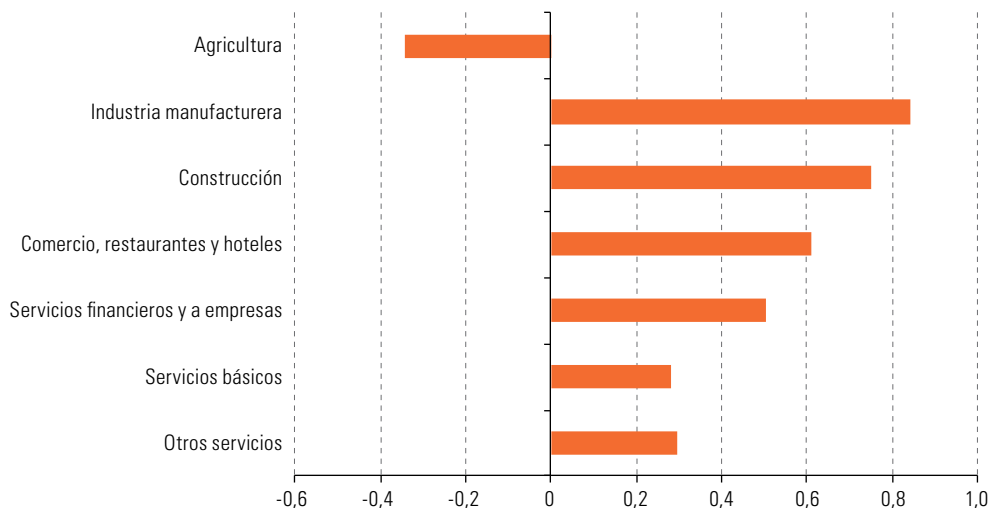
Como se observa en el gráfico I.38 correspondiente al período 1995-2018, esta correlación alcanza sus niveles más altos en la industria manufacturera y en la construcción, lo que indicaría que se trata de las ramas de actividad más vinculadas con la dinámica de la demanda<sup>16</sup>.

El rubro comercio, restaurante y hoteles también muestra una correlación relativamente elevada, lo que en cierta manera es sorprendente, en vista de que un segmento no menor del empleo en el comercio reflejaría más bien las necesidades de subsistencia de hogares de bajos ingresos, debido a las reducidas barreras de entrada a esta actividad. La explicación podría estar, en primer lugar, en que durante dicho período —en el contexto de un dinamismo relativamente elevado del consumo de los hogares— en muchos países de la región se observó una pronunciada expansión del comercio formal (supermercados e hipermercados, centros comerciales y otros formatos), y en segundo lugar, que el empleo en el subsector de restaurantes y hoteles tendría una correlación relativamente alta con la actividad económica. Por otra parte, la correlación es baja en otros rubros del sector terciario, mientras que en la agricultura es incluso negativa, lo que refleja el papel de la economía campesina, de la cual muchos jóvenes suelen salir cuando hay atractivas opciones laborales en otras actividades, pero en la que permanecen o hasta retornan si perciben que no existen esas alternativas.

<sup>16</sup> Cabe señalar que los valores del gráfico no muestran la elasticidad empleo-producto de las diferentes ramas de actividad y, por lo tanto, no reflejan la intensidad laboral del crecimiento económico de cada rama sino el grado en que la generación de empleo de cada rama está relacionada con el crecimiento económico del país. Por ende, se vincula la generación de empleo en cada rama con el crecimiento económico de la economía en su conjunto, no con el aumento del valor agregado de la misma rama de actividad.

**Gráfico I.38**

América Latina y el Caribe: coeficientes de correlación entre crecimiento económico y variación del número de ocupados, por rama de actividad, 1995-2018

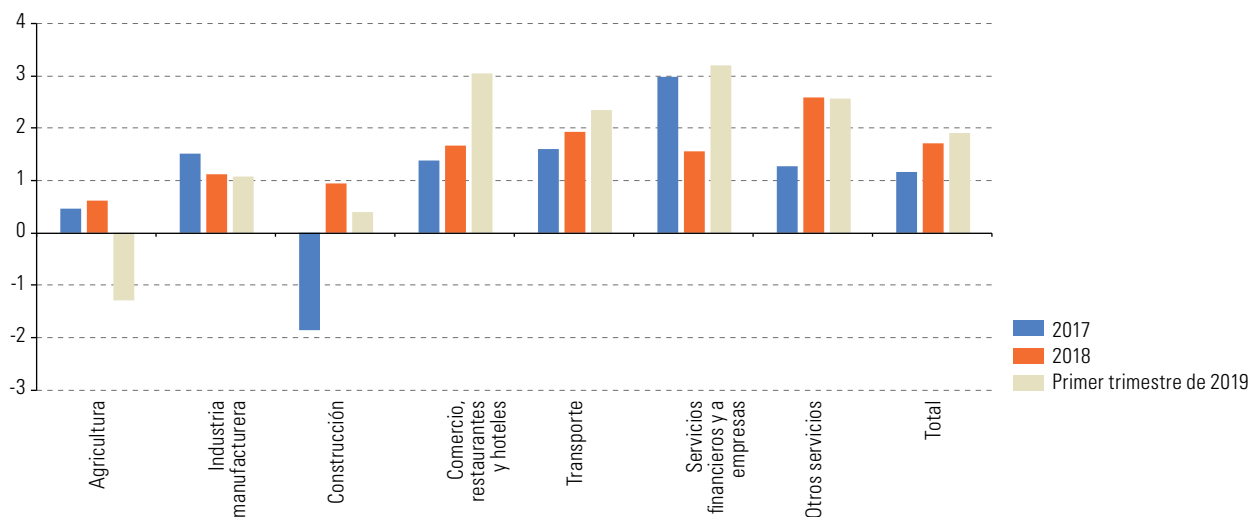


**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.

Como se observa en el gráfico I.39, manteniendo la evolución de largo plazo, en el primer trimestre de 2019 se destaca nuevamente la expansión en el comercio y los servicios. El empleo manufacturero mantuvo una moderada tasa de expansión, como ya se había registrado en 2017 y 2018, principalmente debido al aumento en México, aunque en ese país la tasa de expansión fue menor en dicho trimestre que en los años anteriores. Como reflejo de la debilidad de la demanda interna, la construcción mostró solo un muy leve aumento del empleo en el primer trimestre de 2019. Cabe señalar que el empleo en este rubro se contrajo respecto al mismo período del año anterior, tanto en el Brasil como en México, lo que fue compensado por la expansión en otros países, entre los cuales destaca Colombia. Finalmente, el empleo agropecuario se contrajo en la mayoría de los países (entre ellos Colombia, Chile, México y Perú) y se mantuvo estable en Brasil, por lo que a nivel regional se produjo una caída.

**Gráfico I.39**

América Latina (11 países<sup>a</sup>): variación interanual del empleo por rama de actividad, 2017 a primer trimestre de 2019 (En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Los 11 países a que se refiere este gráfico son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Jamaica, México, el Paraguay, el Perú y la República Dominicana.

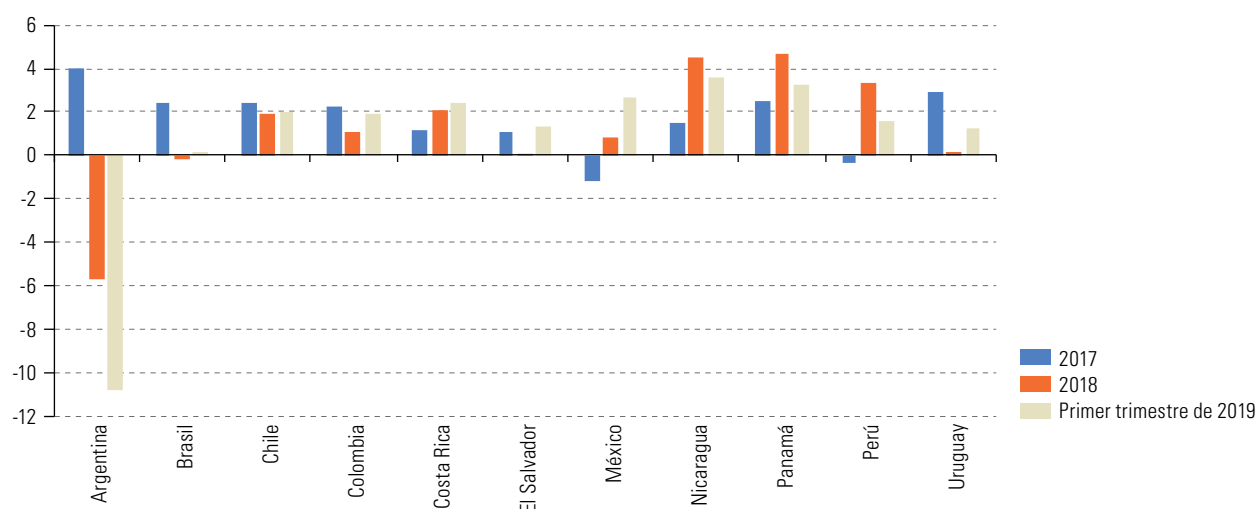
## 14. A nivel regional, los salarios no contribuyen a fortalecer el poder adquisitivo de los hogares

La evolución de los salarios medios reales del empleo registrado fue mixta durante el primer trimestre de 2019 (véase en el gráfico I.40 y el cuadro A.26 en el anexo). En un extremo se ubica la Argentina, donde el fuerte aumento de la inflación no pudo ser compensado por los incrementos del salario nominal<sup>17</sup>. Comparando la variación interanual del primer trimestre de 2019 con la del mismo período de 2018, en el Brasil, Chile, el Perú y el Uruguay una leve aceleración de la inflación dio lugar a menores incrementos de los salarios reales medios. En Panamá, a raíz de los menores incrementos de los salarios nominales, los salarios en términos reales aumentaron menos, pese a la deflación del primer trimestre de 2019. En contraste, en Colombia, Costa Rica, El Salvador y México la menor inflación fortaleció el poder de compra de los salarios. En Colombia y México los salarios reales se vieron favorecidos además por aumentos nominales que excedieron a los del período anterior.

**Gráfico I.40**

América Latina (países seleccionados): variación interanual del salario promedio real del empleo registrado, 2017 a primer trimestre de 2019

(En porcentajes)



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

En la mediana de los países respecto a los cuales se dispone de información, los salarios reales del empleo registrado aumentaron un 1,9% entre el primer trimestre de 2018 y el mismo período de 2019. Sin embargo, que si bien la mayoría de los países registran un leve aumento de los salarios reales del empleo registrado, el escenario es menos favorable si se ponderan las variaciones de los salarios reales de cada país por el tamaño de su fuerza laboral urbana. En efecto, debido al retroceso de los salarios reales en la Argentina y su estancamiento en el Brasil, a nivel regional la evolución de estos salarios es mucho menos positiva que en la mediana, ya que solo se han incrementado un 0,2%. Además, en vista del deterioro de la composición del empleo —donde crece la proporción de trabajo de baja remuneración— el promedio de los ingresos laborales

<sup>17</sup> Otro país donde una elevada inflación ejerce una fuerte presión sobre los salarios reales es la República Bolivariana de Venezuela. Cabe señalar que en 2014 las autoridades dejaron de publicar información sobre la evolución de los salarios medios. De todas maneras, en 2018 y a inicios de 2019 el pronunciado incremento de la inflación incidió en una caída del salario mínimo real. Específicamente, en el primer trimestre de 2019 el valor real del salario mínimo se ubicó un 40% por debajo de su valor del mismo período de 2018.

en su conjunto (no solo los salarios del empleo registrado) tendría un desempeño aún peor. Por ejemplo, en marzo de 2019, en la Argentina el salario medio del empleo registrado (público y privado) descendió un 10,5% en términos reales. Sin embargo, en el sector privado no registrado este descenso fue del 14,3%, y para el conjunto de los salarios se produjo una reducción del 11,2%. Estos elementos contribuirían a explicar la debilidad del consumo de los hogares a nivel regional.

En 2018 prevalecieron políticas orientadas a atenuar los incrementos de los salarios mínimos y en la mediana de los 21 países de los que se cuenta con información estos se elevaron en un 0,8% en términos reales, lo que representa la menor tasa de la década. Muchos países suelen ajustar su salario mínimo a inicio del año, de manera que se puede observar si ha habido un cambio de política respecto a la aplicada en el año anterior. Para el primer trimestre de 2019, la mediana de los aumentos reales de los salarios mínimos era del 1,4%. Ello permite constatar que esta política se ha mantenido como preponderante, igual que en 2018, pero, contrariamente a lo observado entre 2005 y 2017, los incrementos reales de los salarios mínimos se ubicaron, en términos generales, por debajo de los aumentos reales de los salarios medios del empleo registrado.

## 15. Las perspectivas laborales para la segunda mitad de 2019 son poco promisorias

A inicios de 2019 los indicadores laborales regionales reflejaban una actividad económica poco dinámica. La primera excepción relativa es la tasa de desocupación abierta, que se mantuvo estable entre 2017 y 2018 y que en el primer trimestre de 2019 se ubicaba en el mismo nivel que a inicios de 2018. Sin embargo, cabe recordar que la tasa de desocupación urbana abierta del 9,3% que se registró en 2017 y 2018 —y en torno de la cual probablemente se ubique también en el promedio de 2019— es la más elevada desde 2005, por lo que esta estabilidad en sí no supone una buena situación en el mercado laboral. La segunda excepción relativa son los salarios medios reales del empleo registrado que, en la mediana de los países de los que se cuenta con información, muestran un moderado incremento. Sin embargo, si se toma en cuenta el peso diferenciado de los países en el empleo y el producto regional y se analiza el promedio ponderado de las variaciones de los salarios, este se mantiene prácticamente sin cambios.

Las otras variables revisadas (composición del empleo por categoría de ocupación, informalidad, empleo registrado, subempleo) muestran indicios de que en los países de la región prevalecen escenarios de un deterioro de las condiciones del mercado laboral. En vista de las proyecciones para la evolución de la actividad económica para la segunda mitad de 2019, no es de esperarse una mejora significativa en los indicadores del mercado laboral. Específicamente, se mantendrían las tendencias de una concentración de los nuevos puestos de trabajo en ocupaciones precarias, sobre todo como trabajo por cuenta propia, y de la informalización laboral, lo que representaría un nuevo deterioro de la calidad media del empleo.

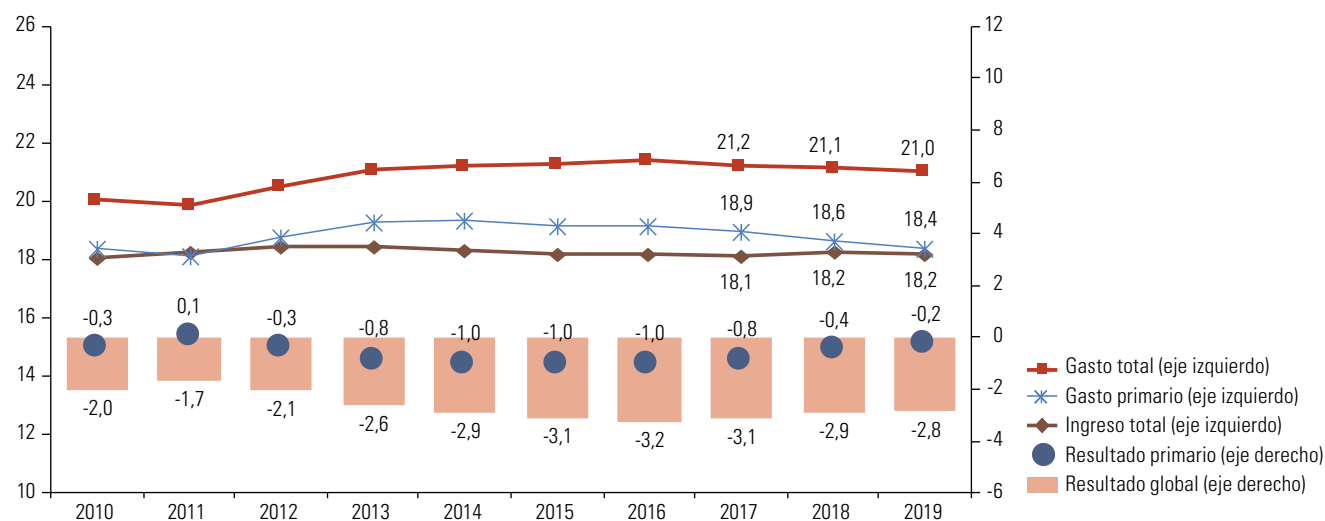
## E. Las políticas macroeconómicas

### 1. La consolidación fiscal sigue siendo el objetivo de la política fiscal de América Latina en 2019

Tal y como se aprecia en los presupuestos de 2019 de los Gobiernos de la región, los esfuerzos dirigidos a la consolidación fiscal continuarán durante el presente año. En el gráfico I.41 se observa que el déficit primario de América Latina —como medida del esfuerzo fiscal de corto plazo para controlar la trayectoria de la deuda pública— alcanzaría el 0,2% del PIB en 2019, frente al 0,4% del PIB registrado en 2018. Esta mejora es consecuencia de un recorte previsto en el gasto primario, que bajaría del 18,6% del PIB en 2018 al 18,4% del PIB en 2019. Por su parte, los ingresos públicos se mantendrían en su nivel de 2018 (18,2% del PIB). No obstante, existe el riesgo de que los ingresos reales sean menores, dado que las proyecciones macroeconómicas con las que fueron elaborados a fines de 2018 se basaban en escenarios más favorables del nivel de actividad y precios de los recursos naturales no renovables para 2019 que los actuales; en este contexto, una reducción de los ingresos fiscales podría traducirse o bien en un ajuste mayor del gasto público durante el año para alcanzar el resultado fiscal proyectado para 2019 o bien en un mayor déficit.

**Gráfico I.41**

América Latina (16 países)<sup>a</sup>: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2010-2019<sup>b</sup>  
(En porcentajes del PIB)



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

**Nota:** Promedios simples. En los casos de la Argentina, México y el Perú las cifras corresponden a la administración pública nacional, al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

<sup>b</sup> Las cifras de 2010 a 2018 corresponden a valores observados, y las de 2019 constituyen estimaciones oficiales o proyecciones derivadas de los presupuestos de 2019.

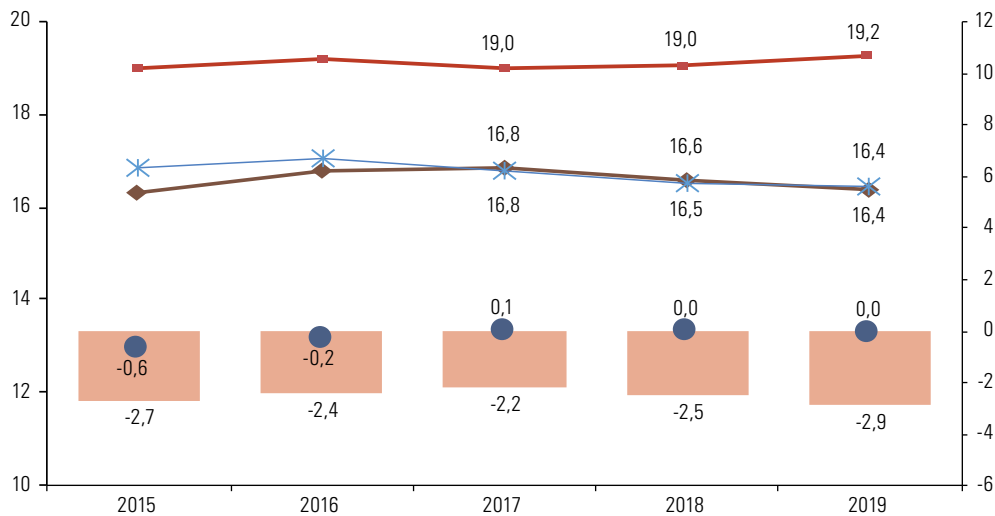
De acuerdo con las proyecciones oficiales, se prevé que las distintas situaciones fiscales observadas en 2018 en las subregiones de América Latina continúen en 2019. Como se puede apreciar en el gráfico I.42, el resultado primario promedio de los países de Centroamérica, México y la República Dominicana mantendría el equilibrio como resultado de un recorte del gasto primario, que supondría un 16,4% del PIB en 2019 frente al 16,5% del PIB en 2018. Este ajuste compensaría la reducción de los ingresos

totales, que pasarían de representar el 16,6% del PIB en 2018 al 16,4% del PIB en 2019. Es importante destacar que el promedio del balance primario subregional para 2019 hace difícil apreciar los distintos resultados entre los países: desde un déficit del 3,4% del PIB en Costa Rica hasta superávits de un punto porcentual del PIB o más en El Salvador, Honduras, México y la República Dominicana. Por su parte, el alza esperada en los gastos totales producto de un incremento en los pagos de intereses y en el gasto corriente primario impulsaría el déficit global, que alcanzaría el 2,9% del PIB en 2019 desde el 2,5% del PIB de 2018.

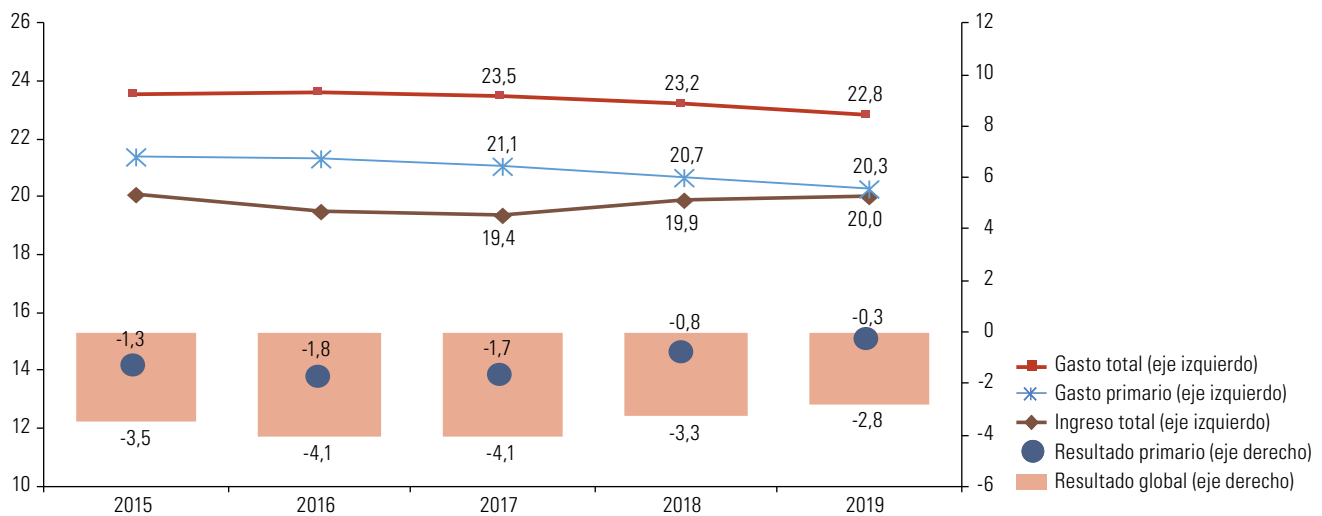
### Gráfico I.42

América Latina: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, por subregión, 2015-2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes del PIB)

#### A. Centroamérica<sup>b</sup>, México y República Dominicana



#### B. América del Sur (8 países)<sup>c</sup>



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

Nota: Promedios simples. En los casos de la Argentina, México y el Perú las cifras corresponden a la administración pública nacional, al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 constituyen estimaciones oficiales o proyecciones derivadas de los presupuestos de 2019.

<sup>b</sup> Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

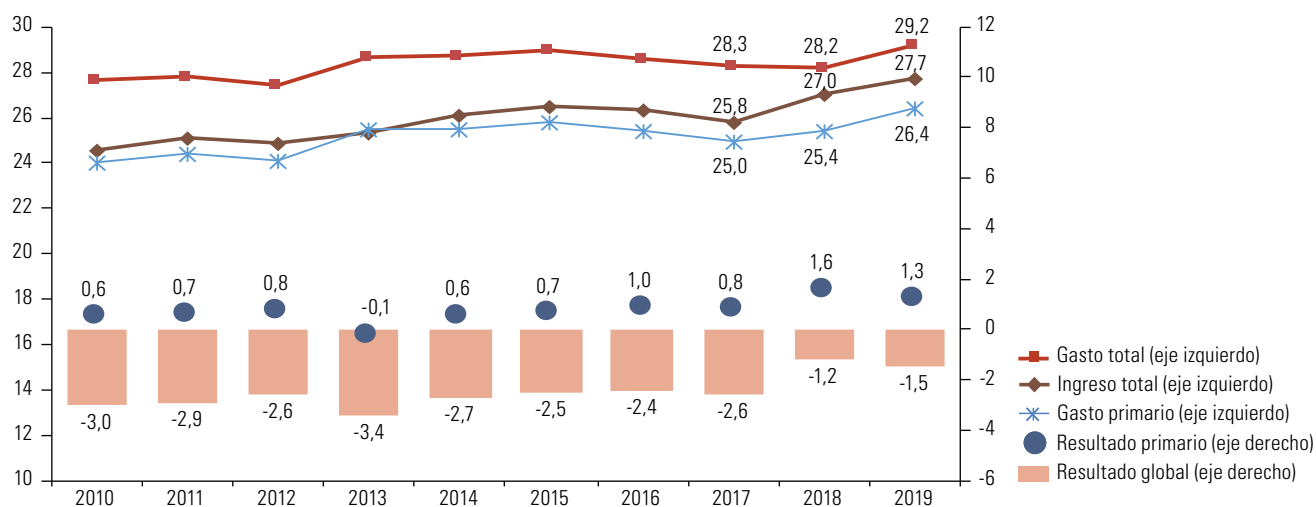
<sup>c</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

En América del Sur el ajuste fiscal continuará en 2019, como parte de los esfuerzos dirigidos a la contención del gasto público. Se prevé que el déficit primario baje al 0,3% del PIB en 2019 en comparación con el 0,8% del PIB de 2018. Esta mejora responde a un recorte en el gasto primario (del 20,7% del PIB en 2018 al 20,3% del PIB en 2019) proyectado en los presupuestos de los Gobiernos de la subregión, continuando con la tendencia a la baja registrada en los últimos años. Por otra parte, se espera un ligero aumento de los ingresos públicos —que alcanzarían el 20,0% del PIB frente al 19,9% del PIB en 2018— debido principalmente a ingresos extraordinarios en algunos países. En contraste con los países de Centroamérica, México y la República Dominicana, la reducción prevista en los gastos totales de América del Sur conllevaría una mejora del balance global, que pasaría del -3,3% del PIB en 2018 al -2,8% del PIB en 2019.

A diferencia de la situación fiscal de América Latina, en el Caribe se prevé una aceleración del gasto primario en 2019, dado que los ingresos públicos han abierto espacio fiscal para políticas más activas (véase el gráfico I.43). Se espera que los ingresos totales continúen aumentando, pasando del 27,0% del PIB en 2018 al 27,7% del PIB en 2019. Los gastos primarios incrementarían al 26,4% del PIB en 2019 tras haber representado el 25,4% del PIB en 2018. El resultado primario en 2019 se mantendría superavitario (1,3% del PIB), aunque en un nivel inferior al valor registrado en 2018 (1,6% del PIB).

### Gráfico I.43

El Caribe (12 países)<sup>a</sup>: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2010-2019<sup>b</sup>  
(En porcentajes del PIB)



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

**Nota:** Promedios simples.

<sup>a</sup> Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

<sup>b</sup> Las cifras de 2019 constituyen estimaciones oficiales o proyecciones derivadas de los presupuestos de 2019.

Resulta importante destacar que la actual situación macrofiscal de la región da lugar a la necesidad de fortalecer la política fiscal como instrumento macroeconómico. En los últimos años, el estancamiento de los ingresos, sumado a mayores necesidades de gasto, ha conllevado un aumento de la relación entre la deuda pública y el PIB para la mayoría de los países de la región. Este mayor endeudamiento se ha traducido en un creciente pago de intereses de la deuda, y esto ha requerido un proceso de

consolidación fiscal para ajustar el gasto público a fin de generar un mayor espacio presupuestario para el pago de intereses de deuda. Dicha evolución dificulta la posibilidad de llevar a cabo una política contracíclica en el actual momento de desaceleración del nivel de la actividad económica. Esta política fiscal limita la capacidad de impulsar el crecimiento, lo que se ve exacerbado por la caída del gasto de capital.

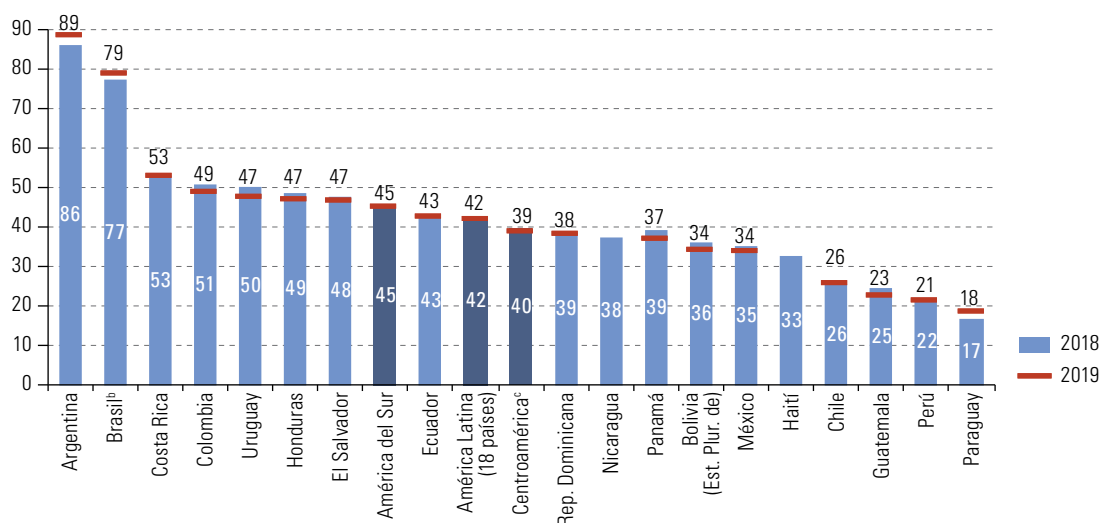
## 2. La deuda pública bruta presentó un comportamiento heterogéneo en el primer trimestre de 2019

La deuda pública bruta de los gobiernos centrales de América Latina alcanzó un 41,9% del PIB en promedio durante el primer trimestre de 2019, una disminución de 0,6 puntos porcentuales del PIB con respecto al cierre de 2018. No obstante, cabe precisar que la situación de la deuda pública bruta de la región es heterogénea, ya que se observa una leve mejora en 11 de los 16 países con información en 2019. La disminución preliminar de los niveles de endeudamiento de este grupo de países durante el primer trimestre de 2019 viene dada principalmente por un resultado primario a la baja. Esto se suma a tasas de crecimiento que, pese a estar disminuyendo, siguen siendo positivas, lo que permite mantener aún un diferencial de tasas de interés ( $r$ ) y de crecimiento real ( $n$ ) negativo ( $r-n$ ). Sin embargo, en algunos países estas condiciones son preliminares y podrían cambiar durante el transcurso del año.

De los 18 países informados, 16 cuentan con cifras correspondientes al primer trimestre de 2019 (véase el gráfico I.44). La Argentina es el país con mayor nivel de endeudamiento público bruto de la región (88,5% del PIB), seguido por el Brasil (78,7% del PIB) y Costa Rica (52,9% del PIB). En el otro extremo se encuentra el Paraguay con el menor nivel de endeudamiento público bruto de la región (18,4% del PIB), seguido por el Perú (21,3% del PIB).

### Gráfico I.44

América Latina (18 países): deuda pública bruta del gobierno central, 2018-2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes del PIB)



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

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 corresponden a fines de marzo. Las cifras de 2018 corresponden al cierre de 2018, excepto en el caso de Haití (fines de abril de 2018). El promedio de 2019 de América Latina se calculó a partir del último dato disponible de los 18 países con información.

<sup>b</sup> En el caso del Brasil se trata de la cobertura del gobierno general.

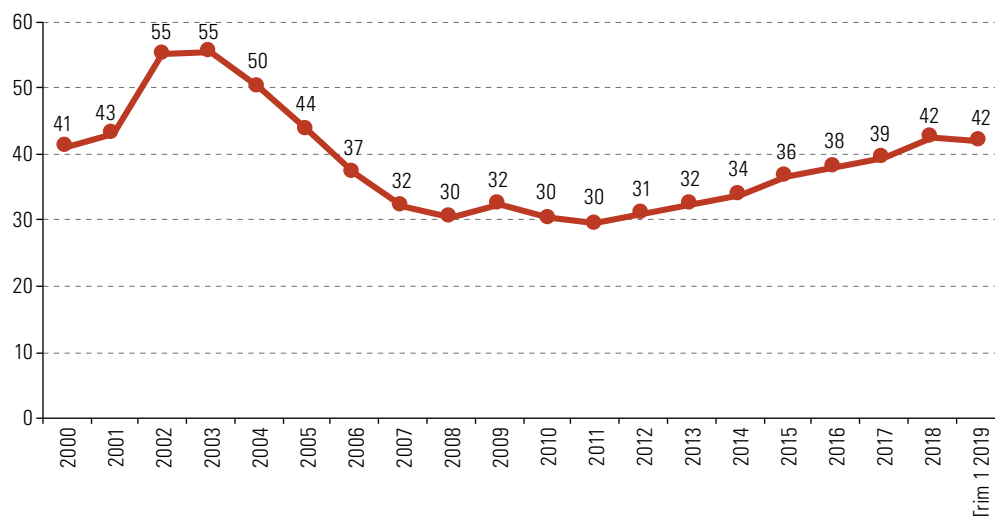
<sup>c</sup> El dato de Centroamérica incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.



En el caso de la Argentina, se ha de considerar que la relación entre la deuda pública y el PIB aumentó entre el cierre de 2018 y marzo de 2019 (de un 86% del PIB a un 88,5% del PIB), a pesar de la disminución del nivel de endeudamiento en términos nominales, que pasó de 332.192 millones de dólares a 324.898 millones de dólares en el mismo período. El principal factor explicativo del aumento de esta relación es la evolución del tipo de cambio, dado que una alta proporción de la deuda pública del país (cerca del 78%) se encuentra denominada en moneda extranjera, lo que confiere una volatilidad continua a las cifras de deuda pública publicadas cada trimestre.

A nivel subregional, en América del Sur la deuda pública disminuyó 0,2 puntos porcentuales del PIB entre el cierre de 2018 y finales de marzo de 2019, alcanzando en promedio un 45,1% del PIB. Los países que presentaron las mayores disminuciones fueron el Uruguay (2,8 puntos) y el Estado Plurinacional de Bolivia (1,9 puntos). En Centroamérica el nivel de endeudamiento disminuyó 1 punto porcentual, alcanzando un promedio del 38,7% del PIB: Panamá presentó la mayor caída, de 2,5 puntos porcentuales del PIB, seguido de Guatemala, con una caída de 2,0 puntos.

Si se observa la evolución de la deuda pública bruta de América Latina (véase el gráfico I.45), se puede observar que a partir de 2011 los niveles de endeudamiento han seguido una tendencia alcista, con un incremento de alrededor de 12 puntos porcentuales del PIB entre 2011 y 2018. Al primer trimestre de 2019 parecería que la trayectoria de la deuda muestra un grado preliminar de estabilización. Sin embargo, aún es pronto para establecer un comportamiento claro de la deuda pública durante 2019.



**Gráfico I.45**  
América Latina:  
evolución de la deuda  
pública bruta, 2000-2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes del PIB)

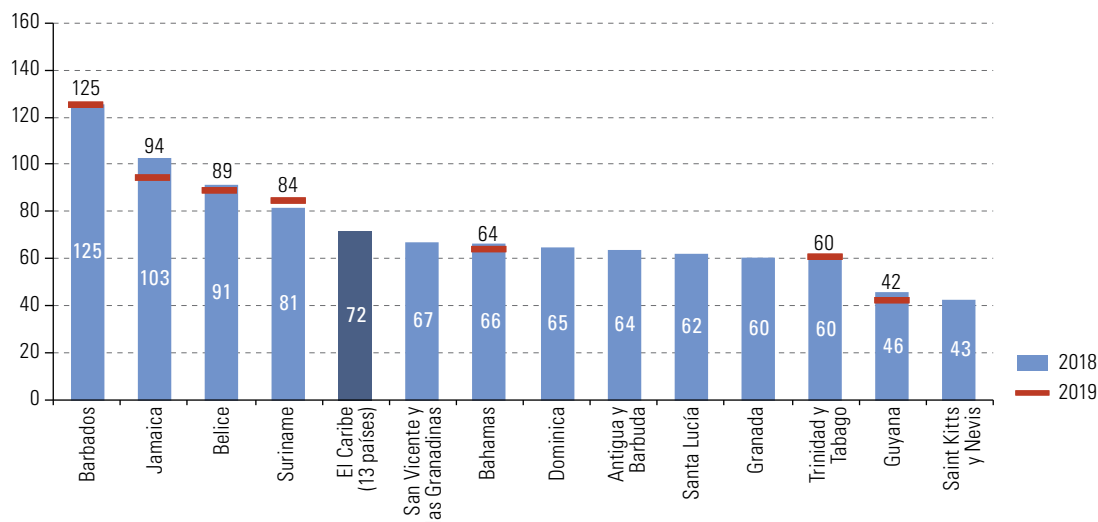
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 corresponden al mes de marzo.

A partir de las observaciones publicadas en siete países del Caribe sobre la deuda pública bruta del gobierno central, puede observarse que en promedio esta disminuye en la región. A nivel nacional, Barbados sigue siendo el país con mayor nivel de endeudamiento público a marzo de 2019 (124,7% del PIB), seguido por Jamaica (93,8% del PIB), país que ha reducido su deuda casi 9 puntos porcentuales del PIB desde el cierre de 2018. El país caribeño con la menor deuda pública en 2019 es Guyana (41,7% del PIB). Al cierre de 2018, el nivel promedio de la deuda pública bruta de los países del Caribe se ubicó en un 71,8% del PIB, lo que representó una disminución de 2,6 puntos porcentuales del PIB respecto al cierre de 2017.

**Gráfico I.46**El Caribe (13 países): deuda pública bruta del gobierno central, 2018-2019<sup>a</sup>

(En porcentajes del PIB)



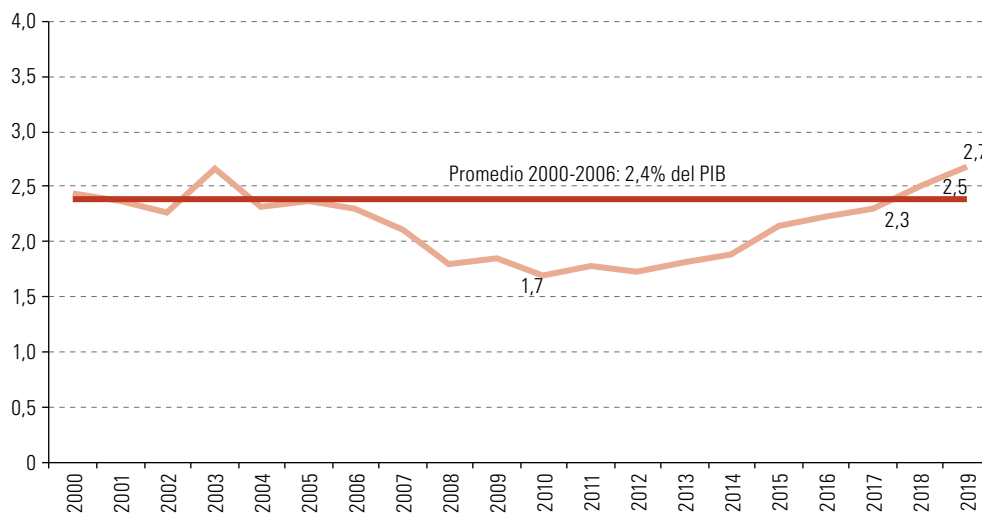
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Las cifras de 2018 corresponden al cierre de dicho año y las de 2019 corresponden al mes de marzo.

Se prevé que el costo de la deuda seguirá en aumento en la mayoría de los países de la región: en 2019 se proyecta que alcance en promedio un 2,7% del PIB. Como se observa en el gráfico I.47, los niveles del pago de intereses de los gobiernos centrales han venido creciendo continuamente desde 2013 hasta sobrepasar en 2018 el promedio registrado entre los años 2000 y 2006.

**Gráfico I.47**América Latina: evolución del pago de intereses de la deuda pública del gobierno central, 2000-2019<sup>a</sup>

(En porcentajes del PIB)



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

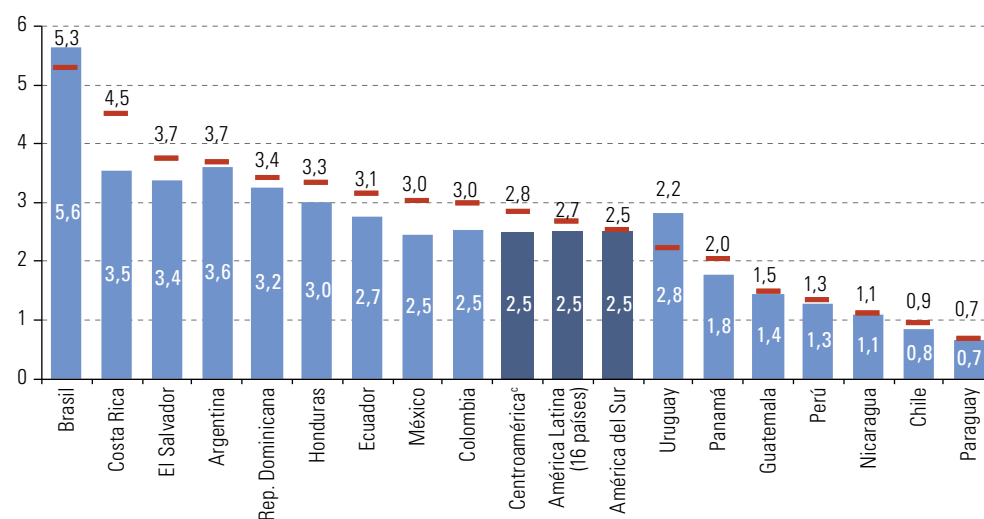
<sup>a</sup> Las cifras de 2019 son preliminares y se basan en estimaciones a partir de los presupuestos oficiales.

A nivel subregional, se prevé que en América del Sur el pago de intereses representará un 2,5% del PIB en 2019, por lo que se mantiene casi sin cambios con respecto a 2018. En Centroamérica se espera un alza del costo de la deuda de 0,3 puntos porcentuales del PIB, hasta un promedio del 2,8% del PIB. Este incremento se inscribe dentro de la tendencia al alza observada desde 2018, por lo que el costo de la deuda está creciendo a una mayor tasa que en años anteriores. Esto se ve reflejado principalmente en el aumento del pago de intereses que se espera durante el año en países como Costa Rica, cuyo costo de la deuda experimenta una subida de un punto porcentual del PIB (véase el gráfico I.48).

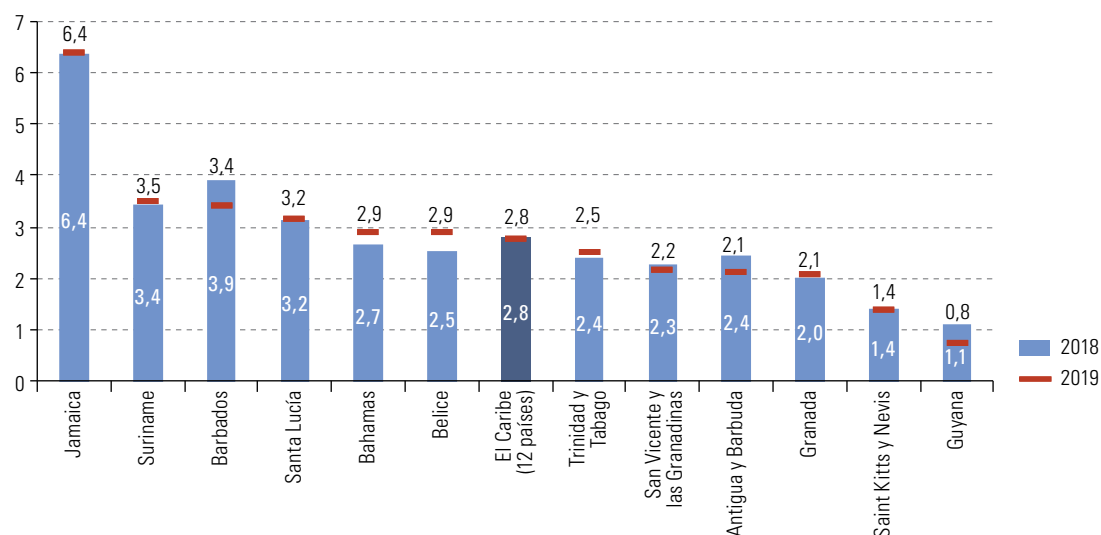
### Gráfico I.48

América Latina y el Caribe: pago de intereses de la deuda pública bruta del gobierno central<sup>a</sup>, 2018-2019<sup>b</sup>  
(En porcentajes del PIB)

#### A. América Latina (16 países)



#### B. El Caribe (12 países)



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

<sup>a</sup> En el caso del Perú se trata de la cobertura de gobierno general; en México, del sector público federal, y en Barbados, del sector público no financiero.

<sup>b</sup> Las cifras de 2019 son preliminares y se basan en estimaciones a partir de presupuestos oficiales.

<sup>c</sup> Incluye a México y la República Dominicana.

A nivel nacional, se prevé que durante 2019 el Brasil siga siendo el país con mayor costo de la deuda en la región (un 5,3% del PIB, lo que representaría una disminución respecto a 2018), seguido de Costa Rica y El Salvador, donde el costo de la deuda representa un 4,5% y un 3,7% del PIB, respectivamente. En el otro extremo, con niveles de pago de intereses por debajo del 1% del PIB, se encuentran Chile y el Paraguay.

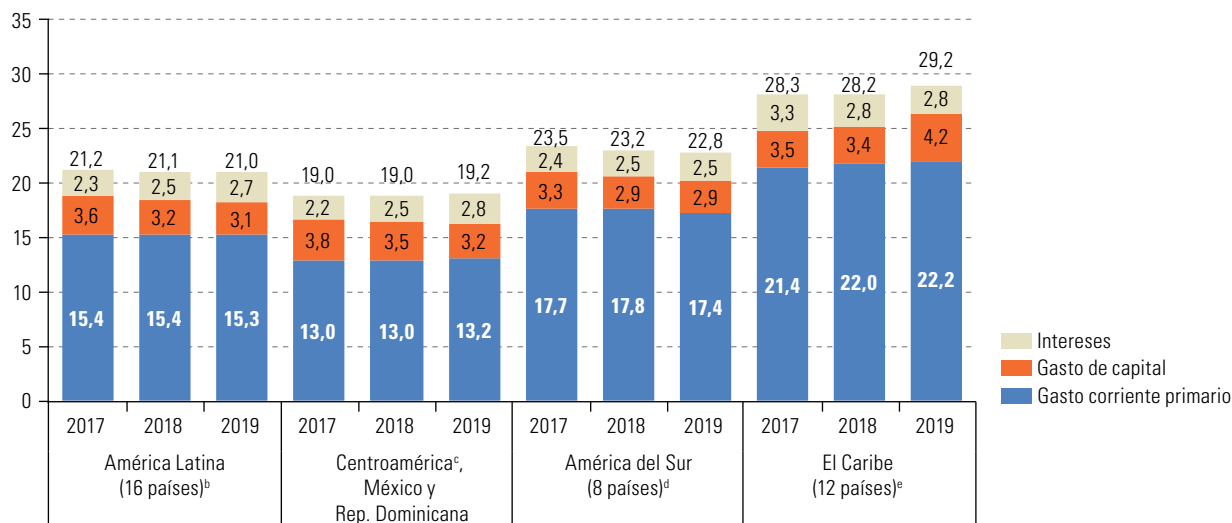
En los países del Caribe se espera que el costo de la deuda pública alcance un 2,8% del PIB, cifra similar a la de 2018. Jamaica seguiría siendo el país con mayor peso del costo de la deuda sobre las cuentas públicas (un 6,4% del PIB), seguido de Barbados y Suriname con cifras menores al 4% del PIB. En 2019 se prevé una caída del pago de intereses en casi la mitad de los 13 países con información disponible, entre los que destacan Guyana y Barbados. Cabe considerar que en la mayoría de los países de la subregión el costo de la deuda pública se mantiene por debajo del 3% del PIB, cifra cercana al promedio de la subregión en 2018 (véase el gráfico I.48B).

### 3. La contención del gasto público implicaría reducciones de los gastos corrientes primarios y los gastos de capital durante 2019

La necesidad de atender la acumulación de déficits pasados —los cuales han conllevado un incremento en la deuda pública y en el pago de intereses— ha generado cada vez más presión para reducir el gasto primario y así contener el crecimiento del gasto público total. En este sentido, los presupuestos de la región apuntan a recortes en el gasto primario.

Gráfico I.49

América Latina y el Caribe: composición del gasto público de los gobiernos centrales, 2017-2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes del PIB)



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

Nota: Promedios simples. En los casos de la Argentina, México y el Perú las cifras corresponden a la administración pública nacional, al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 constituyen estimaciones oficiales o proyecciones derivadas de los presupuestos de 2019.

<sup>b</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

<sup>c</sup> Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

<sup>d</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

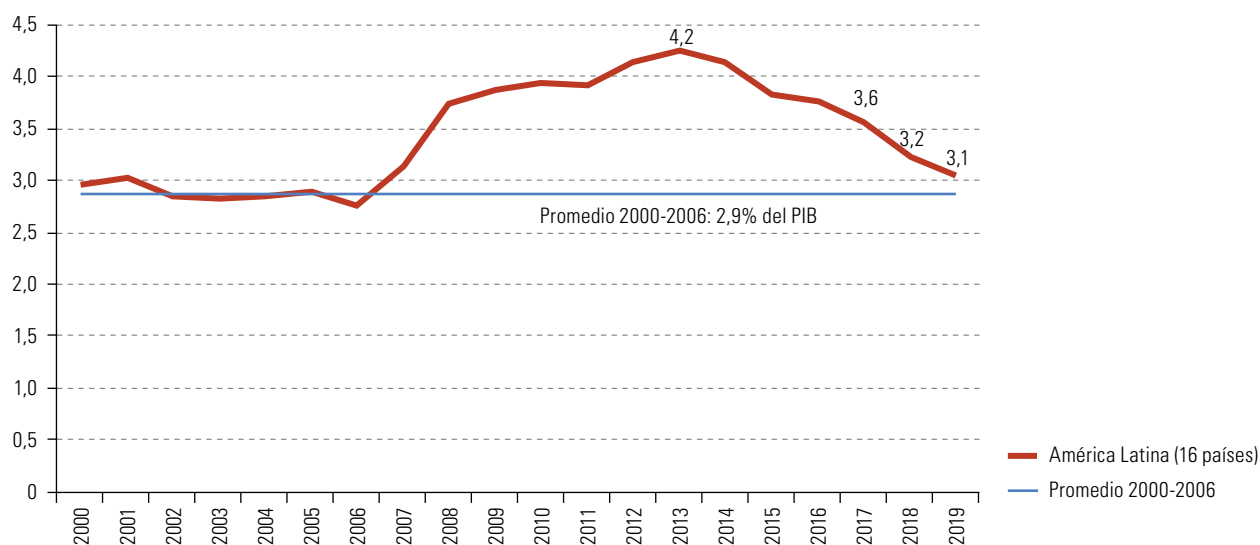
<sup>e</sup> Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

En América Latina se espera que el gasto corriente primario caiga levemente en 2019, pasando del 15,4% del PIB en 2018 a un 15,3% del PIB. Este promedio oculta tendencias opuestas entre los distintos grupos de países. Por un lado, en Centroamérica, México y la República Dominicana estas erogaciones llegarían al 13,2% del PIB en 2019 frente al 13,0% del PIB en 2018, impulsadas por incrementos previstos en El Salvador y Guatemala. Por otro lado, se prevé que en América del Sur el gasto corriente primario se reduzca del 17,8% del PIB en 2018 al 17,4% del PIB en 2019, el nivel más bajo desde 2014.

Se prevé que los gastos de capital disminuyan durante el año, llegando al 3,1% del PIB en 2019, en comparación con el 3,2% del PIB de 2018. Como se ilustra en el gráfico I.50, este componente de las erogaciones totales se ubicaría ligeramente por encima del nivel promedio del 2,9% del PIB observado en el período 2000-2006. La caída de 2019 se debería principalmente a una contracción de estas erogaciones en los países de Centroamérica, México y la República Dominicana, donde los gastos de capital llegarían al 3,2% del PIB en 2019 frente al 3,5% del PIB en 2018. En cambio, en América del Sur no se prevé un cambio en el nivel de los gastos de capital.

### Gráfico I.50

América Latina (16 países)<sup>a</sup>: gastos de capital de los gobiernos centrales, 2000-2019<sup>b</sup>  
(En porcentajes del PIB)



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

**Nota:** Promedios simples. En los casos de la Argentina, México y el Perú las cifras corresponden a la administración pública nacional, al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

<sup>b</sup> Las cifras de 2019 constituyen estimaciones oficiales o proyecciones derivadas de los presupuestos de 2019.

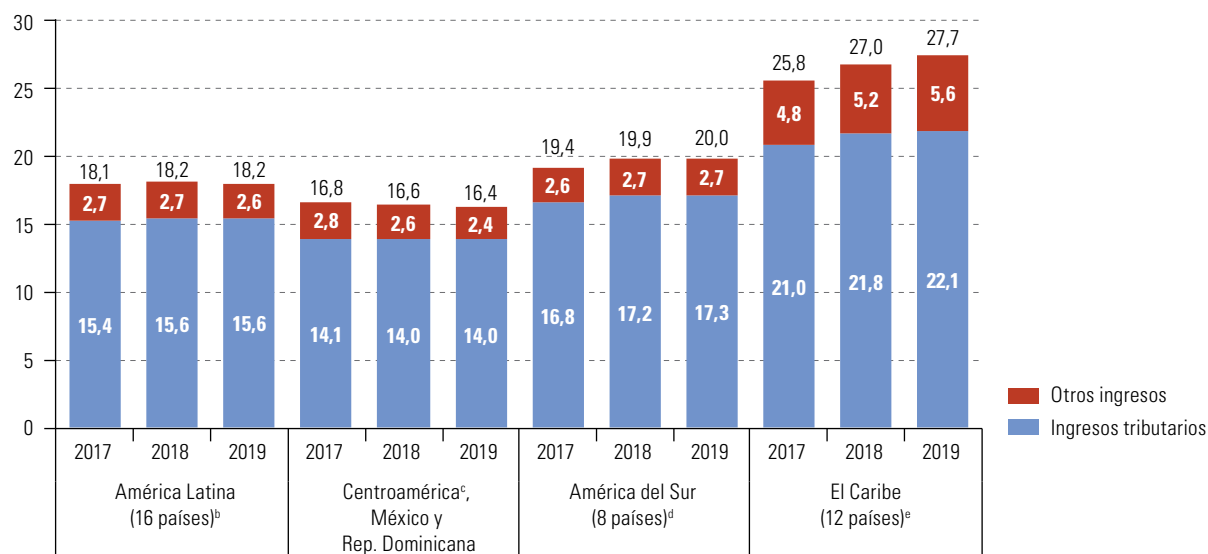
En el Caribe los países prevén aprovechar el mayor espacio que ofrece el alza de los ingresos públicos para aumentar su gasto total. Se espera que el gasto total alcance el 29,2% del PIB en 2019, frente al 28,2% del PIB que supuso en 2018. En particular, destaca la evolución de los gastos de capital, que se incrementarían del 3,4% del PIB en 2018 al 4,2% del PIB en 2019. Se espera que estas erogaciones asociadas a la inversión pública aumenten en 8 de los 12 países del Caribe considerados, avanzando un punto del PIB o más en Antigua y Barbuda, Granada, Guyana y Saint Kitts y Nevis.

#### 4. Se proyecta que los ingresos públicos se mantengan estables en lo relativo al producto, si bien muestran señales de debilitamiento en los primeros meses de 2019

Se espera que en 2019 los ingresos totales de América Latina se mantengan en el nivel observado en 2018 (18,2% del PIB) (véase el gráfico I.51). Pese a la estabilidad del promedio, entre los distintos grupos de países se observan evoluciones diferentes. Por un lado, en América del Sur se prevé un leve aumento de los ingresos totales, que alcanzarían el 20,0% del PIB en 2019 frente al 19,9% del PIB en 2018, principalmente como resultado de incrementos previstos en Colombia y el Ecuador. Por otro lado, se espera que durante el año se produzca una disminución de los ingresos totales en el grupo de países conformados por Centroamérica, México y la República Dominicana, continuando la tendencia observada en los últimos años.

Gráfico I.51

América Latina y el Caribe: composición de los ingresos públicos de los gobiernos centrales, 2017-2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes del PIB)



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

Nota: Promedios simples. En los casos de la Argentina, México y el Perú las cifras corresponden a la administración pública nacional, al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

<sup>a</sup> Las cifras de 2019 constituyen estimaciones oficiales o proyecciones derivadas de los presupuestos de 2019.

<sup>b</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

<sup>c</sup> Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

<sup>d</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

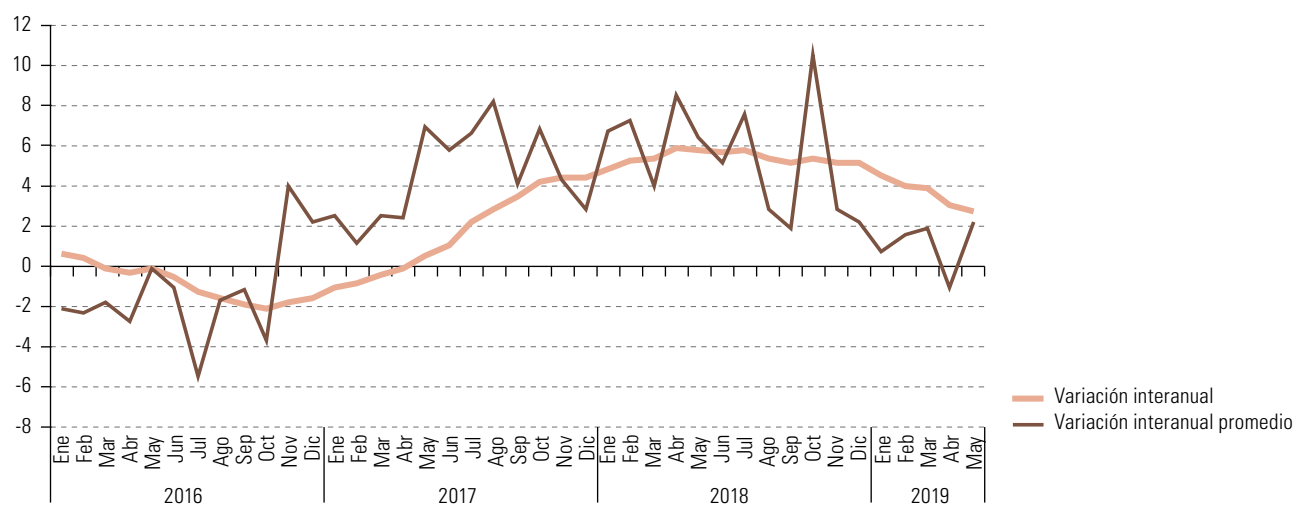
<sup>e</sup> Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

Tal y como se mencionó anteriormente, estas proyecciones se basaban en escenarios más favorables en términos del crecimiento esperado del producto y los precios internacionales de los productos básicos. En este sentido, en la medida en que estos escenarios no se materialicen, se podría esperar que los ingresos totales caigan. Esto es especialmente cierto en el caso de fuentes de ingresos que exhiben una alta elasticidad con respecto a cambios en sus bases gravables, como el impuesto sobre la renta o rentas de propiedad —principalmente pagos de regalías y participación en la producción— provenientes de la explotación de recursos naturales no renovables.

En cuanto a los ingresos tributarios, las proyecciones provenientes de los presupuestos de los países de América Latina sugieren que estos podrían mantenerse en el nivel observado en 2018 (15,6% del PIB). No obstante, resulta importante examinar el comportamiento de la recaudación de los principales impuestos —el impuesto sobre el valor agregado y el impuesto sobre la renta— para comparar estas proyecciones. Por un lado, como se puede apreciar en el gráfico I.52, se registra una desaceleración progresiva de la recaudación del impuesto sobre el valor agregado (IVA) que se ha mantenido en 2019. Como se observa en el cuadro I.5, se trata de una tendencia relativamente generalizada, con reducciones en las variaciones interanuales en 9 de los 11 países abarcados en este análisis. Destacan los casos de la Argentina, el Brasil, El Salvador, México y el Perú, países en los que esta desaceleración ha sido más prominente.

### Gráfico I.52

América Latina (11 países)<sup>a</sup>: variación interanual real de la recaudación del impuesto sobre el valor agregado (IVA), enero de 2016 a mayo de 2019  
(En porcentajes)



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

Nota: Promedios simples.

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Perú y Uruguay.

País	Período	IVA		ISR		IVA y ISR	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
Argentina	Enero a junio	15	-10	8	-1	12	-6
Brasil	Enero a mayo	7	0	5	4	6	2
Chile	Enero a mayo	5	1	-2	3	1	2
Colombia	Enero a mayo	6	5	-2	5	2	5
Costa Rica	Enero a junio	-2	0	0	16	-1	8
Ecuador	Enero a abril	5	2	10	11	7	6
El Salvador	Enero a mayo	10	1	7	2	8	2
Guatemala	Enero a junio	2	1	-5	-3	-1	-1
México	Enero a mayo	9	1	0	2	3	1
Perú	Enero a junio	12	3	21	3	16	3
Uruguay	Enero a mayo	-1	1	5	-1	2	0
<b>Mediana</b>		<b>6,2</b>	<b>1,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>1,7</b>
<b>Promedio</b>		<b>6,2</b>	<b>0,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>2,0</b>

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

<sup>a</sup> En el caso del IVA, en el Brasil se incluye la recaudación del impuesto sobre productos industrializados (federal) y del impuesto sobre la circulación de mercancías y servicios, que corresponde a los estados.

### Cuadro I.5

América Latina (países seleccionados): variación interanual real de la recaudación del impuesto sobre el valor agregado (IVA)<sup>a</sup> y del impuesto sobre la renta (ISR), 2018-2019  
(En porcentajes)

Por otro lado, la recaudación del impuesto sobre la renta (ISR) muestra un comportamiento más heterogéneo en América Latina. Aunque se observa una desaceleración en los ingresos por concepto del ISR en términos del promedio y la mediana de este grupo de países, en algunos de ellos la recaudación del ISR se ha acelerado en 2019, en gran parte como resultado de medidas tributarias que entraron en vigor a principios del año. Este ha sido el caso en Chile, Colombia y Costa Rica, donde la tasa de variación interanual ha superado el valor registrado para el mismo período del año anterior en más de 5 puntos porcentuales, como resultado, en su totalidad o en parte, de cambios en el marco tributario o de programas transitorios.

En Chile este resultado se explica principalmente por los mayores pagos provisionales mensuales (PPM), en consonancia con el último incremento de la tasa del impuesto de primera categoría previsto en la reforma tributaria de 2014. En Colombia, el alza observada entre enero y mayo de 2019 se debe a las modificaciones de la retención en la fuente incluidas en la Ley de Financiamiento de 2018, así como a mayores ingresos obtenidos el año anterior, particularmente en el sector de los hidrocarburos. Cabe mencionar que en dicho país la recaudación del ISR podría acelerarse durante el año por efecto del impulso de un programa de normalización de capitales cuya fecha de cierre es el 25 de septiembre de 2019<sup>18</sup>. En Costa Rica, el aumento en la recaudación del ISR se debe fundamentalmente a los ingresos percibidos como parte de una amnistía incluida en la reforma tributaria aprobada a fines de 2018<sup>19</sup>.

En cuanto a los ingresos no tributarios, las proyecciones provenientes de los presupuestos de los Gobiernos de América Latina sugieren que, en promedio, estos caerían en los países de América Latina y de Centroamérica, México y la República Dominicana. En América del Sur, los ingresos no tributarios podrían mantenerse estables, pero solamente debido al alza en Colombia (por los mayores dividendos pagados por Ecopetrol producto de sus elevadas utilidades el pasado año) y el Ecuador. Si se excluye a estos países, los ingresos no tributarios de América del Sur disminuirían como consecuencia de una contracción de las rentas de propiedad —principalmente pagos de regalías y participación en la producción— provenientes de la explotación de recursos naturales no renovables.

Como se puede apreciar en el gráfico I.53, la variación interanual real de los ingresos provenientes de la minería en los principales productores de la región (Chile y el Perú) se ubica en territorio negativo desde los últimos meses de 2018, tendencia que no se ha revertido en 2019. En el caso de los ingresos petroleros, las cifras mensuales muestran claramente una desaceleración de su crecimiento a partir del último trimestre de 2018. En los primeros meses de 2019 esta tendencia se ha mantenido, y en México los ingresos petroleros del sector público federal incluso se están contrayendo en términos reales. La caída en los precios internacionales asociados a estas materias primas en los primeros seis meses del año complica la reversión de estas tendencias durante la segunda mitad del año.

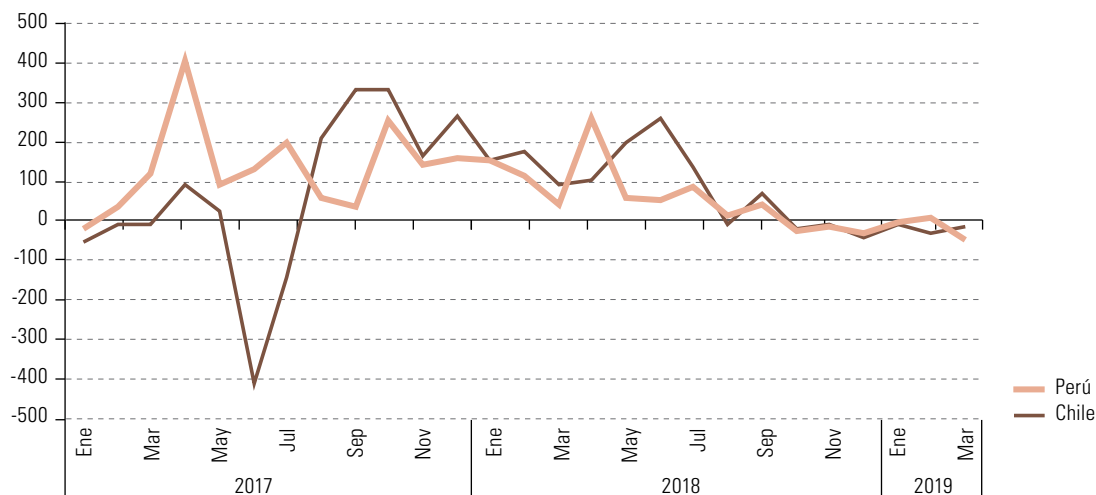
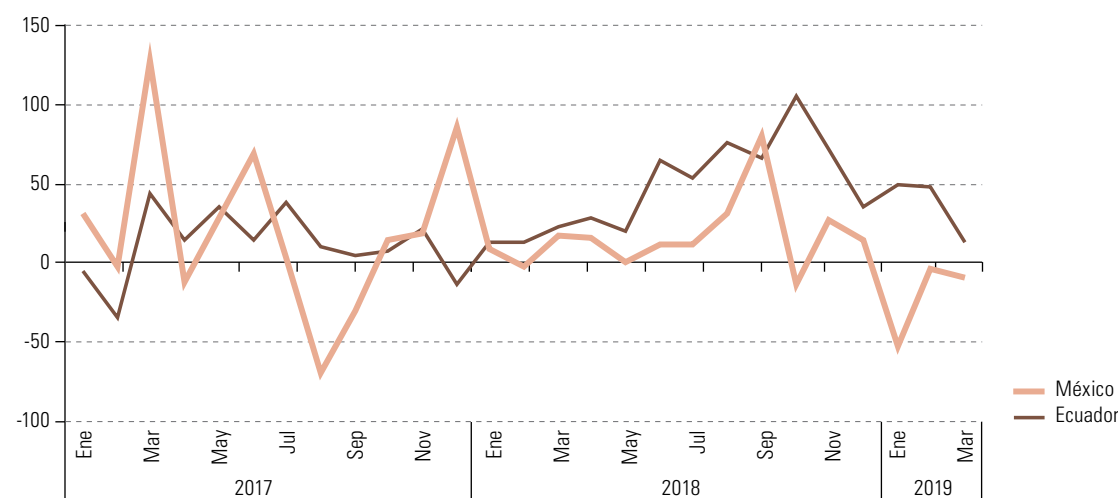
<sup>18</sup> La medida aprobada en la reforma creó un impuesto de normalización tributaria complementario al impuesto sobre la renta y al impuesto de patrimonio con una tasa del 13%.

<sup>19</sup> Los contribuyentes podían acogerse a esta amnistía tributaria entre el 4 de diciembre de 2018 y el 4 de marzo del 2019 inclusive. La medida contempla una condonación de intereses y la reducción de la sanción aplicada (del 40% al 80%, dependiendo del mes en que el contribuyente se acogiera a la amnistía).



**Gráfico I.53**

América Latina (países seleccionados): variación interanual real de los ingresos fiscales provenientes de recursos no renovables, enero de 2017 a marzo de 2019  
(En porcentajes del PIB)

**A. Minería****B. Hidrocarburos**

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

**Nota:** En Chile se incluyen los ingresos del gobierno central por cobre bruto y la tributación de la minería privada. En el Perú se incluyen los ingresos provenientes del pago de regalías mineras, el impuesto especial a la minería y el impuesto sobre la renta de la tercera categoría y regularización del sector minero del gobierno central consolidado. En el caso de los hidrocarburos, las cifras corresponden a los ingresos petroleros del Ecuador (sector público no financiero) y México (sector público federal).

En el Caribe se proyecta que los ingresos públicos continúen aumentando en 2019, aunque a un ritmo menor que en 2018. Este incremento —del 27,0% del PIB en 2018 al 27,7% del PIB en 2019— se basaría en mayores ingresos tanto tributarios como no tributarios. En el caso de la recaudación tributaria, destacan los casos de Guyana, San Vicente y las Granadinas y Trinidad y Tabago, países en que se esperan aumentos de más de un punto del PIB en 2019. En cambio, se prevé una caída significativa de los ingresos tributarios en Suriname. En cuanto a los ingresos no tributarios, se proyectan incrementos de más de un punto del PIB en Granada, San Vicente y las Granadinas y Trinidad y Tabago. En este último país el aumento esperado responde en parte a la recuperación prevista de los ingresos petroleros.

## 5. Se agudizan los dilemas que enfrentan los responsables de las políticas monetaria y cambiaria en la región

El repunte que ha venido mostrando la inflación promedio de la región desde mayo de 2018, y que se ha extendido a los primeros cinco meses de 2019, ha reducido el espacio con el que cuentan los responsables de las políticas monetaria y cambiaria de varios países de la región para aplicar políticas de estímulo a la demanda agregada interna. Asimismo, debido a la elevada volatilidad que exhiben los mercados cambiarios de la región ante la incertidumbre y el pesimismo reinante respecto a los precios de los bienes primarios y a la situación financiera internacional, se hace más difícil para las autoridades competentes adoptar políticas expansivas en contextos en los que pueden verse incrementados los efectos de segundo orden sobre la inflación. Además, los elevados niveles de endeudamiento que muestran los agentes internos en algunos países y las expectativas negativas sobre el desempeño de las economías podrían reducir la efectividad de una política monetaria dirigida a estimular el crecimiento del PIB.

Por otro lado, a raíz de las posibles reducciones de las tasas por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos, de la propia desaceleración de la actividad económica y del hecho de que — pese al incremento antes mencionado— las tasas de inflación se mantienen en niveles relativamente bajos, puede surgir la oportunidad de adoptar políticas monetarias más expansivas.

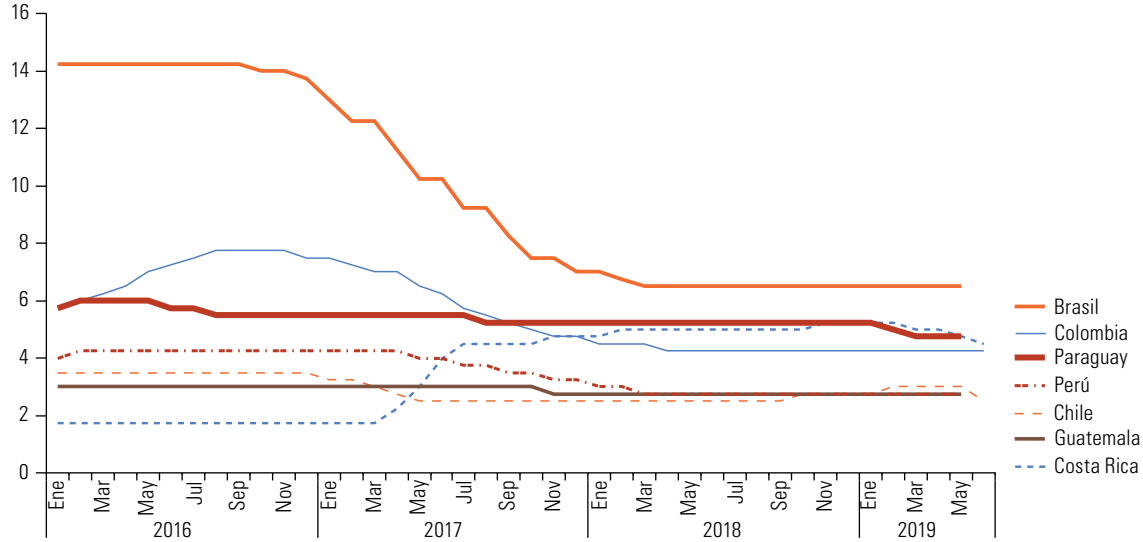
En este contexto de dilemas, en las economías que cuentan con metas explícitas de inflación las tasas de política registraron cambios en siete países durante 2018 y en cuatro países en el primer semestre de 2019. En 2018 cuatro países implementaron alzas, a saber Chile, Costa Rica, México y la República Dominicana; por su parte, en Costa Rica y México las tasas de política se incrementaron en más de una oportunidad. Para estos países el movimiento de las tasas de política monetaria respondió a la mayor volatilidad que experimentaron sus monedas a lo largo del año, en especial durante el segundo semestre.

Los bancos centrales del Brasil, Colombia y el Perú efectuaron reducciones de las tasas en dos ocasiones durante 2018, aprovechando el mayor espacio que generaba la caída de la inflación en esos países. Por otra parte, cabe destacar que todas las alzas registradas tuvieron lugar a partir de mayo de 2018. En los casos de Guatemala, Honduras y el Paraguay, en 2018 no se modificaron las tasas de política monetaria. Durante el primer semestre de 2019 hubo cambios en las tasas de política monetaria de cuatro países: Honduras al alza en una oportunidad, Costa Rica y el Paraguay a la baja en dos ocasiones, y por último Chile, que las modificó en dos oportunidades, una al alza y la más reciente a la baja, reflejando la inquietud de las autoridades ante la desaceleración de la demanda agregada interna (véase el gráfico I.54).

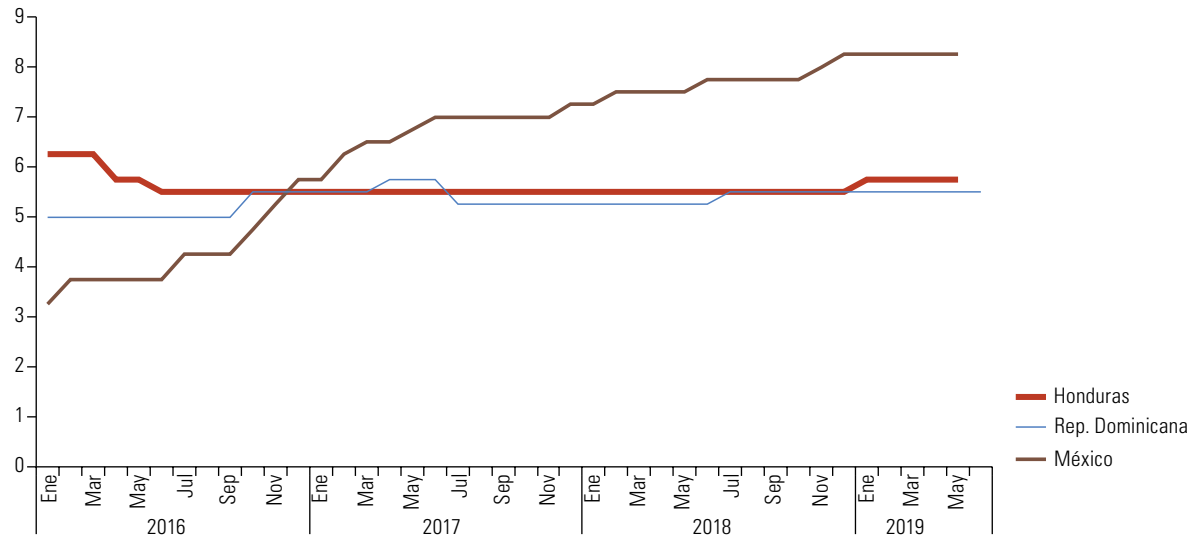
**Gráfico I.54**

América Latina (países seleccionados): tasa de política monetaria en los países que la emplean como principal instrumento de política, enero de 2016 a junio de 2019 (En porcentajes)

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



**B. Países que incrementaron sus tasas**



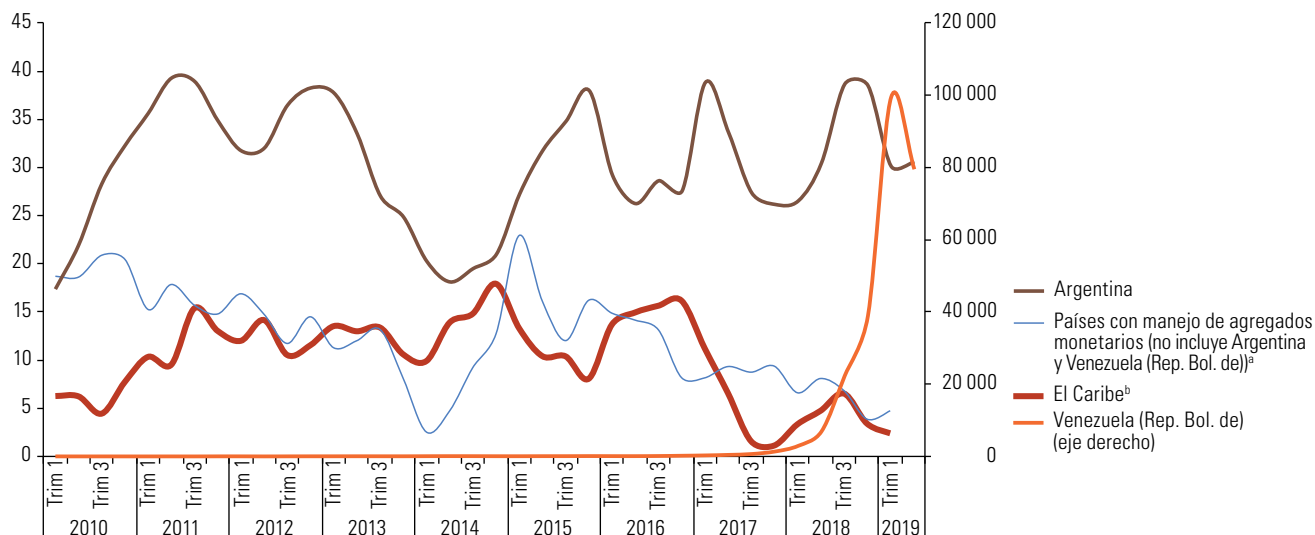
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Para las economías de América Latina que usan los agregados monetarios como principal instrumento de política, se observa una desaceleración en el crecimiento de aquellos, que se inició en 2016 pero que se vio acentuada en 2018 (véase el gráfico I.55). La tasa media de crecimiento de la base monetaria fue del 12,6%, el 8,9% y el 6,4% en 2016, 2017 y 2018, respectivamente. En los primeros tres meses de 2019 el crecimiento de la base para este grupo de países ascendió al 4,8%. A fin de regular la expansión de los agregados monetarios, en general en los países de la región se recurrió a modificaciones en las tasas de encaje, así como la fijación de encajes marginales y diferenciados entre los distintos tipos de instrumentos. En los

casos de la Argentina<sup>20</sup>, Haití y Venezuela (República Bolivariana de), se ha acelerado el crecimiento de la base monetaria. Ello pone de manifiesto la importancia que para esos países reviste el financiamiento monetario de la gestión fiscal; pese a los esfuerzos realizados a fin de reducirlo, este se mantiene en niveles históricamente altos.

### Gráfico 1.55

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): evolución de la base monetaria en los países que emplean agregados como principal instrumento de política monetaria, primer trimestre de 2010 a segundo trimestre de 2019 (En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, El Salvador, Haití, Nicaragua, Panamá y Uruguay.

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

En los países del Caribe no hispanohablante se aceleró el crecimiento de la base monetaria durante 2018. Ello contrasta con el menor dinamismo observado en 2017, en especial en el tercer y cuarto trimestre de ese año, cuando el crecimiento de la base monetaria fue negativo en promedio para ese grupo de países. En Suriname, el crecimiento de los agregados monetarios refleja el uso cada vez mayor del financiamiento monetario de la gestión fiscal, y, al igual que en sus contrapartes de América del Sur (Argentina y Venezuela (República Bolivariana de)), las tasas de crecimiento de la base monetaria superan el 20%.

Para el primer trimestre de 2019 se observa una desaceleración de la base monetaria en las economías del Caribe no hispanohablante, mientras que para las economías de América Latina que usan agregados monetarios como su principal instrumento de política monetaria el crecimiento de la base ha repuntado, aunque se mantiene en niveles históricamente bajos. También en la Argentina se observa una desaceleración del crecimiento de la base monetaria, mientras que en la República Bolivariana de Venezuela, pese a la desaceleración observada en el segundo trimestre, el crecimiento de la base monetaria supera el 80.000%.

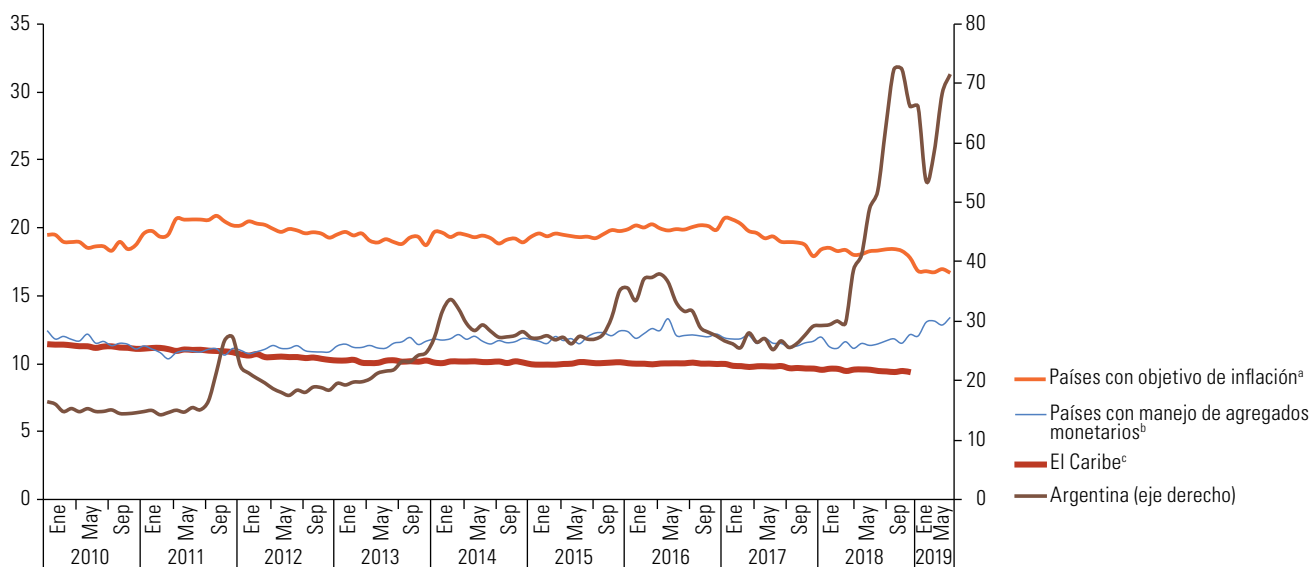
<sup>20</sup> En octubre de 2018 el banco central de la Argentina adoptó un nuevo programa de política y reemplazó las metas de inflación por un programa que fija el crecimiento de la base monetaria.

## 6. Las tasas de interés activas siguen descendiendo en parte de la región y el crédito interno destinado al sector privado acelera su crecimiento

A inicios de 2018, las tasas de interés activas en la región mantuvieron la tendencia a la baja que venían mostrando desde mediados de 2017, en parte en respuesta a la dinámica mostrada por los instrumentos de política monetaria (tasas de política y base monetaria) y, hasta mayo de 2018, por la caída que registraba la inflación. Sin embargo, a partir de mayo de 2018 las trayectorias de las tasas en las diferentes subregiones de América Latina y el Caribe comenzaron a divergir. Por un lado, en las economías que emplean las tasas de política monetaria como su principal instrumento de política monetaria, las tasas activas seguían cayendo, incluso en los primeros cinco meses de 2019. En cambio, en las economías de América Latina que emplean los agregados monetarios como su principal instrumento, las tasas comenzaron a subir desde mayo de 2018 y han mantenido esa dinámica en los primeros cinco meses de 2019. Un caso a destacar es el de la Argentina, cuya tasa de interés activa se incrementó más de 30 puntos porcentuales en 2018 a raíz del marcado incremento que registró la tasa de política monetaria en ese año. En el Caribe no hispanohablante las tasas de interés activas se mantuvieron bastante estables durante 2018, con un leve sesgo a la baja, pero en los primeros cuatro meses de 2019 se han venido incrementando (véase el gráfico I.56).

### Gráfico I.56

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): promedio de las tasas de interés activas, enero de 2010 a mayo de 2019  
(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, Perú y República Dominicana.

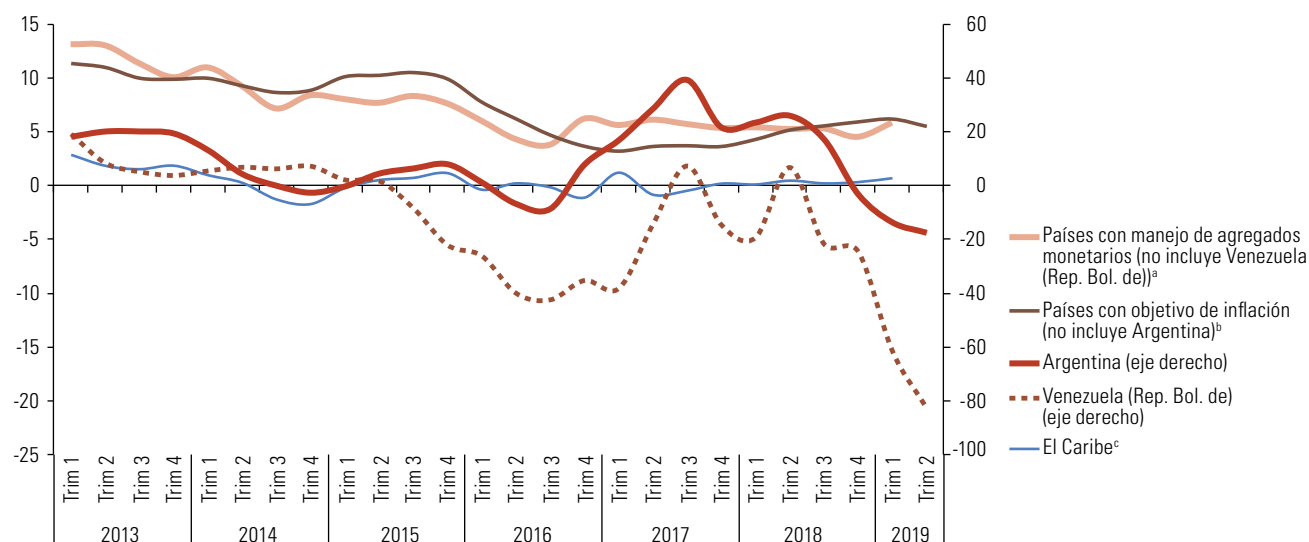
<sup>b</sup> Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, El Salvador, Haití, Nicaragua, Panamá, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

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

El crédito interno destinado al sector privado en términos reales ha acelerado su ritmo de crecimiento desde finales de 2017, reflejando las reducciones experimentadas por las tasas de interés y la inflación, al menos hasta mayo de 2018. Desde el tercer trimestre de 2018, pese a que han subido las tasas de interés, el crédito interno otorgado al sector privado sigue mostrando un aumento en su tasa de crecimiento en las economías con metas de inflación, en las del Caribe no hispanohablante, y en las que usan los agregados como su principal instrumento de política monetaria, excluyendo a la Argentina y a la República Bolivariana de Venezuela (véase el gráfico I.57). No obstante, para las economías argentina y venezolana el crédito interno al sector privado se ha contraído desde mediados de 2018 y en el primer trimestre del 2019 la contracción supera el 10% en ambos casos.

### Gráfico I.57

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): crédito interno en términos reales otorgado al sector privado, promedios de las tasas anualizadas, primer trimestre de 2013 a segundo trimestre de 2019 (En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, El Salvador, Haití, Nicaragua, Panamá y Uruguay.

<sup>b</sup> Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, Perú y República Dominicana.

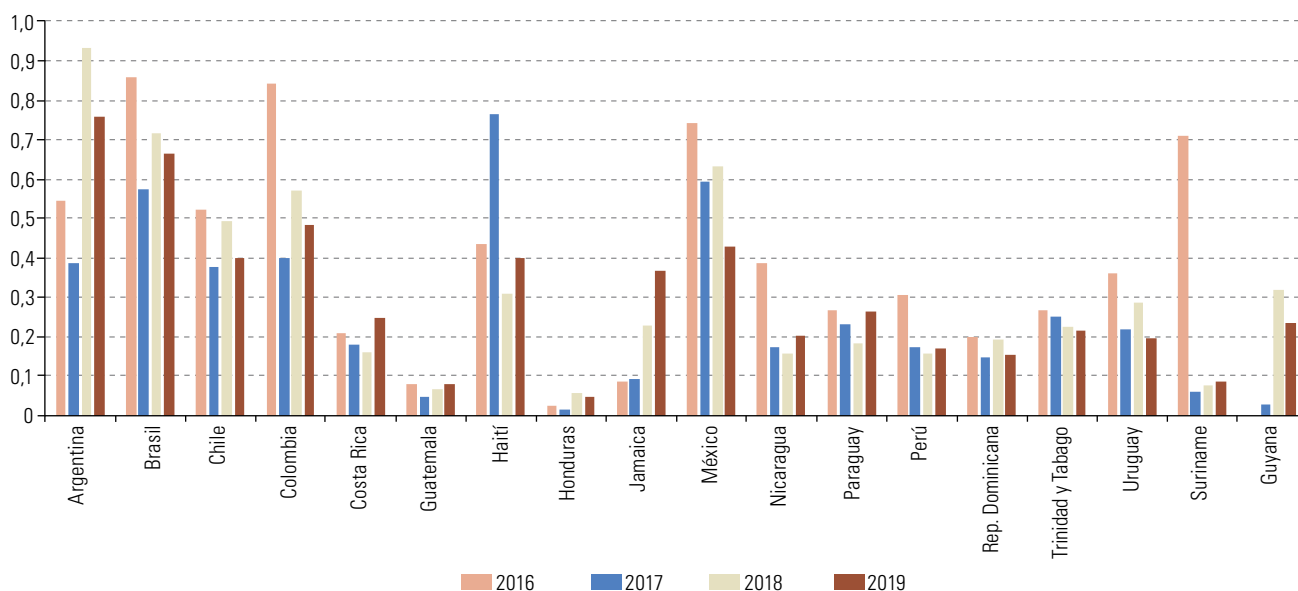
<sup>c</sup> Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

## 7. Pese a que la volatilidad cambiaria ha tendido a reducirse en 2019, se ha mantenido en niveles mayores que los de 2017

Tras la relativa estabilidad observada en las cotizaciones de las monedas de la región en 2017, en 2018 la volatilidad cambiaria —medida como el valor absoluto promedio de la variación interdiaria del tipo de cambio respecto al dólar— aumentó en la mayor parte de las economías de la región que tienen un tipo de cambio flexible (véase el gráfico I.58). Durante el primer semestre de 2019 la volatilidad se ha reducido, aunque se mantiene en niveles superiores a los observados en 2017.

**Gráfico I.58**

América Latina y el Caribe (18 países): volatilidad del tipo de cambio nominal, promedio del valor absoluto de las variaciones diarias, 2016-2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Enero a junio de 2019.

La mayor volatilidad cambiaria experimentada durante 2018 estuvo acompañada de depreciaciones nominales en 21 monedas de la región, siendo el peso mexicano la única moneda que registró una apreciación nominal. Las variaciones más importantes fueron aquellas de las monedas de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, Haití, el Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de), que presentaron depreciaciones nominales superiores al 10%. Cabe mencionar que tanto la volatilidad como la depreciación de las monedas fueron particularmente elevadas durante el segundo semestre del año. En los primeros seis meses de 2019, la menor volatilidad, es decir, las menores variaciones interdiarias del tipo de cambio, también pusieron de manifiesto que un número más limitado de países (13) experimentaron depreciaciones de sus monedas, siendo las mayores las observadas en la Argentina, Haití, el Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). Las economías que vieron apreciar nominalmente sus monedas fueron el Brasil, Costa Rica, México y el Perú.

En 2018 se introdujeron diversas modificaciones al régimen cambiario de la República Bolivariana de Venezuela, con el propósito de unificar el tipo de cambio oficial y flexibilizar el mercado cambiario. A raíz de las modificaciones introducidas al sistema se configuró un régimen en el que el tipo de cambio fluctúa y se determina mediante subastas. De igual forma, esos cambios hicieron posible reducir la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo: la relación entre ellos pasó de ser 31,8 veces en el paralelo al cierre de 2017 a 2,8 veces a finales de 2018, y prácticamente 1 a junio de 2019.

En cuanto al tipo de cambio real efectivo, durante 2018 se produjo una apreciación en la mayoría (16) de los países de la región. Por su parte, cinco países registraron una depreciación real. En el primer semestre de 2019 ha habido una reversión de lo ocurrido el año anterior y en la mayoría de los países se ha registrado una depreciación del tipo de cambio real efectivo. Ello se debió principalmente a las depreciaciones

nominales mencionadas que tuvieron lugar en muchas economías de la región. En efecto, las monedas de 14 países han registrado depreciación y las de 8 países apreciación, si se comparan los valores del tipo de cambio real efectivo entre mayo de 2019 y diciembre de 2018.

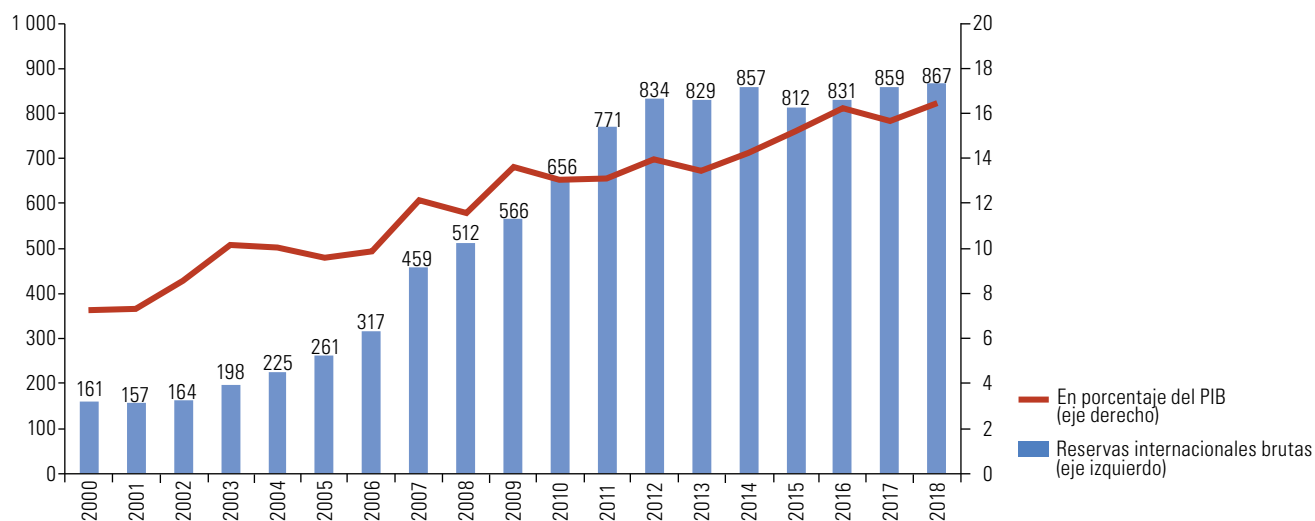
## 8. Las reservas internacionales se mantienen estables en términos nominales en 2018, pero crecen en relación con el PIB

El gráfico I.59 muestra que en 2018 las reservas internacionales de la región se incrementaron ligeramente (0,9%). Cabe destacar la evolución que experimentaron las reservas a lo largo del ejercicio. Durante el primer trimestre de 2018 se produjo una pronunciada acumulación, que se fue erosionando de manera constante durante el segundo y tercer trimestre y terminó siendo una desacumulación, hasta que en el cuarto trimestre se produjo una recuperación. Es importante señalar además que este resultado incorpora 38.000 millones de dólares que recibió la Argentina del Fondo Monetario Internacional (FMI), de otros organismos internacionales y del Banco Popular de China, en el marco de la ampliación del programa de canje de monedas con este.

**Gráfico I.59**

América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales brutas, 2000-2018

(En miles de millones de dólares y en porcentajes del PIB al final del año)



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

En términos nominales, las reservas aumentaron en 16 países, destacándose los aumentos en términos relativos de la Argentina, Barbados y Suriname, que excedieron el 19%, mientras que en términos absolutos ha de resaltarse el incremento de las reservas en la Argentina (10.751 millones de dólares). Las reservas cayeron en 16 países, con reducciones de más del 15% en los casos de las Bahamas, Nicaragua y Panamá, y las mayores caídas en términos absolutos se dieron en Bolivia (Estado Plurinacional de) (1.314 millones de dólares) y el Perú (3.443 millones de dólares).



En resumen, en 2018 la entrada de recursos provenientes de organismos multilaterales constituyó la principal fuente para mantener el nivel de las reservas, mientras que intervenciones en los mercados cambiarios dirigidas a mantener estables las cotizaciones de las monedas contribuyeron a la pérdida de reservas. Esas intervenciones quedaron más patentes si se observa la evolución de las reservas en relación al PIB, por la cual 21 países redujeron el coeficiente, mientras que solo 11 lo incrementaron.

La información disponible hasta junio de 2019 permite concluir que se ha mantenido la tendencia de recuperación iniciada en el último trimestre del año pasado, habiéndose incrementado las reservas un 3,4% respecto al cierre de 2018. No obstante, es posible que esta tendencia se atenúe a lo largo del año, en función de cómo vayan evolucionando los flujos de capitales en un entorno de mayor volatilidad de los mercados financieros. Además, se pronostica un leve incremento del déficit de cuenta corriente, si es que se concreta el enfriamiento previsto de la actividad económica mundial, lo que daría lugar a una menor entrada de divisas.

En el primer semestre de 2019 las reservas se han incrementado en 15 países y han disminuido en otros 11. Las mayores caídas en términos relativos respecto al cierre del año 2018 se registran en Panamá (76,9%), la República Bolivariana de Venezuela (10,0%) y Belice (8,9%). En este lapso, la Argentina y Panamá son los países que han experimentado las mayores caídas de reservas en términos absolutos (1.062 millones de dólares y 2.334 millones de dólares, respectivamente). Cabe mencionar que la Argentina registró esta caída de las reservas pese a que en abril recibió el cuarto pago del FMI por un monto de 10.830 millones de dólares. Los incrementos más significativos tuvieron lugar en el Ecuador (52,6%), Bahamas (32,5%) y El Salvador (28,1%). Los países que acumularon las mayores cantidades de reservas fueron el Brasil (11.447 millones de dólares), México (9.033 millones de dólares) y el Perú (6.133 millones de dólares).



## F. Riesgos del escenario internacional de 2019 y proyecciones de actividad para América Latina y el Caribe

### 1. Las nuevas proyecciones de actividad de América Latina y el Caribe para 2019 se dan en un escenario internacional que luce más desfavorable que a comienzos del año

En los primeros meses de 2019, cierta tregua en las tensiones comerciales entre China y los Estados Unidos, junto con la moderación en el tono de la política monetaria de los principales bancos centrales —particularmente de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE)— contribuyó a la baja en los niveles de volatilidad financiera y a una recuperación de los flujos de capitales de cartera (bonos y acciones) hacia los mercados emergentes. Sin embargo, estos procesos se revirtieron a partir de comienzos de mayo cuando las tensiones comerciales cobraron nuevo vigor.

La actividad económica y el comercio mundiales han continuado debilitándose y los precios de los productos básicos se vieron afectados a la baja como consecuencia, en parte, del menor dinamismo en la actividad y, en parte, de las tensiones y la evolución negativa de los flujos de comercio. Muchas economías de la región, especialmente las de América del Sur, que son exportadoras de estos productos, se ven afectadas negativamente por estas caídas ya que implicarán un deterioro de los términos de intercambio en 2019, además de la posibilidad de que se reduzcan los ingresos fiscales derivados de las actividades extractivas.

Asimismo, y al igual que en los últimos años, sigue presente la inquietud por la evolución de la economía de China. La desaceleración que se venía pronosticando tuvo lugar finalmente en 2018, a raíz no solo de las medidas arancelarias impuestas por los Estados Unidos, sino también de las medidas que el propio Gobierno chino había tomado para atenuar el crecimiento del crédito y otros riesgos financieros que estaban en aumento. Si bien las autoridades recientemente han implementado medidas, mayoritariamente de tipo fiscal, orientadas a mitigar una desaceleración más rápida, se estima que el crecimiento de la economía china se reduciría este año a un 6,1%. La percepción de una desaceleración mayor a la prevista podría tener efectos negativos en los mercados financieros, lo que incluye no solo los precios de los activos financieros mundiales sino también los precios de las materias primas.

En cuanto a los mercados financieros internacionales y las condiciones de financiamiento, el período prolongado de baja volatilidad y condiciones financieras laxas que se observó hasta finales de 2017 llevó a un aumento importante del endeudamiento, acompañado a veces de una mayor asunción de riesgos. En el caso de los mercados emergentes, el aumento de los niveles de deuda —que en el primer trimestre de 2019 alcanzó un récord histórico equivalente a un 216% del PIB de estas economías (IIF, 2019)— los ha dejado más expuestos ante un empeoramiento de las condiciones financieras internacionales. En este sentido, si bien se espera en el corto plazo una política monetaria que, según los últimos anuncios, continuaría siendo expansiva por parte de la Reserva Federal y del BCE, no se pueden descartar para lo que resta del año nuevos episodios de deterioro

en las condiciones de financiamiento para los mercados emergentes. En un escenario de aumento de la aversión al riesgo y reducción de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes, es posible que algunos países de la región enfrenten mayores niveles de riesgo soberano y vean presionada su posición de reservas internacionales o sus monedas. Las consecuencias sobre cada uno dependerán de cuán expuestos se encuentren en cuanto a sus necesidades de financiamiento externo, su proporción de deuda denominada en dólares y su deuda de corto plazo cuya renovación tendría que hacerse a un costo mayor.

Finalmente, de cara a lo que resta de 2019 y hacia el futuro, persisten diversos riesgos que pueden desencadenar una mayor volatilidad y un empeoramiento de las condiciones financieras, así como también provocar más incertidumbre y, con ello, un mayor freno a la actividad en distintas regiones. Además de los riesgos de índole geopolítica que siempre están presentes, existen procesos con potenciales impactos a nivel mundial que aún no se dilucidan, como el *brexít*, y la forma que adoptarán en el futuro las relaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea. La situación fiscal de Italia es otro de los focos que podría provocar nuevas oleadas de volatilidad en los mercados, ya que se trata de la cuarta economía de la Unión Europea y representa un 11% de su producto.

En definitiva, el balance de riesgos en el contexto internacional es más negativo que hace unos meses y el efecto sobre el nivel de actividad en los países de la región dependerá, en parte, de las herramientas internas que cada uno pueda desplegar para hacerle frente. La capacidad de los países para emplear política monetaria o ampliar el espacio fiscal puede ser un factor que contribuya en este sentido.

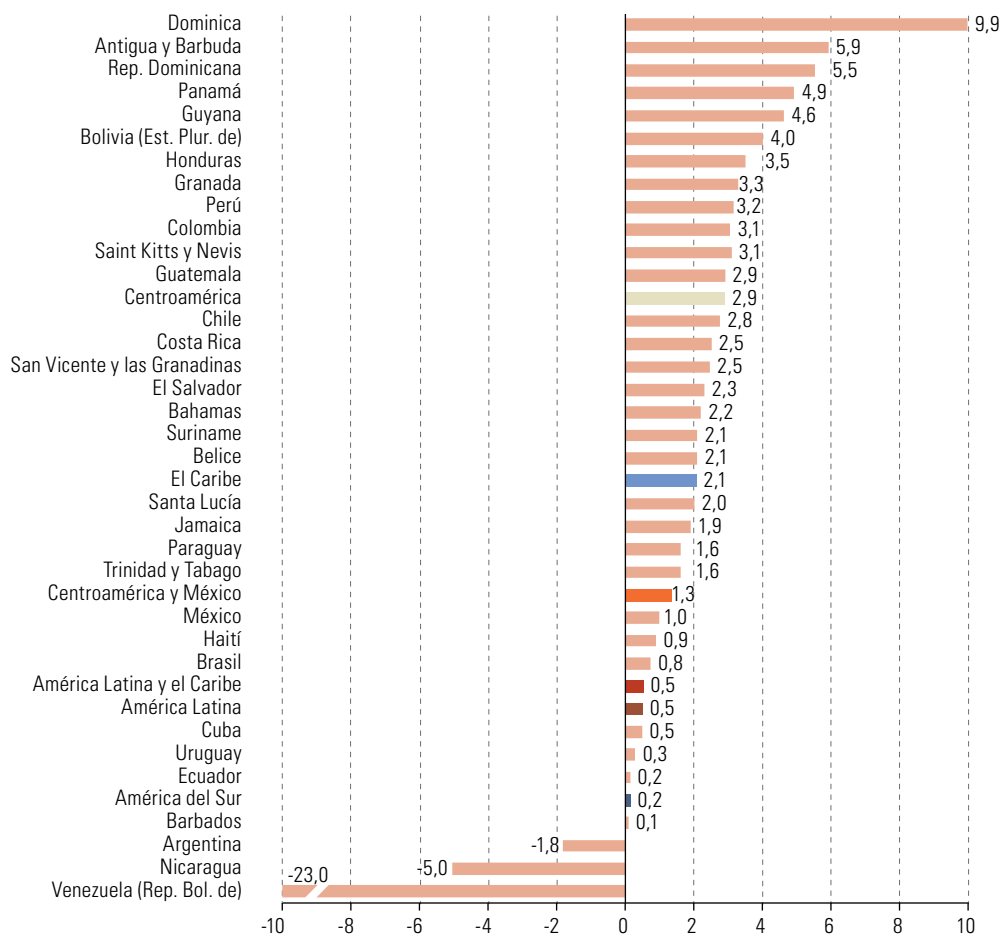
Sin embargo, en el ámbito de la política fiscal, el espacio de maniobra parece reducido ya que los presupuestos de los países para 2019 plantearon un proceso de consolidación orientado a mejorar el resultado primario con el objetivo de estabilizar la trayectoria de la deuda pública. Estas medidas implican una previsión de un menor gasto primario, que se sustenta en reducciones del gasto de capital y del gasto corriente primario. Un riesgo adicional para las finanzas públicas es que las cifras preliminares al primer trimestre de la recaudación tributaria e ingresos provenientes de recursos naturales no renovables muestran una desaceleración, lo que podría resultar en menores ingresos públicos como proporción del PIB durante el año. En este contexto, una posible reducción en la recaudación podría significar un ajuste mayor en el gasto público o un incremento del déficit.

En materia de política monetaria, el espacio con el que cuentan las autoridades para adoptar políticas de estímulo a la demanda agregada también se reduce. Por un lado, mantener políticas monetarias que impliquen un estímulo a la demanda agregada, en un contexto como el actual, de elevada incertidumbre en los mercados financieros internacionales, puede incrementar la volatilidad cambiaria en la región y llevar a mayores depreciaciones de las monedas. En algunos casos, estas tensiones cambiarias podrían atenuarse mediante intervenciones en los mercados cambiarios, pero nuevamente, en un contexto de menores flujos financieros la estrategia podría resultar insostenible. Además, las mayores depreciaciones también generarían presiones en los precios de los bienes importados, con lo que se podría desencadenar un aumento de la inflación. Por otro lado, en algunos países de la región los grados de libertad de los gestores son aún menores, pues si bien se enfrenta un debilitamiento de la demanda agregada interna, también coexiste una inflación alta, que tiene sus orígenes en un creciente uso del financiamiento monetario de la gestión fiscal.

## 2. La proyección de crecimiento para América Latina y el Caribe se ha revisado a la baja, a un 0,5%, producto de la desaceleración generalizada en los países de la región

La región continúa empantanada en una senda de bajo crecimiento. Luego de contraerse a tasas del -0,2% y el -1% en el bienio 2015 y 2016, la región de América Latina y el Caribe creció en 2017 apenas por sobre el 1% para luego desacelerar al 0,9% en 2018 y desacelerar aún más este año según las actuales proyecciones de la CEPAL.

En 2019, el PIB de América Latina y el Caribe crecerá un 0,5%, lo que representa un ajuste a la baja de ocho décimas respecto de las proyecciones publicadas en abril. Esto es producto de revisiones a la baja en 15 de los 20 países de América Latina y la mantención en la proyección de los 5 restantes. Lo anterior, evidencia el deterioro generalizado que sufren las economías de la región. Sin embargo, esta muestra una gran heterogeneidad al evaluar el desempeño específico de los países, dado que mientras 3 países crecerán por sobre el 5%, 11 países lo harán entre el 2,6% y el 5% y 16 países entre el 0% y el 2,5%. Por el contrario, la actividad en la Argentina, Nicaragua y Venezuela (República Bolivariana de) se contraerá (véase el gráfico I.60).



**Gráfico I.60**

América Latina y el Caribe:  
tasa proyectada de  
crecimiento del PIB, 2019  
(En porcentajes, sobre  
la base de dólares  
constantes de 2010)

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

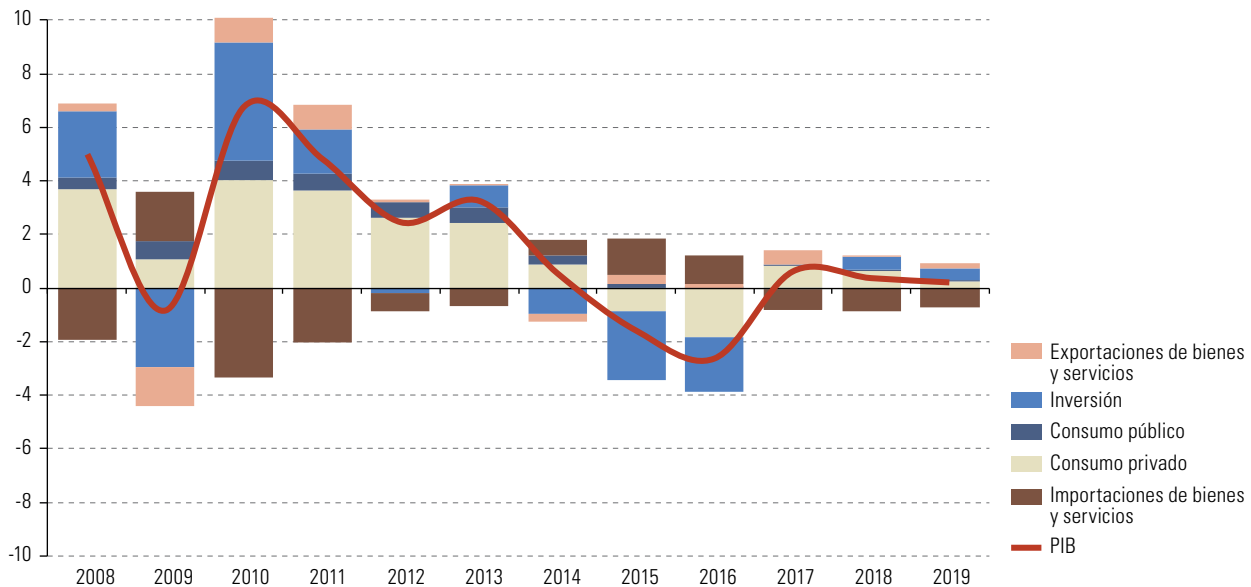
**Nota:** Centroamérica incluye Cuba, Haití y la República Dominicana.

La diferencia en la intensidad de la dinámica de la actividad económica entre países y subregiones responde no solo a los impactos diferenciados del contexto internacional en cada economía, sino también a la dinámica de los componentes del gasto —principalmente el consumo y la inversión— que ha venido siguiendo patrones distintos en las economías del norte y en las del sur.

La actividad económica en América del Sur pasará de un crecimiento del 0,4% en 2018 a un crecimiento del 0,2% en 2019. En términos de gasto, se observa que este año la demanda interna se incrementará tan solo un 0,7%. El resultado se explica tanto por el deterioro del consumo como de la formación bruta de capital fijo, siendo solo las existencias las que harán aumentar la inversión (véase el gráfico I.61). Respecto del comercio exterior de bienes y servicios, este año las exportaciones netas contribuirán negativamente al crecimiento.

**Gráfico I.61**

América del Sur: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, 2008 a 2019<sup>a</sup>  
(En porcentajes)



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

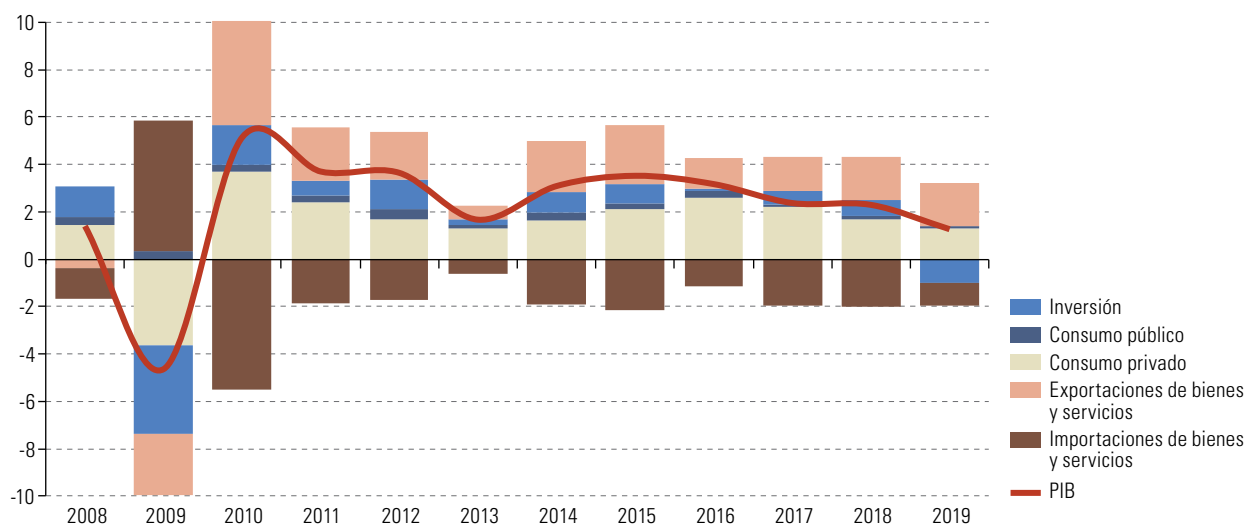
<sup>a</sup> Las cifras de 2019 son una proyección.

De igual manera, en Centroamérica<sup>21</sup> las pérdidas de dinamismo de todos los países, salvo Panamá, condujeron a la disminución del ritmo de crecimiento que las economías de la subregión exhibieron en 2018, de un 3,2% a un 2,9%. En México, la tasa de crecimiento disminuirá un punto porcentual, del 2,0% registrado en 2018 a un 1,0% en 2019. En Centroamérica y México existirá una recomposición en los componentes de la demanda agregada que explican el crecimiento, pues mientras el consumo privado y las exportaciones continuarán siendo su principal componente, la contribución de la inversión sería negativa, véase el gráfico I.62. Finalmente, las economías del Caribe de habla inglesa y neerlandesa mostrarán un leve incremento del crecimiento del 2,1% respecto al 1,9% del año anterior.

<sup>21</sup> Costa Rica, Cuba, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

Gráfico I.62

Centroamérica y México<sup>a</sup>: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, 2008 a 2019<sup>b</sup>  
(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Incluye Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y República Dominicana.

<sup>b</sup> Las cifras de 2019 son una proyección.

## Bibliografía

- Aldasoro, I. y T. Ehlers (2018), "Global liquidity: changing instruments and currency patterns", *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- Borgen Gjerde, I. (2019), "Continued liquidity drain dampens 2019 outlook", DNB Markets, 7 de enero.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2019a), "Global liquidity indicators", 4 de junio [en línea] <http://www.bis.org/statistics/gli.htm>.
- (2019b), "Statistical release: BIS global liquidity indicators at end-December 2018", 30 de abril [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli1904.pdf>.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2018), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2018* (LC/PUB.2018/17-P), Santiago.
- CEPAL/OIT (Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Organización Internacional del Trabajo) (2019), "El futuro del trabajo en América Latina y el Caribe: antiguas y nuevas formas de empleo y los desafíos para la regulación laboral", *Coyuntura Laboral en América Latina y el Caribe*, N° 20 (LC/TS.2019/31), Santiago, mayo.
- De Guindos, L. (2019), "Euro area banks: the profitability challenge", 25 de junio, Banco Central Europeo (BCE) [en línea] <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190625~6d33411cff.en.html>.
- Financial Times* (2019), "Traders fear 'avalanche' of Pemex bond sales", 26 de junio [en línea] <https://www.ft.com/content/c0cef652-91aa-11e9-b7ea-60e35ef678d2>.
- IIF (Instituto de Finanzas Internacionales) (2019), Global Debt Monitor [base de datos en línea] <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monitor> [fecha de consulta: 15 julio].
- (2018), "Capital Flows to Emerging Markets Report" [en línea] <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Capital-Flows-to-Emerging-Markets-Report/lapg-903/1>.

- Kaplan, R. (2019), "Corporate debt as a potential amplifier in a slowdown"; Banco de la Reserva Federal de Dallas, 5 de marzo [en línea] <https://www.dallasfed.org/research/economics/2019/0305>.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2019), *OECD Economic Surveys: Mexico 2019*, París, OECD Publishing.
- OMC (Organización Mundial del Comercio) (2019), "World Trade Outlook Indicator"; 20 de mayo [en línea] [https://www.wto.org/english/news\\_e/news19\\_e/wtoi\\_20may19\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/news19_e/wtoi_20may19_e.htm).
- OMT (Organización Mundial del Turismo) (2019), *World Tourism Barometer*, vol. 17, N° 2, mayo.
- PREALC (Programa Regional del Empleo para América Latina y el Caribe) (1991), *Empleo y equidad: el desafío de los 90*, Santiago.
- Qendro, S. (2019), "Corporate leverage: par for the course or harbinger of an upcoming crisis?"; *Investment Research*, Capital Advisors Group, 22 de febrero.
- Xinhuanet (2019), "Non-resident capital flows into China to grow in 2019: report"; 6 de abril [en línea] [http://www.xinhuanet.com/english/2019-04/06/c\\_137954293.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2019-04/06/c_137954293.htm).



# El nuevo contexto financiero mundial: efectos y mecanismos de transmisión en la región

---





# Los cambios en el ciclo financiero mundial y sus implicaciones

---

## Introducción

A. Apalancamiento, interconectividad y concentración

B. Hechos estilizados del sistema bancario en el período poscrisis (2010-2018)

C. El dinamismo de la industria de administración de activos

D. El aumento de la deuda global: un fenómeno sistémico

E. Vulnerabilidades latentes y mecanismos de transmisión en el nuevo ciclo financiero

Bibliografía





## Introducción

Como consecuencia de la crisis financiera mundial (2008-2009) y de las políticas de expansión cuantitativa puestas en práctica por los países desarrollados (los Estados Unidos, la zona del euro y el Japón) para mitigar sus efectos sobre el crecimiento y el empleo, el ciclo financiero mundial ha experimentado cambios significativos en su forma de operar y en sus mecanismos de transmisión.

Desde la década de 1990 hasta el advenimiento de la crisis, el ciclo financiero internacional dependía fundamentalmente del comportamiento de la banca mundial, situada sobre todo en los Estados Unidos y en los países de la zona del euro. El ciclo financiero operaba mediante la interrelación entre el apalancamiento del sistema financiero, su interconectividad y la concentración de las instituciones financieras (Shin, 2014).

El apalancamiento, sumado a un proceso de concentración financiera, permitió generar altos niveles de rentabilidad con bajos márgenes de intermediación. A su vez, el apalancamiento se sustentaba en un elevado grado de interconectividad del sistema financiero. La interconectividad implicaba que las fuentes de financiamiento de la banca se obtenían en el propio sistema financiero a través de deudas y préstamos intrabancarios. Así, el funcionamiento y la expansión del sistema financiero pasó a depender cada vez más de fuentes de financiamiento interno y menos de fuentes externas (depósitos de los ahorristas). El sistema era altamente procíclico, sobre todo en el caso de los bancos más grandes, que concentraban una parte significativa de los activos totales. Se tendía a expandir las hojas de balance en los períodos de auge (como ocurrió con anterioridad a la crisis financiera mundial) y en la fase contractiva del ciclo se registraba el comportamiento opuesto (como ocurrió durante la crisis). Estas expansiones y contracciones de las hojas de balance determinaban, a su vez, el grado de liquidez disponible tanto en las economías desarrolladas como en las economías en desarrollo.

Con posterioridad a la crisis financiera mundial se registra un cambio en la importancia relativa de los actores del sistema financiero<sup>1</sup>.

El sistema bancario perdió importancia relativa como generador y transmisor de la liquidez global. El mercado de capitales y, de manera más precisa, el mercado de bonos, suplieron la pérdida de dinamismo de la banca internacional y asumieron un mayor protagonismo relativo en la provisión de liquidez global.

A la par de la creciente importancia relativa del mercado de bonos, la industria de administración de activos (caracterizada por elevados grados de concentración a nivel de región y de empresa, alta prociclicidad e interconectividad con el sistema financiero en la sombra, y marcados riesgos para la estabilidad financiera) ha reforzado su papel en el sistema financiero internacional y en la provisión de financiamiento. De hecho, la industria de administración de activos ha pasado a ser el principal comprador de la deuda corporativa emitida en los mercados internacionales (McCrum, 2015).

A la vez, el endeudamiento de la economía mundial en su conjunto ha mantenido la trayectoria al alza que comenzó hacia fines de la década de 1990 y en 2018 llegó a niveles récord, tanto en términos absolutos como en porcentajes del PIB mundial<sup>2</sup>. A diferencia del período previo a la crisis, el aumento de la deuda en el período poscrisis

<sup>1</sup> El impacto de la regulación financiera en el cambio del ciclo financiero se analiza en el capítulo IV de esta edición del *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*.

<sup>2</sup> El Banco de Pagos Internacionales (BPI) presenta una base de datos de deuda internacional que va del último trimestre de 1962 al cuarto trimestre de 2018. Véase un análisis de las tendencias de la deuda global y sus componentes en BPI (2019), Cochrane, Ell y Korobkin (2019), Credit Suisse (2019) e IIF (2019).

plantea un riesgo de fragilidad financiera sistémica al afectar a todos los sectores (gobierno, hogares y corporaciones financieras y no financieras) y a todas las regiones, tanto del mundo desarrollado como en desarrollo<sup>3</sup>.

A nivel sectorial, el endeudamiento del sector corporativo no financiero plantea importantes desafíos para la estabilidad financiera.

El nivel de la deuda en dicho sector se sitúa en máximos históricos en la economía más grande del mundo y es muy elevado en las economías emergentes de mayor tamaño. Este endeudamiento también ha ido acompañado de una caída de la rentabilidad, lo que pone en duda su sostenibilidad futura. Además, las economías emergentes en su conjunto, y sobre todo las de mayor tamaño, han optado por aumentar su endeudamiento en moneda extranjera, lo que las expone a descalces de moneda y las vuelve vulnerables a los mecanismos de transmisión de la política monetaria que ya no solo operan por el canal bancario sino también por el mercado de capitales<sup>4</sup>. Por último, en algunas de las economías emergentes de mayor tamaño, el endeudamiento del sector corporativo no financiero se lleva a cabo mediante filiales de casas matrices residentes en el extranjero. Esto implica que el endeudamiento debe medirse por criterios de nacionalidad y no de residencia.

Una parte significativa de los ingresos derivados de la emisión de deuda se transfiere al país de origen y aparece registrada bajo la forma de inversión extranjera directa cuando en realidad es un flujo de cartera, y puede tratarse fácilmente de flujos financieros especulativos<sup>5</sup>. La evidencia indica que un 20% de este tipo de transferencias se destina a activos líquidos y de corto plazo (Bruno y Shin, 2015). Esto añade un nuevo mecanismo de transmisión de la política monetaria internacional y de los flujos financieros que caracterizan el nuevo ciclo financiero.

En definitiva, los cambios en la composición de la importancia relativa de los mercados y actores financieros, y la mayor complejidad de los mecanismos de

<sup>3</sup> Existen distintas acepciones de fragilidad financiera. Aquí se asume que esta resulta de la tendencia endógena de las economías de mercado a la expansión basada en un incremento del endeudamiento y de la eventual dificultad que tienen los distintos agentes y unidades económicas (sobre todo empresas del sector real y financiero) para cumplir con sus obligaciones de deuda. Una caracterización ampliamente conocida de la fragilidad financiera es la de Hyman Minsky, que consideró tres estructuras financieras: cubiertas (*hedged*), especulativas y Ponzi. Si los flujos de ingresos realizados y esperados son suficientes para el pago de las obligaciones (pasivos), se trata de una situación de financiamiento con cobertura. Si los flujos de ingresos realizados y esperados no son suficientes para el pago de las obligaciones (pasivos), la única manera de enfrentar la situación es refinanciar la deuda o aumentarla. El refinanciamiento de deuda es una situación de financiamiento que Minsky denomina "especulativa". Por otra parte, el aumento de la deuda para pagar la deuda es una situación de financiamiento que Minsky denomina "Ponzi". Según Minsky, el grado de solidez o fragilidad financiera depende de la mezcla existente de posiciones financieras cubiertas, especulativa y Ponzi. Cuando la proporción de unidades económicas con una posición de financiamiento con cobertura disminuye y las posiciones especulativas y Ponzi aumentan, la estructura financiera se vuelve más frágil (Minsky, 1986, pág. 44). La fragilidad financiera puede caracterizar cualquier sector económico o agente, incluidos los hogares, el sector financiero y los sectores corporativos no financieros (véanse Minsky, 1982 y 1986; Pérez Caldentey y González, 2015; y Pérez Caldentey, Favreau y Méndez, 2019). De acuerdo con este punto de vista, tanto el sector corporativo no financiero como el sector corporativo financiero operan bajo un esquema de financiamiento especulativo.

<sup>4</sup> En el caso del mercado de bonos, el canal de transmisión de la política monetaria opera a través de la relación inversa entre la tasa de interés y el valor presente de un bono. Este mecanismo opera con particular efectividad cuando los bonos se emiten con rendimiento fijo, como es el caso del grueso de la emisión de bonos en los mercados internacionales. Según el mecanismo de transmisión referente al canal de préstamos bancarios (Kashyap y Stein, 1995; Myers, 2001), un aumento en la tasa de interés nominal se traduce en una erosión del capital de las instituciones financieras, lo que puede hacer peligrar el cumplimiento de la normativa de requisitos de capital. La recomposición de la base de capital mediante la emisión de acciones puede resultar costosa debido a la existencia de información asimétrica entre los nuevos accionistas y los accionistas existentes. Ante esta situación, los bancos optan por contraer el crédito bancario para mantener el cumplimiento de los requisitos de capital.

<sup>5</sup> Según las convenciones contables, una transacción internacional que consiste en la repatriación de los ingresos procedentes de la emisión de un bono por parte de una filial residente en el exterior hacia la casa matriz de un determinado país es considerada en la balanza de pagos como parte de la inversión extranjera de ese país. En cambio, la misma operación de una filial residente en el extranjero hacia otra empresa que no sea la casa matriz se registra en la balanza de pagos como una operación de flujo de cartera. La contabilización diferente de dos in-flujos que, en definitiva, son similares puede causar grandes errores en el análisis de la estabilidad o inestabilidad de una economía. De manera más precisa, un flujo contabilizado como inversión extranjera directa puede ser, *de facto*, un flujo de cartera, con todo lo que ello implica para la estabilidad financiera (véase Avdjiev, Chui y Song Shin, 2014).

transmisión monetarios y financieros que esto conlleva, hacen que sea necesario repensar y replantear conceptos y formas de medir, evaluar y examinar la globalización financiera para poder entender sus mecanismos de transmisión y su impacto.

En este capítulo se analizan los dos ciclos financieros, en tanto que en el capítulo III (“Hacia un nuevo enfoque para analizar las vulnerabilidades potenciales que enfrenta América Latina y el Caribe en el nuevo ciclo financiero”) se plantean algunas nuevas formas de identificar y medir vulnerabilidades financieras para el caso de América Latina y el Caribe.

## A. Apalancamiento, interconectividad y concentración

Desde la década de 1990 hasta la actualidad se han registrado dos ciclos financieros (Shin, 2014). El primer ciclo financiero, que abarca desde los años noventa hasta el estallido y la resolución de la crisis financiera mundial (2008-2009), se caracteriza por un notable crecimiento de los activos globales<sup>6</sup>.

Esta expansión de los activos financieros globales fue impulsada y apuntalada por la expansión y concentración de la banca internacional en grandes instituciones financieras complejas. Estas instituciones funcionaban como una red mundial de oficinas y filiales, con financiamiento centralizado distribuido dentro del grupo financiero como parte de un plan estratégico global y que dominaba el sistema financiero mundial. Las grandes instituciones financieras complejas registraron un sustancial crecimiento en este período y representaron la mayor parte de la intermediación financiera entre países (CEPAL, 2016).

Estos conglomerados financieros estaban muy relacionados entre sí, como lo demuestra un ejercicio de correlación entre la variación trimestral de los activos para 11 de las mayores instituciones financieras del mundo para los períodos 2000-2006 y 2008-2009. Por lo menos en la mitad de los casos considerados, la relación es positiva y estadísticamente significativa. Vale notar que esta relación se refuerza en el período 2008-2009.

La interconectividad implicaba que las instituciones financieras se volvían menos dependientes de fuentes externas, como los depósitos (el ahorro), pero más dependientes de fuentes internas del propio sistema financiero. Esto requería que la interconectividad permitiera generar el nivel de liquidez necesario para financiar un sistema financiero basado en el apalancamiento (en el aumento de la deuda del sector financiero).

La interconectividad se vio facilitada por un elevado grado de apalancamiento que, junto con una mayor concentración, mejoró sustancialmente la rentabilidad bancaria, con bajos márgenes de intermediación<sup>7</sup>.

Según estimaciones propias, los bancos mundiales, y de manera más específica los bancos de inversión (tales como Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley y Goldman Sachs), tenían niveles de apalancamiento cercanos a 30. Esto implicaba que

<sup>6</sup> Véase información empírica que ilustra el funcionamiento del primer ciclo financiero en términos de prociclicidad, concentración e interconectividad en Pérez Caldentey y Cruz (2012).

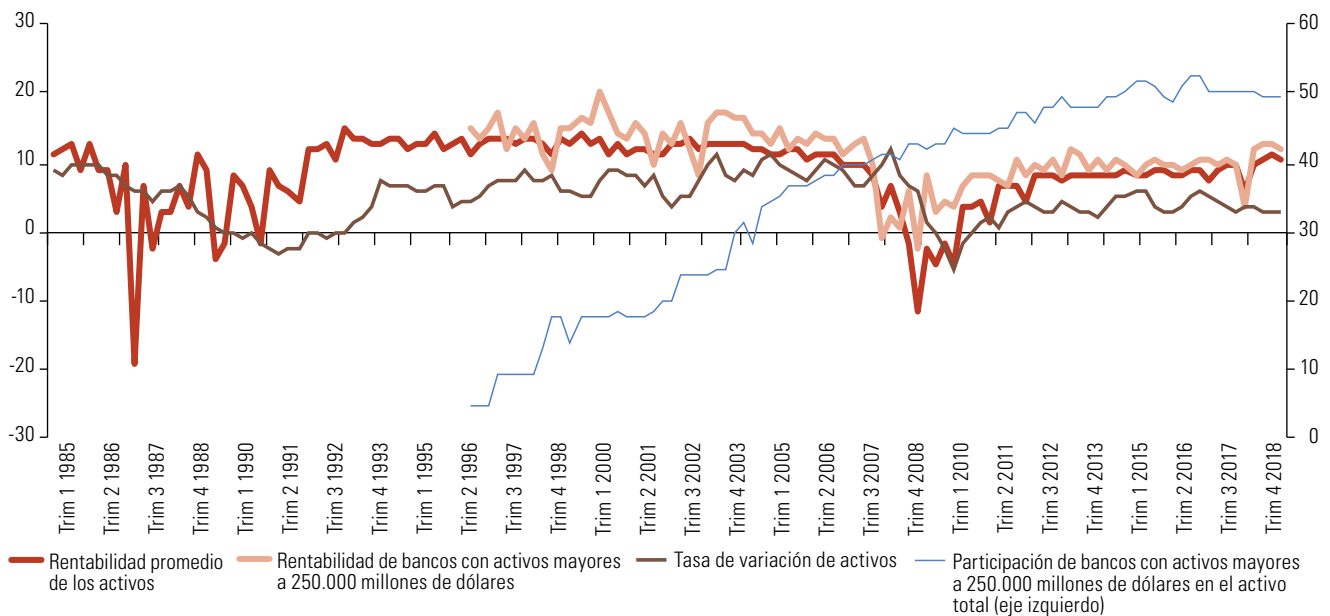
<sup>7</sup> Tradicionalmente, por lo menos hasta principios de la década de 2000, se equiparaban los bajos márgenes de intermediación con una mayor eficiencia del sistema financiero. Así, se consideraba que la banca de los países desarrollados, incluidos los Estados Unidos, la zona del euro y el Japón, a pesar de tener un alto nivel de apalancamiento, era sumamente eficiente por tener bajos márgenes de intermediación. En cambio, en el caso de América Latina y el Caribe, la banca se consideraba altamente ineficiente (con elevados márgenes de intermediación), a pesar de estar de tener bajos niveles de apalancamiento. La experiencia demostró que una banca con alto apalancamiento y bajos márgenes de intermediación puede ser ineficiente (en el sentido de no canalizar los recursos de manera óptima) y altamente inestable.

financiaban por encima del 95% de la adquisición de activos con emisión de deuda. La evidencia disponible para todas las instituciones financieras aseguradas de depósitos de los Estados Unidos muestra que su número disminuyó de 18.083 en 1985 a 8.833 en 2005 y a 8.012 a fines de 2009. Al mismo tiempo, la participación de las instituciones financieras con activos mayores a 250.000 millones de dólares en los activos totales del sector bancario aumentó del 10% al 45% para el mismo período (véase el gráfico II.1).

### Gráfico II.1

Estados Unidos: rentabilidad, crecimiento de los activos y participación en el activo total de bancos con activos mayores a 250.000 millones de dólares, 1985-2018

(En porcentajes)



**Fuente:** Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), "Statistics", 2019 [en línea] <https://www.fdic.gov/>.

**Nota:** La muestra de bancos incluye solo a los que tienen garantías de depósitos.

El aumento de la rentabilidad bancaria es visible desde la década de 1990 hasta el inicio de la crisis financiera mundial. Los datos disponibles muestran que la tasa trimestral de rentabilidad de los recursos propios promedio se situó en un 5,5% entre 1984 y 1990, y aumentó a aproximadamente el 12,7% entre 1991 y 2007. La crisis financiera mundial disminuyó significativamente la rentabilidad bancaria (por lo menos un 40%). Medida como la tasa de rendimiento del capital, la rentabilidad promedio para los bancos en los Estados Unidos cayó al 7,7% con la crisis financiera mundial. En el caso de los bancos con activos superiores a 250.000 millones de dólares, la rentabilidad se situó por encima del promedio (13,7%) en el período previo a la crisis y durante la crisis cayó más del 50%.

En este contexto, los períodos de auge se caracterizan por el financiamiento de la expansión del valor del activo bruto con endeudamiento. Es decir, las instituciones financieras sesgaban la composición de sus pasivos hacia un mayor apalancamiento. En los períodos de contracción (o recesión), por el contrario, las instituciones financieras reaccionan mediante un proceso de reducción de deuda o desapalancamiento. El desapalancamiento producía una contracción del valor de los activos, ya que las instituciones trataban de reducir los activos para poder hacer frente a sus obligaciones<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Véanse, por ejemplo, Adrian y Shin (2008a y 2008b), Shin (2010), y Drehman, Borio y Tsatsaronis (2012).



En suma, al igual que los períodos de auge se traducen en una expansión de las hojas de balance de las instituciones financieras, los períodos de recesión se traducen en una reducción de las hojas de balance<sup>9</sup>. Este comportamiento puede ser una importante fuente de inestabilidad en el sistema financiero, que se manifiesta en una tendencia acumulativa al alza en períodos de auge y en una tendencia acumulativa a la baja en períodos de recesión. En otras palabras, el comportamiento del apalancamiento genera inestabilidad en el sistema financiero porque los períodos de alza y de baja no tienen mecanismos de autocorrección (es decir, no hay tendencia a reducir las desviaciones acumulativas al alza o a la baja).

Por último, por el hecho de causar un movimiento acumulativo al alza o a la baja en las hojas de balance del sistema financiero, el apalancamiento y su prociclicidad acaban traducéndose en fuertes expansiones y contracciones del crédito. A su vez, esto produce un crecimiento o descenso de la actividad económica. En particular, la contracción del crédito puede tener un impacto negativo de mediano plazo o de carácter más permanente en la trayectoria de crecimiento de una economía a través de la contracción de la inversión, de la pérdida de capital humano o desacumulación de factores productivos y del impacto en el mercado de trabajo

## B. Hechos estilizados del sistema bancario en el período poscrisis (2010-2018)

### 1. La desaceleración del sector bancario y la recomposición de las hojas de balance

Con posterioridad a la crisis financiera mundial, los activos financieros a nivel mundial siguieron su trayectoria ascendente, pero frenaron la tasa de crecimiento. Entre 2002 y 2017, los activos financieros se expandieron de 128 billones de dólares a 336 billones de dólares, con lo que la tasa de crecimiento fue del 15,7% (véase el gráfico II.2). El componente del sector financiero que registró la mayor tasa de crecimiento fue el de la banca comercial (incluidos los bancos de inversión), con un 15,7%. A partir de los primeros síntomas de la crisis financiera mundial, en 2009 la tasa de crecimiento de los activos financieros se redujo al 4% y hasta la fecha se ha mantenido en torno a esta cifra. La banca comercial fue el subsector que experimentó la mayor reducción de activos, ya que se contrajo un 0,4% y se situó en torno al 3,2%, en promedio, entre 2010 y 2017<sup>10</sup>.

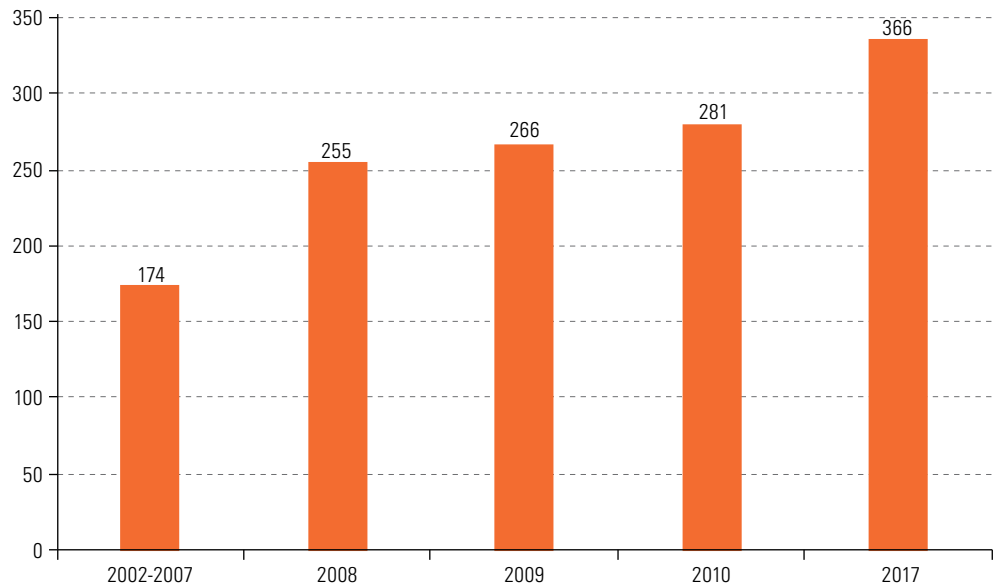
De conformidad con este comportamiento y con la caída de la rentabilidad, la tasa de crecimiento de los préstamos transfronterizos de la banca comercial, tanto para las economías emergentes como a nivel mundial, aumentó de manera continua entre principios de 2002 y fines de 2007, y llegó a promediar un 11,2% y un 8,5% para cada grupo de economías, y a un máximo del 34,3% y el 25%, respectivamente (véase el gráfico II.3). Tras la crisis financiera mundial, y hasta el segundo trimestre de 2018, la tasa de crecimiento de los préstamos transfronterizos disminuyó al 5,5% a nivel mundial y al 4,7% para los mercados emergentes y las economías en desarrollo<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Nótese que aquí se identifica a las variaciones de la liquidez con las de las hojas de balance de las instituciones financieras.

<sup>10</sup> Véase FSB (2018).

<sup>11</sup> En el caso de los Estados Unidos esto se explica no solo por las condiciones financieras prevalecientes después de la crisis financiera mundial, sino también por el aumento de las hojas de balance de la Reserva Federal, que implica que la política de expansión cuantitativa se realizó sobre la base de los ingresos que recibió la banca global por la compra de parte de sus activos (Pérez Caldentey, 2017).

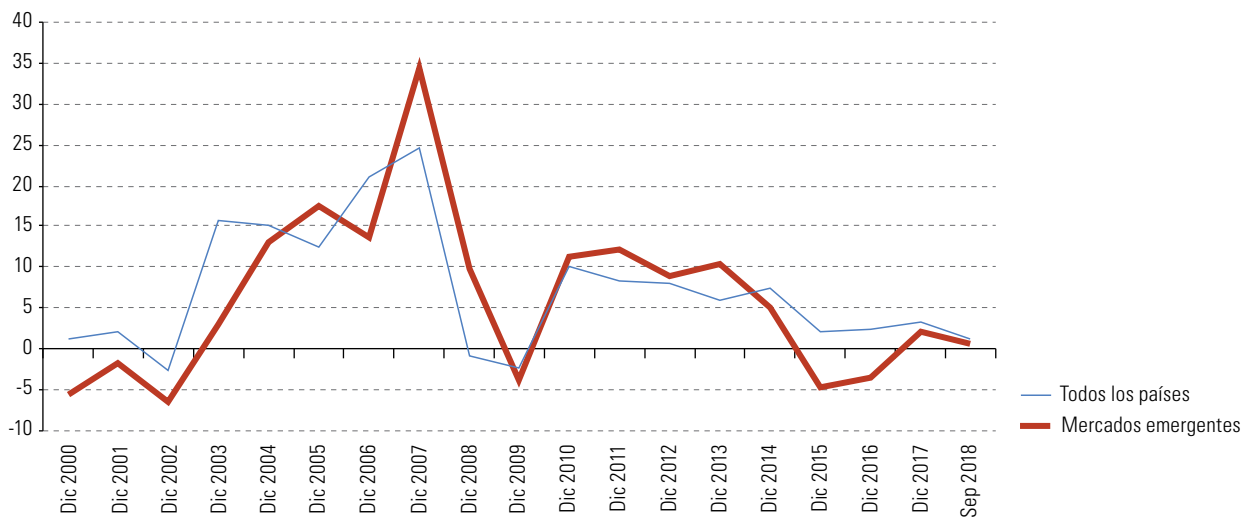
**Gráfico II.2**  
Activos del sistema  
financiero mundial,  
2000-2017  
(En billones de dólares)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg y del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), 2018.

**Nota:** Se incluyen los siguientes países: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, España, Estados Unidos, Federación de Rusia, Francia, Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), India, Indonesia, Irlanda, Islas Caimán, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Países Bajos, Reino Unido, República de Corea, Singapur, Sudáfrica, Suiza y Turquía. Las instituciones financieras incluyen bancos centrales, banca comercial, corporaciones de seguros, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros.

**Gráfico II.3**  
Tasa de crecimiento de los préstamos transfronterizos globales de la banca a todos los países y a los mercados emergentes, diciembre de 2000-septiembre de 2018  
(En porcentajes)



**Fuente:** Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics", 2019 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

Conjuntamente con este comportamiento, el sector bancario ha registrado un proceso de recomposición de las hojas de balance. La evidencia empírica disponible muestra que el sector bancario de la mayoría de los países desarrollados ha mejorado sus indicadores de desempeño.

A título ilustrativo cabe señalar que la mayoría de los bancos del mundo desarrollado han fortalecido su base de capital<sup>12</sup>. En el caso de los Estados Unidos, la razón de capital basada en el riesgo pasó, para el conjunto de instituciones y para los bancos de mayor tamaño, del 13,5% y el 12,8%, respectivamente, en el bienio 2008-2009 al 14,7% y el 13,9%, respectivamente, en el período 2010-2018 (véase el cuadro II.1).

### Cuadro II.1

Estados Unidos: indicadores de desempeño de la banca comercial, 2000-2018

(En porcentajes)

Indicador	Tipo de banco	2000-2007	2008-2009	2010-2018
Instituciones que informan ingreso neto trimestral negativo (en porcentajes)	Activos > 250.000 millones de dólares	11,5	47,6	3,7
	Todas las instituciones	12,3	34,9	14,0
Instituciones que informan año a año crecimiento en su ingreso anual (en porcentajes)	Activos > 250.000 millones de dólares	46,9	36,9	67,5
	Todas las instituciones	55,7	41,3	58,8
Provisiones trimestrales por pérdidas como porcentaje del ingreso neto operativo	Activos > 250.000 millones de dólares	10,1	40,4	6,9
	Todas las instituciones	11,0	48,6	10,2
Pérdidas trimestrales netas sobre préstamos	Activos > 250.000 millones de dólares	0,8	2,2	0,8
	Todas las instituciones	0,9	2,6	0,9
Capital en relación con activos	Activos > 250.000 millones de dólares	8,1	8,9	10,4
	Todas las instituciones	9,7	10,1	11,2
Razón de capital basada en el riesgo	Activos > 250.000 millones de dólares	11,7	12,8	13,9
	Todas las instituciones	12,9	13,5	14,7
Activos ponderados por riesgo a activos totales	Activos > 250.000 millones de dólares	74,9	70,7	68,1
	Todas las instituciones	74,1	72,6	69,9
Préstamos netos a activos totales	Activos > 250.000 millones de dólares	52,0	47,4	46,2
	Todas las instituciones	59,9	54,8	53,8
Depósitos totales como porcentaje de los activos totales	Activos > 250.000 millones de dólares	63,6	65,5	73,8
	Todas las instituciones	65,6	67,9	75,3
Préstamos al comercio como porcentaje de los préstamos totales	Activos > 250.000 millones de dólares	47,3	53,8	48,7
	Todas las instituciones	50,3	49,1	46,1
Activos > 5 años como porcentaje del total de activos	Activos > 250.000 millones de dólares	21,5	22,1	23,9
	Todas las instituciones	22,1	21,1	25,4

Fuente: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), "Statistics", 2019 [en línea] <https://www.fdic.gov/>.

También los bancos comerciales han pasado a depender de fuentes más estables de financiamiento. Se observa una mayor dependencia en el financiamiento interno relativo al financiamiento externo que en la banca comercial, lo que, en principio, debería contribuir a la estabilidad financiera. Para los mismos períodos, la participación de los depósitos totales en el total de activos de la banca comercial aumentó, para el conjunto de instituciones y para los bancos de mayor tamaño, del 67,9% al 75,3% y del 65,5% al 73,8%, respectivamente. Por último, el porcentaje de instituciones y bancos de mayor tamaño que informan resultados negativos ha disminuido sustancialmente (del 47,6% y el 34,9% en el bienio 2008-2009 al 3,7% y el 14,0% en el período 2010-2018) y más de la mitad de las instituciones financieras informó un crecimiento anual de los ingresos.

<sup>12</sup> Tal como se señala en el capítulo IV de este *Estudio Económico*, esto respondió en parte a la regulación financiera implementada después de la crisis financiera mundial.

## 2. Pérdida de importancia de la banca mundial en los países desarrollados y aumento de la concentración bancaria

Además de los efectos mencionados, la crisis financiera mundial tuvo un impacto significativo en la importancia global de las principales entidades del sistema financiero (medida por el volumen de sus activos). Una comparación entre los 100 principales bancos del mundo entre 2008 y 2017 muestra, en primer lugar, una abultada ganancia de Asia (véase el cuadro II.2). Los bancos asiáticos, entre los que se destacan los chinos, duplicaron su participación durante el período y entre 2008 y 2017 pasaron de representar el 17% a representar el 35% de los 100 principales bancos del mundo. En términos de activos, estos pasaron del 16% al 40% del total.

**Cuadro II.2**  
Bancos más grandes, por región y activos totales, 2008 y 2017  
(En números y miles de millones de dólares)

Regiones	2008		2017	
	Bancos	Total de activos	Bancos	Total de activos
África Subsahariana	1	165,23	0	0
América del Norte (Estados Unidos y Canadá)	21	14 868,87	17	15 486,38
América Latina y el Caribe	3	737,39	4	1 593,89
Asia	17	10 450,62	35	33 773,53
Europa	54	39 953,86	40	30 067,98
Oceania	4	1 472,82	4	2 641,10
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>67 483,56</b>	<b>100</b>	<b>83 562,88</b>

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de Banks around the World [en línea] [www.relbanks.com](http://www.relbanks.com) y de S&P Dow Jones Indices.

En segundo término, la pérdida de importancia más significativa se registra en la banca europea. En 2008, el 54% de los 100 bancos más importantes tenía su sede en Europa y los bancos allí situados representaban el 59% de los activos de la gran banca. En 2017, la participación de Europa en los 100 principales bancos cayó al 40% en términos de su número absoluto y al 35% en términos del volumen de activos.

En tercer lugar, a pesar de que la crisis financiera mundial tuvo su epicentro en los Estados Unidos, la banca de América del Norte aumentó sus activos (de 14,8 billones de dólares en 2008 a 15,500 billones de dólares en 2017) y perdió poca participación en relación con el volumen de activos de los principales 100 bancos (un 22% en 2008 frente a un 19% en 2017).

Un análisis más detallado muestra que la concentración bancaria en los Estados Unidos, que se inició antes de la crisis financiera mundial, siguió aumentando con posterioridad. Actualmente, cerca del 50% de los activos y más del 80% de los bancos con activos por encima de 250.000 millones dólares del sistema bancario se concentra en cuatro instituciones (FDIC, 2019; Bloomberg, 2019).

Estas instituciones son: JPMorgan Chase (2,6 billones de dólares en activos), Bank of America (2,3 billones de dólares en activos), Wells Fargo (1,87 billones de dólares en activos) y Citigroup (1,9 billones de dólares en activos)<sup>13</sup>.

Este nivel de concentración podría explicar la recuperación de la rentabilidad, que actualmente se sitúa en un 12% para este grupo de bancos. De hecho, la evidencia econométrica muestra que la concentración bancaria mejora la rentabilidad y que

<sup>13</sup> Otras instituciones financieras de importancia son: USBC (959.000 millones de dólares en activos), PNC Financial Services Group (366.000 millones de dólares en activos), GRP US (302.000 millones de dólares en activos), Capital uno (357.000 millones de dólares en activos) y Bank of New York Mellon (333.000 millones de dólares en activos).

estos efectos son independientes de las economías de escala o de la participación de mercado. El aumento de los beneficios se considera como rentas derivadas de la concentración bancaria (Tregenna, 2009). La concentración bancaria no solo es relevante para entender la evolución de la rentabilidad en los países más desarrollados, sino que también es una variable explicativa importante para las economías en desarrollo, como lo demuestra el caso de América Latina (véase el recuadro II.1).

### Recuadro II.1

América Latina y el Caribe: efecto de la concentración bancaria sobre la tasa de retorno

La evidencia empírica para los países desarrollados muestra una relación positiva y estadísticamente significativa entre la concentración bancaria y la rentabilidad. Esta relación también se puede identificar en el caso de América Latina. Sobre la base de datos de panel se estima una regresión para 24 países, mediante tres diferentes metodologías (mínimos cuadrados ordinarios (OLS), método generalizado de los momentos (MGM) y MGM en dos etapas) para evaluar el efecto de la concentración bancaria en la tasa de retorno.

Especificación econométrica

$$Roe_{it} = B_1 + B_2 ConclIndex + B_3 MS_{it} + B_4 SB_{it} + B_5 CA_{it}$$

$Roe_{it}$ : Tasa de retorno para el banco  $i$  en el año  $t$ .

$ConclIndex_{it}$ : Índice de concentración bancaria en el banco  $i$  para el año  $t$ .

$MS_{it}$ : Tamaño de mercado del banco  $i$  en el año  $t$ .

$SB_{it}$ : Tamaño del banco  $i$  en el año  $t$ .

$CA_{it}$ : Razón capital/activos para el banco  $i$  en el período  $t$ .

El panel de microdatos bancarios se construyó sobre la base de los datos entregados por Bloomberg. Para la estimación solo se consideraron los bancos con las series continuas durante diez años.

Las variables utilizadas en el análisis incluyen como variable dependiente la tasa de retorno, medida como el retorno sobre capital, y como variable independiente un índice de concentración bancaria que se define como el total de activos del 20% de los bancos más grandes (sobre el octavo decil) sobre el total de activos totales bancarios por país (todos los activos que informan a los bancos en la muestra en un año y país determinado). Se controló con un rezago de la tasa de retorno para evitar la endogeneidad por autocorrelación. Además, se incluyeron tres variables que expresan la estructura de un banco: a) participación de mercado (PM), que es el ingreso neto del banco  $i$  en el año  $t$  como porcentaje del ingreso total en el año  $i$ ; b) tamaño del banco (TB)  $i$  en el año  $t$ , calculado como el logaritmo de los activos, y c) capital sobre activos (CA), que es el capital sobre los activos del banco  $i$ . Por último, se incluyeron efectos fijos por país y año. Para evitar tener una regresión espuria por doble causalidad, es decir, los efectos que puede tener la tasa de retorno sobre la concentración, se utilizó como variable instrumental para la concentración el rezago de esta misma.

### Resultados

Variables	MGM en dos etapas		MGM en una etapa		OLS	
	Todos los bancos	Activos >10.000 millones de dólares	Todos los bancos	Activos >10.000 millones de dólares	Todos los bancos	Activos >10.000 millones de dólares
<b>Variable dependiente: tasa de retorno</b>						
Índice de concentración	0,13	0,46(*)	0,12(*)	0,27(*)	0,06	0,05
Tasa de retorno	0,12	(-0,09)	0,12	-0,12	0,07	-0,04
PM	(-0,15(*)	-0,3	-0,14	-0,42	-0,04	-0,44
TB	1,34(**)	1,32	1,93(***)	1,97(***)	6,4(***)	6,99(***)
CA	0,49(**)	0,7	0,50(**)	0,72	0,58(**)	0,56
R <sup>2</sup>	0,54	0,73	0,57	0,72	0,73	0,8
Observaciones	835	271	835	271	835	271

**Nota:** En la estimación econométrica se utilizó el rezago de la tasa de retorno sobre el capital como variable instrumental del índice de concentración. (\*), (\*\*) y (\*\*\*) indican una importancia del 1%, del 5% y del 10%, respectivamente.

**Recuadro II.1 (conclusión)**

Los resultados muestran que dos de las variables consideradas tienen efectos estadísticamente significativos sobre la tasa de retorno: el tamaño del banco (logaritmos de los activos) el índice de concentración. El tamaño del banco muestra, en promedio, un aumento de 1,7 puntos porcentuales para las dos estimaciones realizadas por método generalizado de momentos, en particular un 1% de aumento de los activos tiene un impacto de 1,7 puntos porcentuales en la tasa de retorno. Debido a que la concentración se expresa, de alguna manera, por la cantidad de activos, este primer resultado muestra que la concentración sí tiene efectos sobre la tasa de retorno.

Por otra parte, el índice de concentración muestra resultados estadísticamente significativos con efectos importantes cuando se consideran los bancos de mayor tamaño (más de 10.000 millones de dólares en activos). Aquí el efecto de un punto porcentual de aumento en la concentración conlleva un aumento de 0,46 y 0,27 puntos porcentuales de la tasa de retorno para los bancos que concentran la mayor cantidad de activos (sobre el octavo decil en términos de tamaño), para la estimación por método generalizado de los momentos y método generalizado de los momentos en dos etapas.

Se observa que en el período 2009-2018 el índice de concentración experimentó un aumento del 0,52% al 0,67%, en promedio, es decir que los bancos (sobre el octavo decil en términos de tamaño) concentraron casi un 15% más de activos. Según los resultados, esto podría tener un efecto de alrededor de 4,5 puntos porcentuales en la tasa de retorno, lo que implica un impacto de 0,75 puntos porcentuales anuales.

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de F. Tregenna, "The fat years: the structure and profitability of the US banking sector in the pre-crisis period", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 4, 2009.

## C. El dinamismo de la industria de administración de activos

### 1. Crecimiento y rentabilidad

El sector de la industria de administración de activos es el subsector financiero que experimentó la mayor expansión con posterioridad a la crisis financiera mundial. De manera general, la industria de administración de activos se refiere al segmento de la industria financiera dedicado a administrar y aumentar el valor financiero en nombre de los inversionistas, ya sea a través de la administración conjunta de un fondo de inversión o de la administración discrecional del portafolio de un inversionista individual (FSMA, 2017)<sup>14</sup>.

Según la información disponible, los activos bajo administración totalizaban en promedio 44,5 billones de dólares en el período 2002-2007, aumentaron a 64,5 billones de dólares en 2008 y alcanzaron los 99,0 billones de dólares en 2017. La tasa de crecimiento de los activos bajo administración en el período 2011-2017 (un 9% en promedio) fue superior a la de los otros subsectores del sistema financiero (véase el cuadro II.3). El análisis a nivel regional para el período 2007-2017 muestra que, en el caso de los países desarrollados, el valor de los activos de la industria de administración de activos aumentó de 24 billones de dólares a 37 billones de dólares para los Estados Unidos, de 14 billones de dólares a 22 billones de dólares para Europa y de 4 billones de dólares a 6 billones de dólares para el Japón. En el mismo período, los activos de la industria de administración de activos en el caso de los países en desarrollo aumentaron de 600.000 millones de dólares a 1,8 billones de dólares para América Latina y el Caribe, de 900.000 millones de dólares a 1,4 billones de dólares para Oriente Medio y África, y de 1,5 billones de dólares a 3,5 billones de dólares para los países en desarrollo de Asia.

<sup>14</sup> Estos portafolios incluyen fondos mutuos, fondos cerrados y fondos de inversión cotizados. En el capítulo IV se incluye información más precisa sobre la industria de administración de activos.

**Cuadro II.3**Países seleccionados<sup>a</sup>: indicadores de la evolución del sistema financiero, 2011-2017

	Corporaciones financieras	Banca central	Bancos	Instituciones financieras públicas	Seguros	Fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros <sup>b</sup>
Tamaño de los activos (en billones de dólares)	335,8	24,2	134,6	16,5	28,7	30,9	99,2
Participación relativa en el total (en porcentajes)	100,0	7,2	40,1	4,9	8,5	9,2	29,5
Tasa de crecimiento de los activos, 2017 (en porcentajes)	7,5	12,3	6,9	6,3	5,9	6,4	8,0
Tasa de crecimiento de los activos, 2011-2017 (en porcentajes)	5,6	8,3	3,1	3,7	5,8	6,3	9,0

**Fuente:** Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg y del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), 2018.

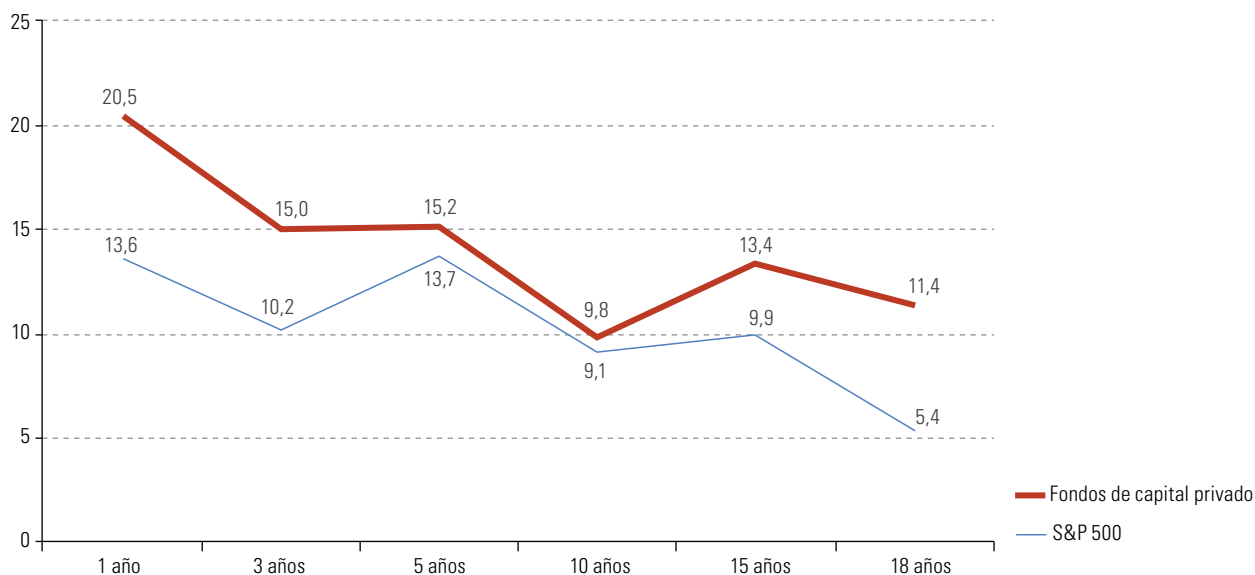
<sup>a</sup> Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, España, Estados Unidos, Federación de Rusia, Francia, Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), India, Indonesia, Irlanda, Islas Caimán, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Países Bajos, Reino Unido, República de Corea, Singapur, Sudáfrica, Suiza y Turquía.

<sup>b</sup> Incluyen fondos de mercado monetario, fondos de cobertura, otros fondos de inversión, compañías financieras y vehículos financieros estructurados.

El fuerte dinamismo de este sector a nivel global ha sido impulsado, en parte, por una elevada rentabilidad. Un ejercicio comparativo para inversiones financieras con un período de madurez de entre 1 y 19 años muestra que la tasa interna de retorno se sitúa por encima de la que arroja el mercado de valores, lo que hace que la industria de administración de activos sea altamente lucrativa (véase el gráfico II.4).

**Gráfico II.4**

Tasa interna de retorno para inversiones en fondos de capital privado y para el mercado de valores (S&P 500), 2017  
(En porcentajes)



**Fuente:** Deloitte, 2019 Investment Management Outlook A mix of opportunity and challenge, Deloitte Center for Financial Services, 2019.

Este sector tiene características que hacen que sea un nuevo actor que contribuye a aumentar la fragilidad financiera a nivel mundial. Se caracteriza por una elevada concentración a nivel regional y también a nivel de activos. La evidencia disponible para el período 2006-2016 indica que el 70% de los activos bajo administración a escala mundial está en manos de empresas estadounidenses. A nivel individual, si bien existen más de 500 empresas, el 10% tiene una participación del 15% del total y el 15% tiene una participación del 36% (véase el cuadro II.4).

**Cuadro II.4**

Principales empresas de administración de activos, activos totales bajo administración, domicilio de la casa matriz y principal línea de negocios, 2017

Principales administradoras de activos	Activos bajo administración (en billones de dólares)	Domicilio de la casa matriz	Principal línea de negocios
BlackRock, Inc.	5,148	Estados Unidos	Administración de activos/Banco depositario
The Vanguard Group, Inc.	3,900	Estados Unidos	Administración de activos/Banco depositario
State Street Corporation	2,468	Estados Unidos	Administración de activos/Banco depositario
Fidelity Investments	2,131	Estados Unidos	Administración de activos/Banco depositario
Allianz SE Group (incl. PIMCO)	1,973	Alemania	Seguros
J.P. Morgan Chase & Co	1,771	Estados Unidos	Banca/Mercado de capitales
The Bank of New York Mellon Corp.	1,648	Estados Unidos	Administración de activos/Banco depositario
AXA Group SA	1,507	Francia	Seguros
The Capital Group	1,400	Estados Unidos	Administración de activos/Banco depositario
The Goldman Sachs Group Inc.	1,379	Estados Unidos	Banca/Mercado de capitales
Deutsche Bank Group AG	1,192	Alemania	Banca/Mercado de capitales
Morgan Stanley	1,169	Estados Unidos	Banca/Mercado de capitales
Credit Agricole Groupe SA (incl. Amundi)	1,142	Francia	Banca/Mercado de capitales
UBS Group AG	1,138	Suiza	Banca/Mercado de capitales
Legal & General Group Plc	1,104	Reino Unido	Seguros

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Bloomberg, informes de las empresas y noticias de la prensa.

Debido a que los administradores de activos persiguen el rendimiento y compiten por clientes sobre la base del rendimiento relativo, su desempeño se evalúa de acuerdo con un marco o punto de referencia común. Esto implica, por una parte, un comportamiento procíclico de la industria de administración de activos, aprovechando, por ejemplo, períodos de auge para aumentar el rendimiento de los activos bajo administración. Por otra parte, al ser evaluados de acuerdo con un mismo patrón de comportamiento, los administradores de activos tienden a actuar de manera homogénea y a mostrar comportamientos de manada<sup>15</sup>.

La industria de administración de activos también se enfrenta a otros riesgos, entre los que se destaca el riesgo derivado de la posibilidad de redimir los valores de las inversiones (el riesgo de redención), lo que puede generar, bajo determinadas circunstancias, problemas de liquidez.

Los problemas de liquidez también pueden deberse a que la industria de administración de activos tiene una participación significativa en las tenencias de bonos, incluidos bonos de empresas del sector corporativo no financiero. Según la Reserva Federal, la industria de administración de activos tiene una participación mayor al 25% en la tenencia del total de bonos del sector corporativo no financiero y de los bonos emitidos en los mercados internacionales por empresas residentes en otros países. Los cambios en la política monetaria —como un alza en las tasas de interés— pueden generar pérdidas de capital. Además, ya que los bonos corporativos se consideran menos líquidos, su venta, de ser significativa, podría ampliar aún más las pérdidas de capital, lo que generaría un desfase de liquidez entre activos y pasivos, y trasladarse a otros instrumentos del mercado.

Por último, por el tipo de negocios que lleva adelante y la figura legal de empresa (como por ejemplo la de fondo de cobertura), la industria de administración de activos está interrelacionada con el sector bancario en la sombra. Pese a las iniciativas de regulación que se han puesto en marcha después de la crisis financiera mundial (como la Ley Dodd-Frank), el sector bancario en la sombra ha tenido un crecimiento exponencial, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo.

<sup>15</sup> Véase Epstein (2019).



La información disponible para un grupo de 18 economías del mundo desarrollado y 11 economías del mundo en desarrollo, que incluye a algunos países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile y México), muestra que la mediana de la tasa de crecimiento del sector financiero en la sombra para el primer grupo fue del 4,6%. En el caso de las economías en desarrollo, el crecimiento del sector financiero en la sombra ha sido mayor (la mediana es de un 11,5%) (véase el cuadro II.5). En ambos casos el crecimiento del sector financiero en la sombra tiende a superar al del PIB.

Pais	Crecimiento compuesto, 2011-2015
Alemania	9,8
Arabia Saudita	14,8
Argentina	47,1
Australia	4,9
Bélgica <sup>a</sup>	21,9
Brasil	13,4
Canadá	12,8
Chile	11,4
China <sup>b</sup>	48,1
España	3,5
Estados Unidos	0,1
Federación de Rusia <sup>c</sup>	10,7
Francia	-1,3
Hong Kong (Región Administrativa Especial de China) <sup>d</sup>	18,4
India	16,2
Indonesia	7,0
Irlanda	10,3
Islas Caimán	17,4
Italia	2,4
Japón	8,2
Luxemburgo	11,5
México	9,3
Países Bajos	4,1
Reino Unido	2,3
República de Corea	13,7
Singapur	1,7
Sudáfrica	16,7
Suiza	6,0
Turquía	15,9

**Cuadro II.5**

Crecimiento del sector financiero en la sombra, 2011-2015  
(En porcentajes)

**Fuente:** Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), 2018.

**Nota:** El Consejo de Estabilidad Financiera define el sector financiero en la sombra como la intermediación de crédito que involucra a entidades y actividades que se sitúan fuera del sector bancario normal (véase FSB, 2018, pág. 1, nota a pie de página 1) y que pueden tener un riesgo sistémico en las economías en las que operan.

<sup>a</sup> La tasa de crecimiento de Bélgica se basa en datos del período 2014-2015 debido a la falta de información para años anteriores.

<sup>b</sup> La tasa de crecimiento de China se basa en datos del período 2013-2015, así como en los valores estimados para ciertos tipos de entidades.

<sup>c</sup> La tasa de crecimiento de la Federación de Rusia se basa en datos del período 2014-2015, porque los datos anteriores están incompletos.

<sup>d</sup> La tasa de crecimiento de Hong Kong (RAE de China) se basa en datos del período 2012-2015, debido a la falta de datos para 2011.

## D. El aumento de la deuda global: un fenómeno sistémico

### 1. El aumento de la deuda afecta a todos los sectores de la economía

Algunas de las principales características del ciclo actual emanan del aumento de la deuda a nivel global. Desde fines de la década de 1990 hasta el presente, la deuda global ha aumentado: entre 1997 y 2018 pasó de 74 billones de dólares a 257 billones de dólares (un 217% y un 317% del PIB mundial, respectivamente). El aumento de la deuda global tiene varias características.

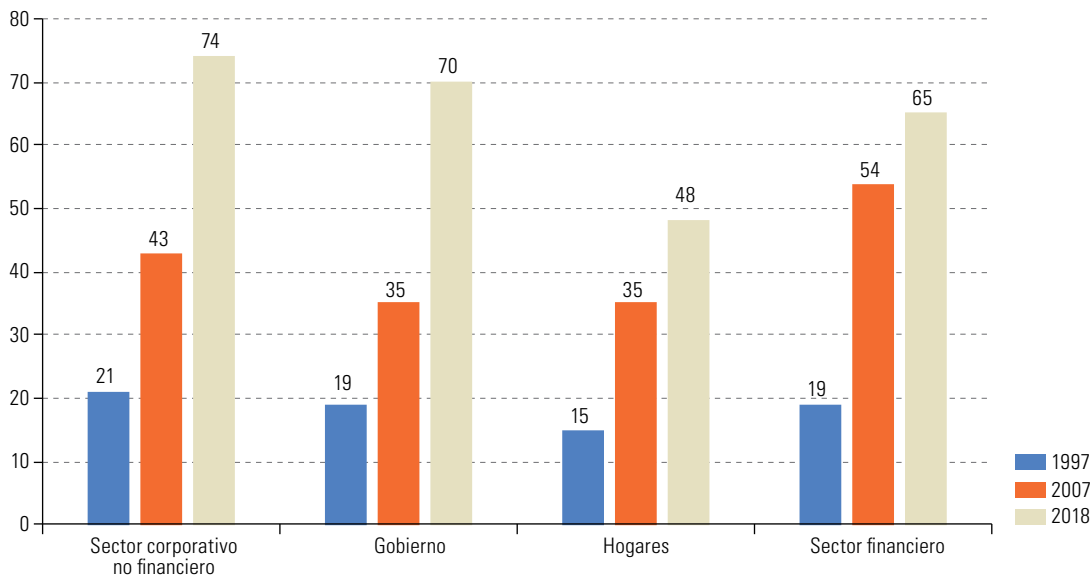
En primer lugar, el aumento de la deuda es un fenómeno sistémico, ya que afecta a las economías desarrolladas y en desarrollo y a todos los sectores (sector corporativo no financiero, gobierno, hogares y sector financiero). La evidencia disponible para el período 2007-2018 muestra que la deuda aumentó de 35 billones de dólares a 48 billones de dólares para los hogares, de 35 billones de dólares a 70 billones de dólares para el gobierno, de 54 billones de dólares a 65 billones de dólares para el sector financiero y de 43 billones de dólares a 74 billones de dólares para el sector corporativo no financiero (véase el gráfico II.5).

Los sectores que han experimentado un mayor crecimiento en la deuda tras la crisis financiera mundial son el sector del gobierno y el sector corporativo no financiero.

**Gráfico II.5**

Endeudamiento global por sector, cuarto trimestre de 1997, 2007 y 2018

(En billones de dólares)



Fuente: Institute of International Finance (IIF), Global Debt Monitor, abril de 2019 [base de datos en línea] <https://www.iif.com/publications/global-debt-monitor>.

## 2. El endeudamiento en los países desarrollados

El endeudamiento total tradicionalmente ha sido mayor en los países desarrollados que en los países en desarrollo (174 billones de dólares y 66 billones de dólares, respectivamente, en 2018). En el período poscrisis, no obstante, el conjunto de los países desarrollados muestra una disminución en la tasa de crecimiento del endeudamiento.

La evidencia disponible a partir de 2003 indica que entre 2003 y 2008 la deuda total de los países desarrollados pasó de 96 billones de dólares a 149 billones de dólares, lo que significa un aumento de 53 billones de dólares. El incremento fue de solo 18 billones de dólares entre 2008 y 2013 y se redujo aún más entre 2013 y 2018 (9,3 billones de dólares).

La evolución de la deuda de los países desarrollados se explica por la moderación en el crecimiento de la deuda de los hogares y, a excepción de los Estados Unidos, del endeudamiento del sector corporativo no financiero, que compensó el ritmo de crecimiento de la deuda pública.

La evolución de la deuda de los hogares responde a un proceso de desapalancamiento posterior a la crisis financiera mundial. La evidencia disponible muestra que la deuda de los hogares en los países desarrollados aumentó, en promedio, del 63,7% al 85% del PIB en el período 2000-2009, para después disminuir al 72% a fines de 2018. El desapalancamiento se explica, en parte, por las condiciones más restrictivas en el otorgamiento de crédito, en la medida en que los valores de la propiedad inmobiliaria se vieron afectados por un proceso de deflación de precios de la vivienda. Por otra parte, la falta de pago de algunos deudores también contribuyó a disminuir los niveles de deuda existentes.

En los mismos períodos, la deuda del sector corporativo no financiero de las economías avanzadas aumentó del 81% al 96% del PIB, para posteriormente disminuir hasta situarse en el 89%.

Tal como se señaló anteriormente, los Estados Unidos constituyen una excepción a este patrón de comportamiento. En el período 2000-2018, la deuda del sector corporativo en los Estados Unidos tiene tres fases. La primera fase abarca el período 2000-2008 y se caracteriza por un aumento de la deuda del sector corporativo no financiero del 63,5% al 72,5% del PIB. La segunda fase comprende el período 2009-2012 y se caracteriza por una reducción del nivel de endeudamiento hasta llegar al 65,5% del PIB. A partir de 2012 se registra un nuevo período de apalancamiento, con un nivel de deuda que se sitúa en el 74% del PIB en 2018. Para el mismo año, algunas estimaciones la sitúan en el 93% del PIB (Veneroso Associates, 2019).

El nivel de endeudamiento que registra actualmente el sector corporativo no financiero de los Estados Unidos es el más elevado desde la década de 1940. Además, representa un porcentaje significativo del total de la deuda del sector corporativo no financiero de los países desarrollados. Las estimaciones muestran que el acervo de deuda del sector corporativo no financiero de los Estados Unidos representa el 36% de la deuda total de dicho sector en las economías desarrolladas. De manera similar, las emisiones de deuda del sector corporativo no financiero de los Estados Unidos representan más del 60% de las emisiones de deuda por dicho sector en el mundo desarrollado.

Por su parte, la deuda del gobierno general en las economías de los países desarrollados creció diez puntos porcentuales del PIB entre 2010 y 2017. La evidencia empírica disponible para 25 economías desarrolladas muestra que 9 de ellas han disminuido su nivel de endeudamiento público. El grueso del aumento de la deuda pública se concentra, de hecho, en unas pocas economías, incluido el conjunto de los países periféricos de la

zona del euro (España, Grecia, Italia, y Portugal, con aumentos de 50, 62, 27 y 41 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, entre 2010 y 2017). A esta lista hay que añadir al Japón, el Reino Unido, Australia y Francia, que, para el mismo período, registran aumentos de 37, 31, 21 y 20 puntos porcentuales del PIB en su deuda pública.

### 3. El endeudamiento de los países en desarrollo: el caso del sector corporativo no financiero

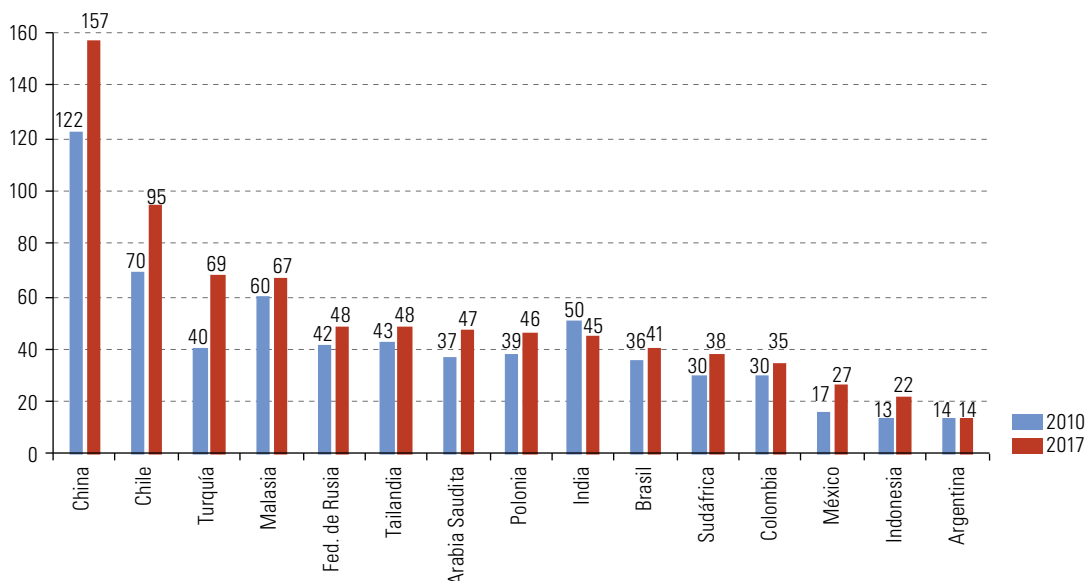
Contrariamente a lo que ocurre en los países desarrollados, los países en desarrollo muestran un aumento en el ritmo de endeudamiento. La evidencia disponible indica que entre 2003 y 2008, la deuda total de los países en desarrollo pasó de 11 billones de dólares a 24 billones de dólares, lo que significa un aumento de 13 billones de dólares. Entre 2008 y 2018, el incremento en la deuda de los países en desarrollo totalizó 44 billones de dólares.

En un análisis a nivel sectorial se destaca el marcado aumento del endeudamiento del sector corporativo no financiero en el período poscrisis. El acervo de deuda para el conjunto de las economías en desarrollo se expandió del 61% al 95% del PIB. Para el mismo período, en el caso de las economías avanzadas la deuda del sector corporativo no financiero se expandió solo del 88% al 91%.

El aumento de la deuda del sector corporativo no financiero demuestra ser un fenómeno generalizado para las economías emergentes (véase el gráfico II.6). Todos los países incluidos (Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Federación de Rusia, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía) exhiben un incremento de la deuda de dicho sector en el período 2010-2017. Los países con mayor acervo de deuda son China, Chile, Turquía, Malasia, la Federación de Rusia y Tailandia (con un 157%, un 95%, un 69%, un 67%, un 48% y un 48% del PIB). En América Latina, aparte de Chile, los otros países más grandes de la región (Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú) también han aumentado el nivel de endeudamiento del sector corporativo no financiero.

**Gráfico II.6**

Economías en desarrollo (países seleccionados): deuda del sector corporativo no financiero, 2010 y 2017  
(En porcentajes del PIB)

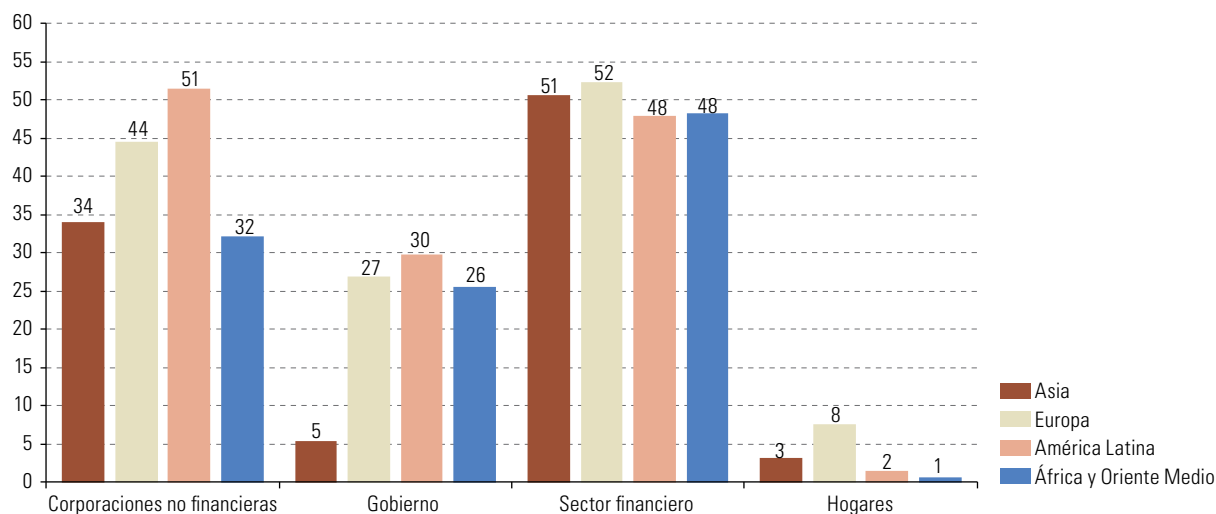


Una segunda característica de la deuda del sector corporativo no financiero es su fuerte componente en moneda extranjera. La evidencia presentada en el gráfico II.7 muestra que las corporaciones no financieras y el sector financiero son los sectores con el mayor porcentaje de deuda emitida en moneda extranjera (un 40% y un 59% en promedio frente a un 22% y un 4% para el gobierno y los hogares). Entre las regiones, América Latina se caracteriza por tener el mayor porcentaje de deuda internacional en el sector corporativo no financiero (51%), seguida de Europa (44%), Asia (34%) y África y Oriente Medio (32%).

### Gráfico II.7

Deuda total en moneda extranjera, abril de 2019

(En porcentajes)



**Fuente:** Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), "Global debt Monitor. Slowdown in 2018. Pause of Trend?", 2019 [en línea] [http://files.clickdimensions.com/iifcom-ai7nn/files/globaldebtmonitor\\_april\\_vf.pdf](http://files.clickdimensions.com/iifcom-ai7nn/files/globaldebtmonitor_april_vf.pdf).

Las empresas de las economías emergentes han hecho un uso intensivo del mercado internacional de bonos para financiar sus operaciones. En el cuadro II.6 se muestra el número de empresas que emiten bonos en el mercado local y en el mercado internacional de bonos, así como la cantidad de bonos emitidos por región del mundo en desarrollo (que incluye a América Latina, las economías emergentes de Asia y Europa, y África y Oriente Medio). La muestra total consta de 7.831 empresas, un 29% de las cuales ha emitido bonos en el mercado internacional. A nivel de regiones del mundo en desarrollo, África y Oriente Medio, seguida por las economías emergentes de Asia y América Latina, son las que cuentan con un mayor porcentaje de empresas que emiten bonos en el mercado internacional (un 39%, un 29% y un 29% del total, respectivamente).

Si se realiza un análisis más detallado, se observa que las empresas en América Latina tienen la mayor proporción de bonos emitidos en los mercados internacionales respecto del total de bonos emitidos (un 27% del total), mientras que las economías emergentes de Asia tienen la menor proporción (un 7% del total). América Latina también tiene la mayor proporción de bonos emitidos por empresa (4), lo que representa casi el doble del resto de las regiones en desarrollo incluidas en el análisis. Por último, la evidencia da cuenta de que, en comparación con otras regiones, los países de América Latina, y de manera más precisa México y el Brasil, se encuentran entre las economías que han emitido los bonos de mayor valor en los mercados internacionales (véase el cuadro II.7).

**Cuadro II.6**

Empresas que emiten bonos en el mercado local y en el mercado internacional de bonos, y bonos emitidos por región del mundo en desarrollo, 2017

Grupo de países	Número de empresas				Número de bonos emitidos			Bonos emitidos en los mercados internacionales (en porcentajes del total)	Bonos emitidos en los mercados internacionales por empresa
	Emisores internacionales	Emisores nacionales	Emisores internacionales (en porcentajes del total)	Total de empresas emisoras	Bonos emitidos en los mercados internacionales	Bonos locales	Total		
Total	2 305	6 589	29	7 831	7 211	39 826	47 037	15	3
Pequeñas economías avanzadas <sup>a</sup>	680	1 331	39	1 753	3 130	5 446	8 576	36	5
América Latina <sup>b</sup>	380	1 103	29	1 324	1 431	3 802	5 233	27	4
Economías emergentes de Asia <sup>c</sup>	956	2 941	29	3 316	2 057	27 372	29 429	7	2
Economías emergentes de Europa <sup>d</sup>	225	1 097	18	1 275	440	2 642	3 082	14	2
África y Oriente Medio <sup>e</sup>	64	117	39	163	153	564	717	21	2

**Fuente:** J. M. Serena Garralda y R. Moreno, "Domestic financial markets and offshore bond financing", *BIS Quarterly Review*, septiembre, 2016.

<sup>a</sup> Pequeñas economías avanzadas: Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

<sup>b</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela (República Bolivariana de).

<sup>c</sup> Filipinas, India, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

<sup>d</sup> Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Federación de Rusia, Hungría, Lituania, Polonia, Rumania, Serbia, Turquía y Ucrania.

<sup>e</sup> Arabia Saudita, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Marruecos, Nigeria y Sudáfrica.

**Cuadro II.7**

Diez principales empresas con mayor cantidad de bonos emitidos en mercados *offshore* para cada jurisdicción, 2016

Nombre de la empresa	País	Número de bonos <i>offshore</i> <sup>a</sup>	Valor de los bonos <i>offshore</i> <sup>a</sup> (en millones de dólares)	Activos totales <sup>b</sup> (en millones de dólares)
PEMEX	México	136	118 121	148 611
Petrobras	Brasil	47	62 278	299 749
America Movil	México	68	55 854	86 683
Roche	Suiza	30	55 548	76 105
PDVSA	Venezuela (República Bolivariana de)	18	47 096	231 120
Gazprom	Federación de Rusia	42	42 169	403 955
BHP Billiton	Australia	44	38 045	124 580
Volvo	Suecia	262	35 878	23 785
Statoil	Noruega	47	32 419	131 729
Nestlé	Suiza	101	31 153	134 269

**Fuente:** J. M. Serena Garralda y R. Moreno, "Domestic financial markets and offshore bond financing", *BIS Quarterly Review*, septiembre, 2016.

<sup>a</sup> Bonos emitidos en el período 2000-2015 fuera del país de origen de la empresa, por parte de la empresa matriz y sus filiales, siempre que estén garantizados.

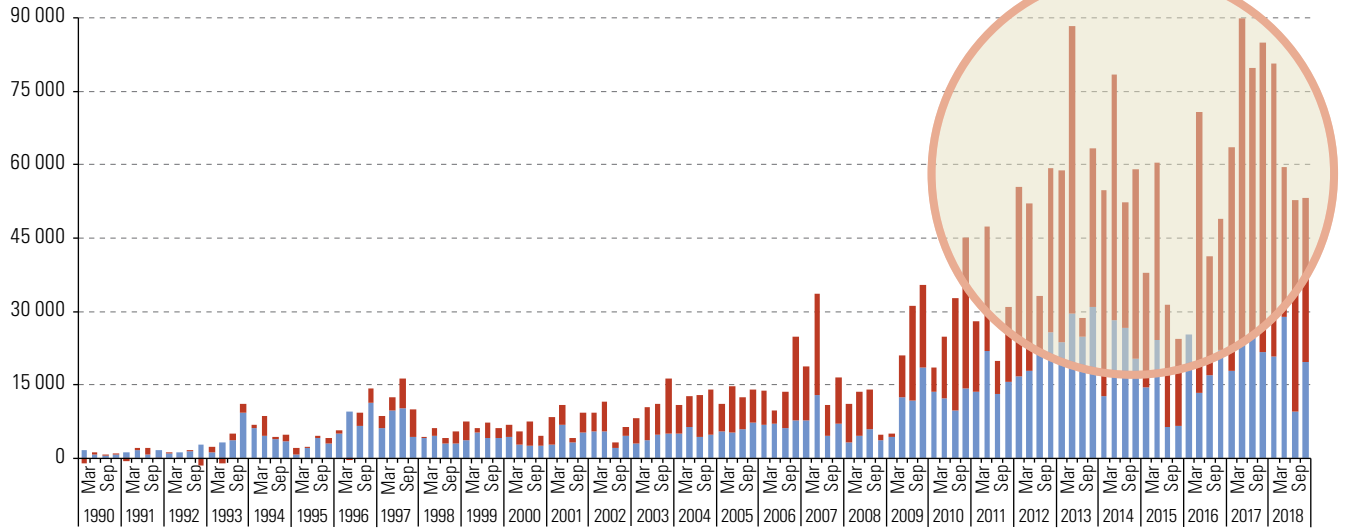
<sup>b</sup> En el último año en que las empresas aprovecharon los mercados de bonos *offshore*.

Un último hecho a destacar es que gran parte de la emisión de deuda en los mercados internacionales se realiza a través de filiales de las casas matrices de las empresas del sector corporativo no financiero. Este es un hecho estilizado que se observa en todo el mundo, y en particular en las distintas regiones del mundo en desarrollo (incluidas Europa, Asia y América Latina), con posterioridad a la crisis financiera mundial y sobre todo a partir de la puesta en marcha de las políticas de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo (véase el gráfico II.8).

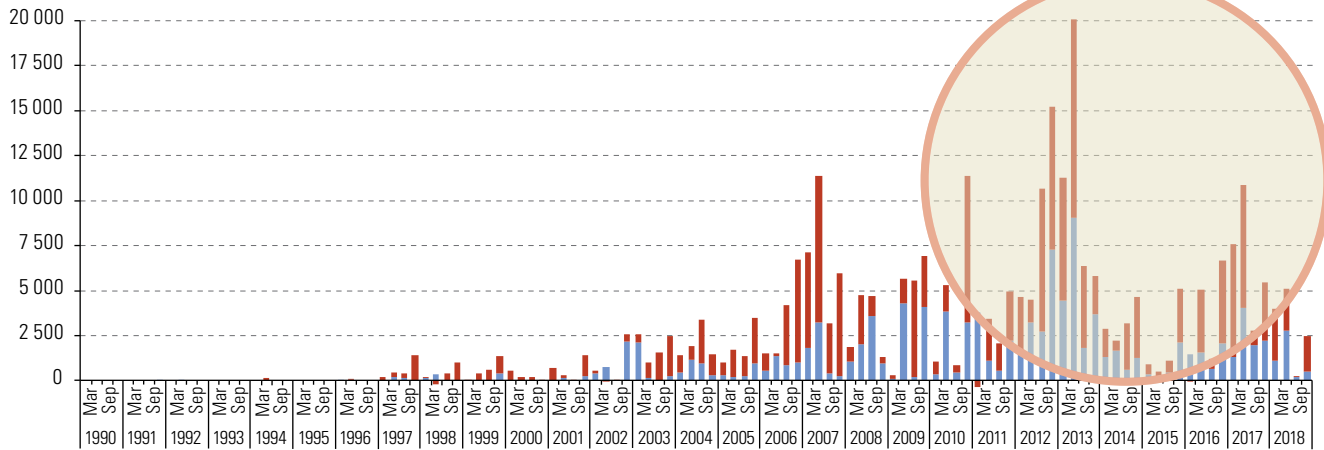
**Gráfico II.8**

Economías emergentes y países en desarrollo (países seleccionados): emisiones brutas de títulos de deuda (residencia y *offshore*) de corporaciones no financieras, 1990-2018  
(En miles de millones de dólares)

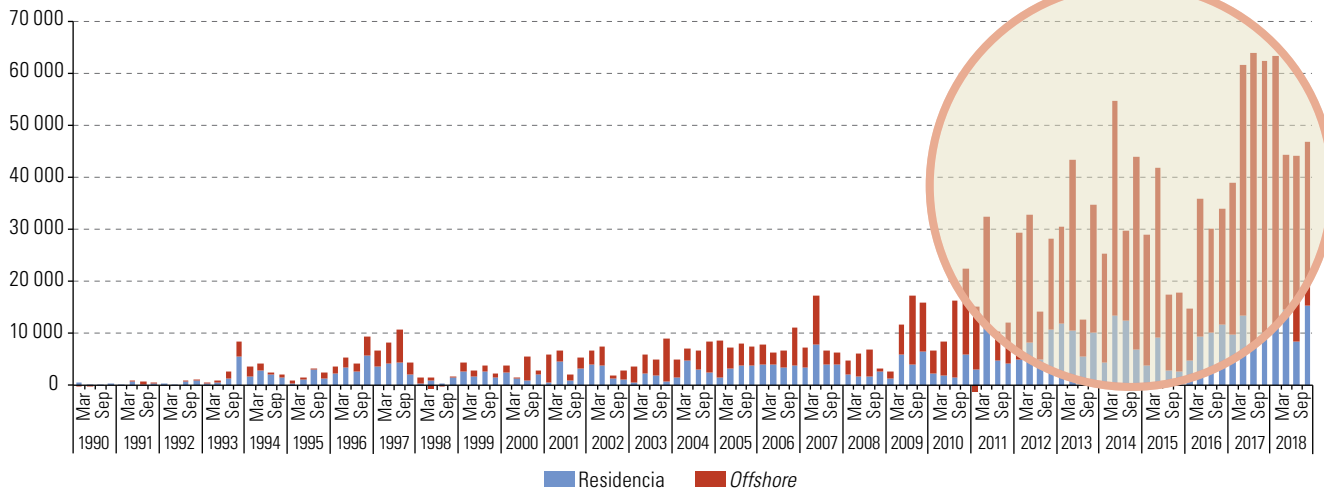
**A. Economías emergentes y países en desarrollo seleccionados**



**B. Economías emergentes y países en desarrollo seleccionados de Europa<sup>a</sup>**

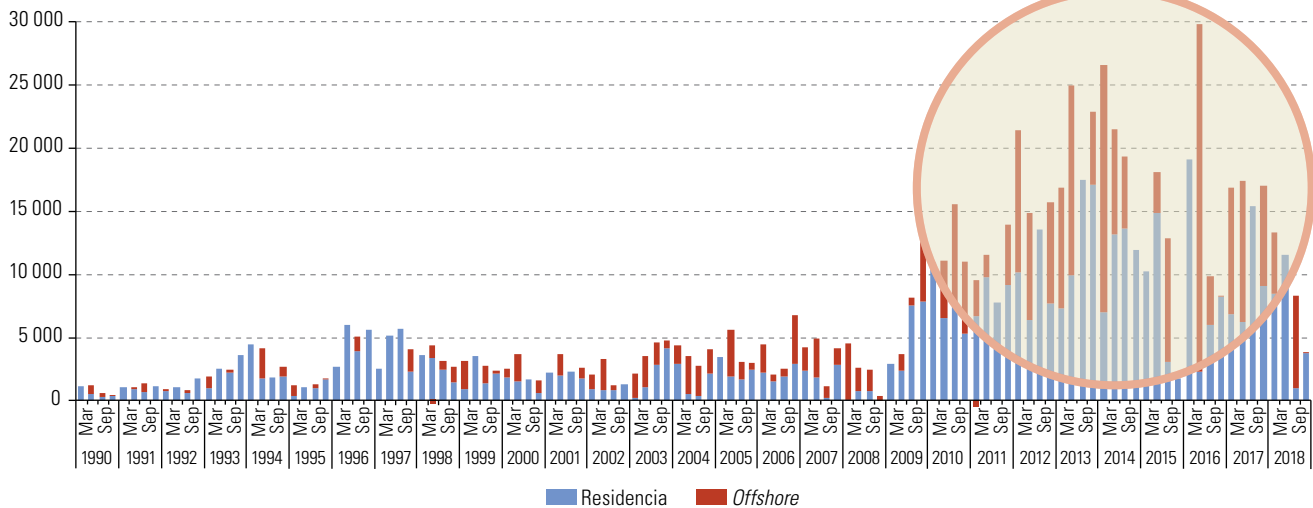


**C. Economías emergentes y países en desarrollo seleccionados de Asia<sup>b</sup>**



■ Residencia ■ Offshore

Gráfico II.8 (conclusión)

D. Economías emergentes y países en desarrollo seleccionados de América Latina y el Caribe<sup>c</sup>

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics", 2019 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

**Nota:** La emisión *offshore* representa una variable indirecta de la emisión bruta de títulos de deuda, dado que se calcula como la diferencia de lo emitido por nacionales de cada país menos lo emitido por los residentes en dicho país.

<sup>a</sup> Bulgaria, Chequia, Federación de Rusia, Hungría, Polonia, Rumania, Turquía y Ucrania.

<sup>b</sup> China, Filipinas, Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), India, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

<sup>c</sup> Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Para 2018, el valor de la emisión de bonos por parte de filiales de empresas que residen en el exterior superó a la emisión de bonos por parte de las empresas residentes en el conjunto de las economías emergentes y en la mayoría de las regiones en desarrollo (a excepción de África y Oriente Medio y América Latina).

Además, la evidencia empírica para 2018 muestra que, a nivel sectorial para el mundo, las economías emergentes y en desarrollo, y las regiones en desarrollo de Europa, Asia y el Pacífico, África y Oriente Medio, y América Latina y el Caribe, el sector corporativo no financiero es el principal emisor de bonos por parte de filiales de empresas que residen en el exterior. Para el mundo en su conjunto y para las economías emergentes, el valor de las emisiones por parte de filiales residentes en el exterior del sector corporativo no financiero duplica con creces el valor de las emisiones de bonos por parte de filiales del sector bancario (véase el cuadro II.8)<sup>16</sup>.

Para el mismo año, el valor de las emisiones de bonos de filiales por parte del sector corporativo no financiero duplica el valor de las emisiones de bonos por parte del sector bancario en países emergentes y en desarrollo de Europa y África y Oriente Medio. En América Latina esta tendencia es aún más acentuada. Para esta región, el valor de las emisiones de bonos de filiales por parte del sector corporativo no financiero quintuplica el valor de las emisiones de bonos por parte del sector bancario.

<sup>16</sup> Este dato no significa por sí solo que el financiamiento de las empresas se realice más por medio de bonos que a través del crédito bancario. En parte, las empresas del sector corporativo no financiero emiten más volumen de bonos que los bancos porque estos tienen más alternativas y también alternativas más baratas.



**Cuadro II.8**

Emisión de títulos de deuda por parte del sector bancario, otras corporaciones financieras y corporaciones no financieras, 2018

(En miles de millones de dólares)

Filiales/Residentes	Sector bancario	Otras corporaciones financieras	Corporaciones no financieras
<b>Mundo</b>			
Filiales	1 032	-3 794	2 761
Residentes	6 897	9 878	3 726
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>			
Filiales	371	110	813
Residentes	499	273	655
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa<sup>a</sup></b>			
Filiales	22	1	69
Residentes	111	12	57
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia y el Pacífico<sup>b</sup></b>			
Filiales	275	68	514
Residentes	232	170	192
<b>Economías emergentes y en desarrollo de África y Oriente Medio<sup>c</sup></b>			
Filiales	36	44	73
Residentes	79	35	79
<b>Economías emergentes y en desarrollo de América Latina y el Caribe<sup>d</sup></b>			
Filiales	23	-5	129
Residentes	72	47	324

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics", 2019 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

<sup>a</sup> Albania, Belarús, Bulgaria, Chequia, Croacia, Federación de Rusia, Hungría, Macedonia del Norte, Montenegro, Polonia, Rumania, Serbia, Turquía y Ucrania.

<sup>b</sup> Armenia, Azerbaiyán, Bangladesh, China, Filipinas, Georgia, India, Indonesia, Islas Marshall, Kazajstán, Malasia, Mongolia, Pakistán, Papua Nueva Guinea, Provincia China de Taiwán, República de Corea, República Democrática Popular Lao, Sri Lanka, Tailandia, Tayikistán y Viet Nam.

<sup>c</sup> Angola, Arabia Saudita, Camerún, Côte d'Ivoire, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Etiopía, Gabón, Ghana, Iraq, Israel, Jordania, Kenya, Kuwait, Liberia, Marruecos, Mozambique, Namibia, Nigeria, Omán, Qatar, República Unida de Tanzania, Senegal, Sudáfrica, Sudán, Túnez y Zambia.

<sup>d</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

**Gráfico II.9**

Brasil (datos trimestrales): acervos de títulos de deuda en los mercados internacionales para todos los sectores, corporaciones no financieras y corporaciones financieras (residencia y *offshore*), 1990-2018

(En millones de dólares)

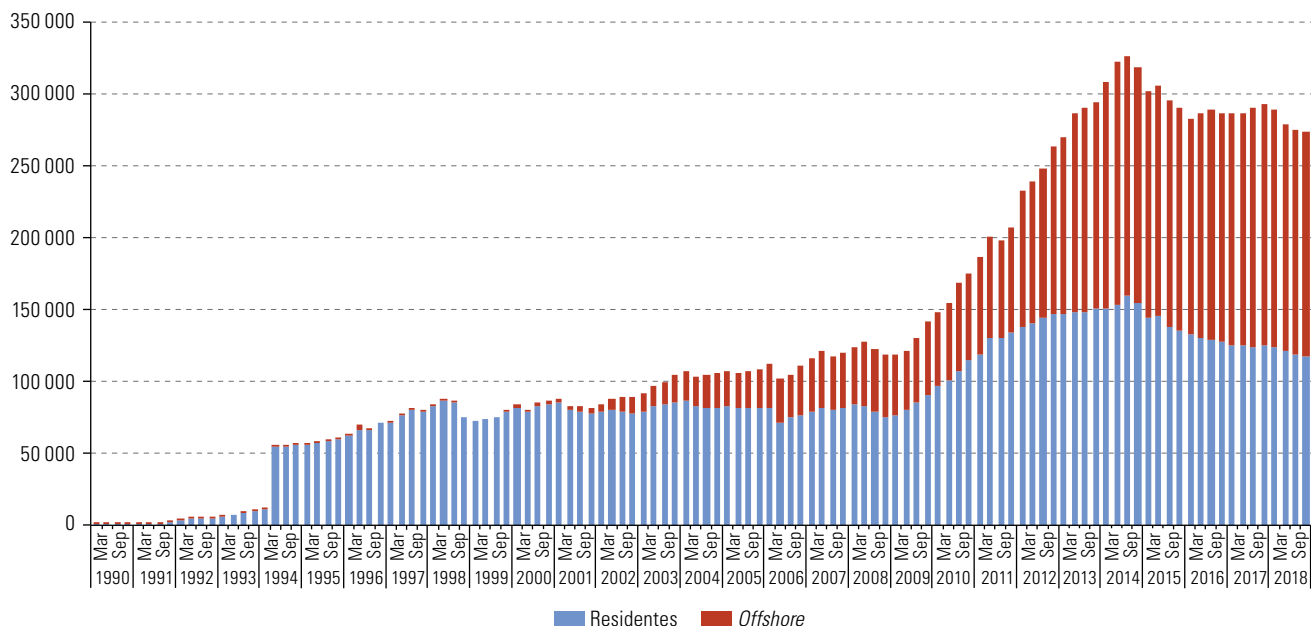
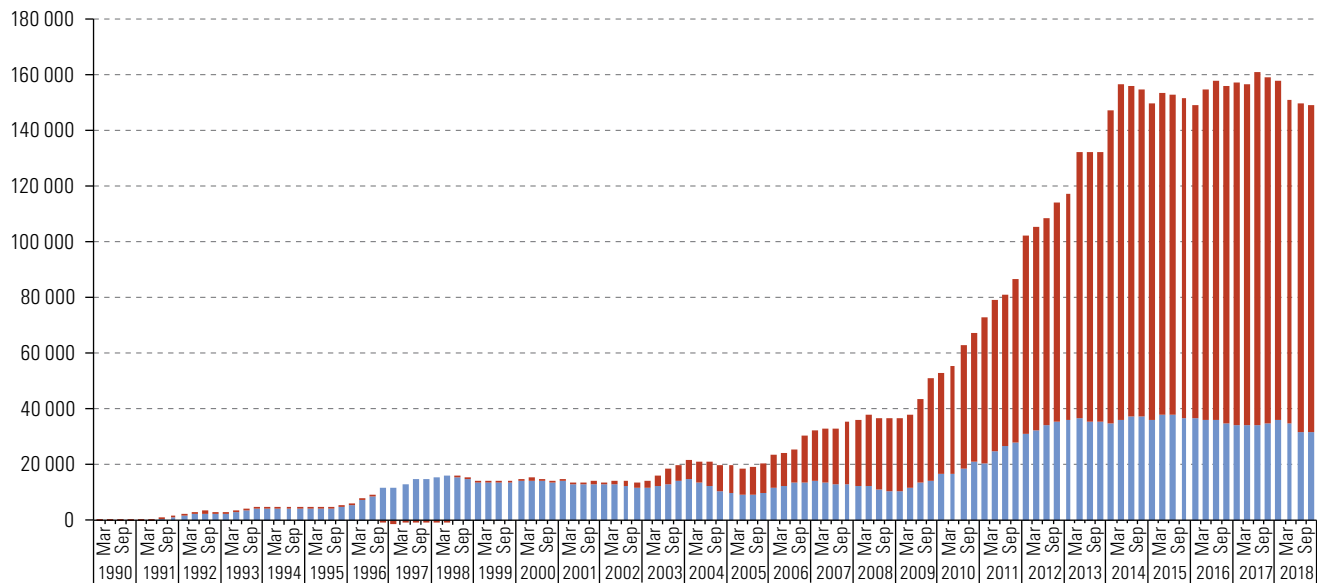
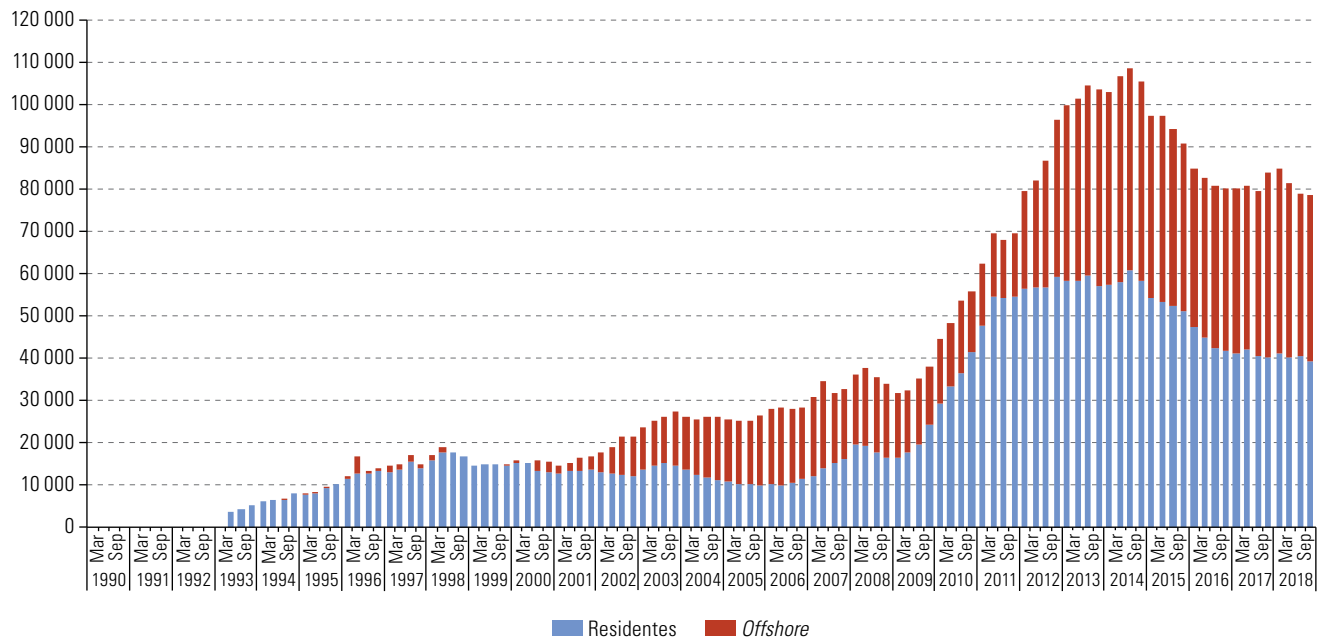
**A. Todos los sectores**

Gráfico II.9 (conclusión)

## B. Sector corporativo no financiero



## C. Corporaciones financieras



■ Residentes ■ Offshore

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics", 2019 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

**Nota:** La emisión *offshore* representa una variable indirecta de los acervos de títulos de deuda, dado que se calcula como la diferencia de los acervos pendientes de los nacionales menos los acervos de los residentes. Las corporaciones financieras corresponden a bancos privados y al Banco Central.

## E. Vulnerabilidades latentes y mecanismos de transmisión en el nuevo ciclo financiero

Los cambios en la estructura del sistema financiero, en la importancia relativa de los agentes del mercado financiero y en las formas e instrumentos de financiamiento han reforzado el mecanismo de transmisión tradicional de los flujos financieros entre países y entre el sector real y el sector financiero. La transmisión de los impulsos monetarios internacionales a través del canal bancario mantiene su relevancia y validez. A este mecanismo de transmisión hay que añadir el resultante del cambio en la tasa de interés internacional en el mercado de bonos.

A la vez, se han generado nuevos focos de vulnerabilidad ejemplificados, en parte, por el aumento del endeudamiento a nivel mundial, su generalización a todos los sectores y las características particulares de este endeudamiento en el caso del sector corporativo no financiero. La fragilidad financiera no solo está presente en el sector financiero, como ocurrió en el período previo a la crisis financiera mundial, sino que en el contexto actual también afecta al sector productivo.

### 1. Mecanismos de transmisión de la política monetaria de los Estados Unidos al resto del mundo

En primer lugar, pese a ser el epicentro de la crisis financiera mundial, el sistema financiero de los Estados Unidos se ha consolidado tanto a nivel de la banca comercial como de la industria de administración de activos. Esto ha reforzado la hegemonía del dólar como la principal moneda de reserva internacional. A nivel mundial, cerca del 80% de las transacciones internacionales se llevan a cabo en dólares<sup>17</sup>.

Esto hace que los cambios en la política monetaria de los Estados Unidos, así como las variaciones en el valor del dólar, tengan un impacto central en el resto de las economías. Y este impacto es particularmente relevante cuando una proporción importante de la deuda está en moneda extranjera, como ocurre en el sector financiero y en el sector corporativo no financiero en América Latina. Esto puede llegar a ser una fuente de descalce de monedas. Los cambios en la política monetaria (cuando es contractiva) agravan el servicio de la deuda, la amortización del principal y el costo de un potencial refinanciamiento.

Debido a la composición del endeudamiento, los cambios en la política monetaria se transmiten a través del canal bancario, como ocurrió en el primer ciclo financiero. A este mecanismo de transmisión hay que añadir el que opera a través de su efecto en el mercado de bonos, que es una de las características del segundo ciclo financiero<sup>18</sup>. También es posible que el canal de transmisión por medio del mercado de bonos sea más importante que el canal de transmisión de los préstamos bancarios.

Los cambios en la política monetaria afectan principalmente a los tenedores de deuda (prestatarios). Los tenedores de bonos se ven afectados por la relación inversa que existe entre el precio de un bono y la tasa de interés. El retorno de un bono es igual al dividendo recibido más el cambio en su precio ( $Retorno = Interés + (P_{t1} - P_{t2})$ ).

<sup>17</sup> En 2018, cálculos basados en BPI (2019) muestran que en los mercados emergentes y las economías en desarrollo la deuda en dólares representó el 80% del total de la emisión: un 76% del total en los países en desarrollo de Europa, un 78% en los países en desarrollo de Asia y el Pacífico, un 84% en los países en desarrollo de África y Oriente Medio y un 90% en los países en desarrollo de América Latina y el Caribe.

<sup>18</sup> Véase una explicación de los mecanismos de transmisión en la nota 4.

Para un interés dado (teniendo en cuenta, como se señaló anteriormente, que el grueso de las emisiones de bonos internacionales se realiza con interés fijo), una disminución en el precio de un bono entre dos períodos de tiempo ( $t_1$  y  $t_2$  reduce el rendimiento de un bono y se traduce en una pérdida de capital para los tenedores de bonos. Bajo determinadas circunstancias esto puede reducir el incentivo a mantener bonos como un activo y, por ende, limita la posibilidad de utilizar el mercado de bonos como un mecanismo de endeudamiento y financiamiento.

La información econométrica a nivel global para un conjunto de 49 países correspondiente al período 1995-2018 muestra que, como es de esperar, la tasa de los fondos federales tiene una relación negativa tanto con el flujo de crédito como con los títulos de deuda. El impacto, no obstante, tiende a ser mayor al considerar únicamente los títulos de deuda. Otras variables que pueden influir negativamente en los flujos de crédito son el índice de volatilidad (VIX) y el riesgo soberano. Concretamente, 25 puntos básicos de aumento de la tasa se traducen en 80 puntos básicos menos de flujos de créditos a instituciones bancarias. Así mismo, el impacto es mayor para los títulos de deuda, que disminuyen en 100 y 66 puntos básicos, en el caso de las corporaciones financieras y no financieras, respectivamente. Estas causalidades se replican en el caso de los países de América Latina y las economías emergentes<sup>19</sup>. En el caso de América Latina, los resultados muestran que 25 puntos básicos de aumento de la tasa de los fondos federales se traducen en una reducción de los flujos de créditos de 86 puntos básicos, y lo mismo ocurre con los títulos de deuda emitidos por corporaciones financieras, que presentan una fuerte reducción, de 794 puntos básicos en su tasa de crecimiento.

## 2. La fragilidad financiera afecta al sector productivo

El nuevo ciclo financiero se caracteriza por que las situaciones de fragilidad financiera no solo afectan al sector financiero *per se*, como en el primer ciclo financiero, sino que se han ampliado para incluir el sector productivo. Esto ocurre tanto en la principal economía del mundo (los Estados Unidos) como en las economías emergentes. Además, el crecimiento del endeudamiento del sector corporativo no financiero en los Estados Unidos y en las economías emergentes viene acompañado de una disminución de la rentabilidad y de una caída de la calidad crediticia, lo que plantea el tema de la sostenibilidad del acervo de deuda.

De acuerdo con algunas estimaciones recientes, en el caso de los Estados Unidos, la deuda emitida en bonos de baja calificación en 2017 duplica a la emitida en bonos de alta calificación (1,9 billones de dólares y 1 billón de dólares en 2017). Los bonos de baja calificación conllevan un mayor grado de riesgo de impago que los bonos de alta calificación y, por lo tanto, plantean un mayor riesgo. Además, el nivel de endeudamiento es mayor para los emisores de bonos de baja calificación.

<sup>19</sup> El ejercicio consistió en encontrar los determinantes de los flujos financieros en el mundo y hacia América Latina y el Caribe. Para esto se conformó un panel de datos trimestrales de flujos financieros hacia 49 países en el mundo y 12 en América Latina y el Caribe, para el período 1995-2018. Se utilizaron dos bases de datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI) "Locational banking statistics" y "Debt securities statistics" (BPI, 2019). Por otro lado, para los factores globales se utilizó el PIB global por trimestre, para países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), complementado con el PIB trimestral de la CEPAL, para países de fuera de la OCDE. El segundo factor global es el cambio en la política monetaria de los Estados Unidos, es decir, la tasa de Fondos Federales de corto plazo. Por último, se considera el índice de volatilidad VIX como medida de las condiciones de riesgo globales. Para capturar los determinantes por país se considera el PIB trimestral (de la OCDE y de la CEPAL), el grado de apertura financiera (índice de Chinn-Ito), la clasificación de riesgo soberano (Moody's, Standard & Poor's y Fitch, promedios) y un índice de política macroprudencial (Cerutti, Claessens y Laeven, 2018). Formalmente el modelo se especifica como:

$$F_{it} = B_1 + B_2 \Delta \text{FFR}_t + B_2 \text{VIX}_t + B_2 \text{PIBPaís}_{it} + B_2 \Delta \text{RankingSob}_{it} \\ + B_2 \text{Ch.itoindex}_{it} + B_2 \text{PIBGlobal}_t + B_2 \text{MPINDEX}_{it} + \gamma_t + \delta_i + e_{it}$$

El modelo considera efectos fijos por año y país, la tasa de fondos federales y el ranking soberano son primeras diferencias y la variable dependiente  $F_{it}$  es la tasa de crecimiento de los créditos o títulos de deuda transfronterizos para el país  $i$  y el trimestre  $t$ .

Esta situación puede ser una importante fuente de vulnerabilidad y fragilidad financiera para los Estados Unidos y la economía mundial en su conjunto dada la importancia del sector corporativo no financiero de dicho país a nivel internacional. Una clasificación de las principales empresas del mundo de 19 sectores en la esfera real muestra que los Estados Unidos mantienen una posición líder en 7 de dichos sectores (véase el cuadro II.9).

### Cuadro II.9

Cuota de mercado mundial, 2017

Sector industrial	Cuota de mercado		Empresa líder		
	Principales 10 empresas	Principales 5 empresas	Empresa	Nacionalidad	Cuota de mercado (en porcentajes)
Tabaco	88	80	China National Tobacco Corporation	China	43
Bebidas sin alcohol	73	70	Coca-Cola Co, The	Estados Unidos	46
Cerveza	67	55	Anheuser-Busch InBev	Bélgica	27
Automóviles	74	48	Volkswagen AG	Alemania	11
Vehículos comerciales	89	62	Daimler	Alemania	22
Diseño de ropa <sup>a</sup>	100	99	VF Corporation	Estados Unidos	36
Teléfonos móviles <sup>b</sup>	73	61	Samsung	República de Corea	22
Televisores LCD <sup>c</sup>	100	83	LG Display	República de Corea	20
Tabletas LCD	99	87	BOE Display	China	25
Hardware y almacenamiento de ordenadores	100	83	HP Inc	Estados Unidos	23
Equipos electrónicos de transmisión/distribución	100	93	Siemens T&D	Alemania	26
Equipos de generación de energía	100	95	Siemens Power Generation	Alemania	54
Fabricantes de aviones <sup>d</sup>	NA	100	Airbus-Boeing	Países Bajos/ Estados Unidos	42
Productos farmacéuticos	88	54	Johnson & Johnson	Estados Unidos	15
Servicios biofarmacéuticos <sup>e</sup>	100	91	Quintiles Transnational Holdings	Estados Unidos	44
Equipos de construcción	80	57	Caterpillar Inc	Estados Unidos	21
Equipo de minería	100	90	Komatsu Ltd	Japón	35
Armas y defensa	98	68	Lockheed Martin	Estados Unidos	23
Fertilizantes químicos	100	76	PotashCorp	Canadá	19
Banca global	100	74	JPMorgan Chase	Estados Unidos	19
Emisiones de renta fija	100	82	JPMorgan Chase, Bank of America	Estados Unidos	20
Gestión de activos	51	36	BlackRock Inc	Estados Unidos	12

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

<sup>a</sup> Datos disponibles solo para las primeras siete empresas líderes de mercado.

<sup>b</sup> Calculado utilizando los datos de auriculares telefónicos enviados.

<sup>c</sup> Datos disponibles solo para las primeras nueve empresas líderes de mercado.

<sup>d</sup> En este sector existen solo cuatro multinacionales.

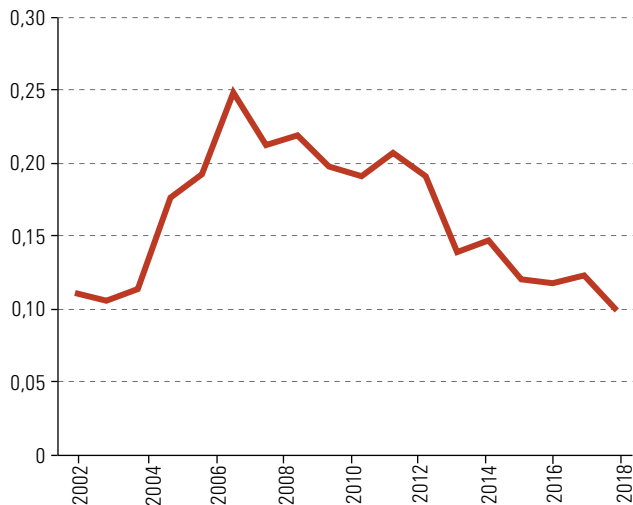
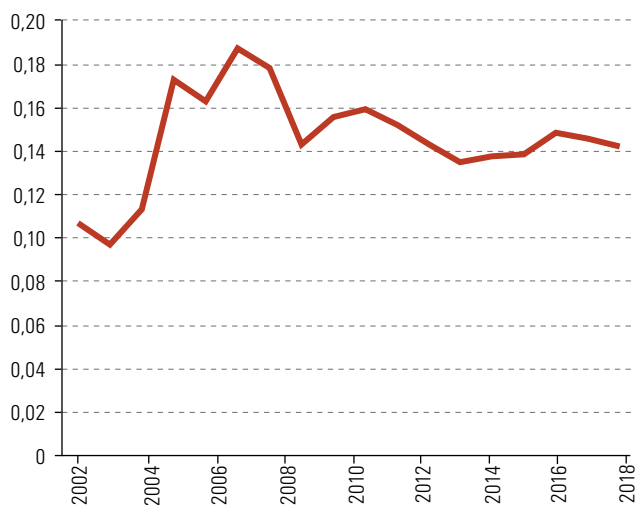
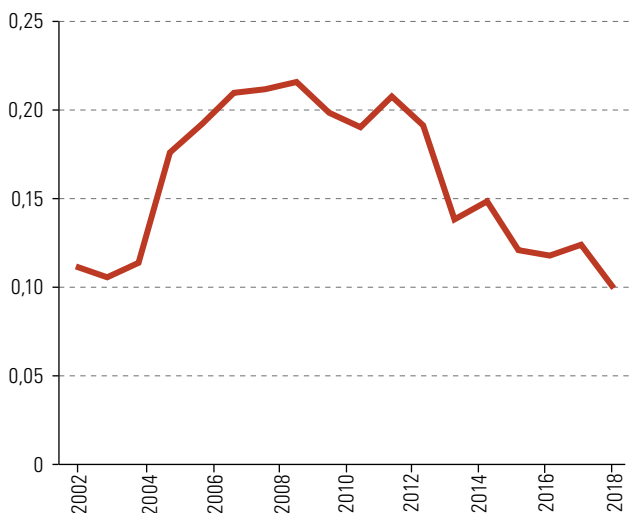
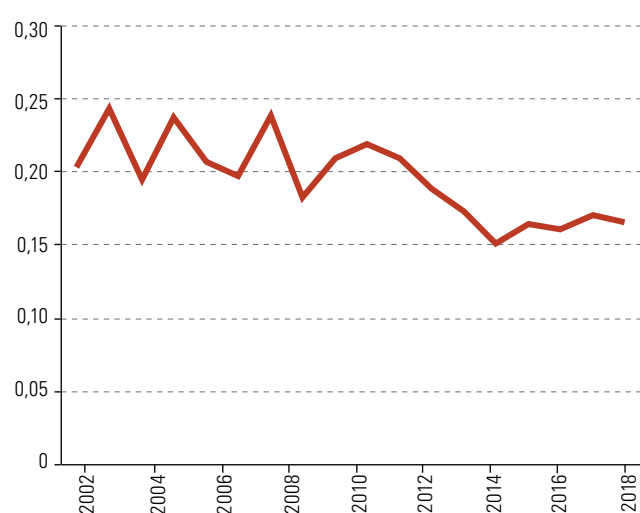
<sup>e</sup> Datos disponibles únicamente para ocho empresas.

En el caso de las economías emergentes, y en particular de las economías latinoamericanas, se observa un elevado nivel de endeudamiento en las empresas del sector corporativo no financiero, a la vez que, como en el resto del mundo emergente, se registra una caída en la rentabilidad (véase el gráfico II.10).

**Gráfico II.10**

Rentabilidad del capital del sector corporativo no financiero, 2002-2018

(En porcentajes)

**A. América Latina<sup>a</sup>****B. Todos los países en desarrollo y economías emergentes****C. China****D. Otros países de Asia<sup>b</sup>****Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).**Nota:** Se calcula utilizando la mediana de la razón entre ingreso neto y patrimonio total (el patrimonio total se define como los activos totales de la empresa menos los pasivos totales).<sup>a</sup> Brasil, Chile, México y Perú.<sup>b</sup> India, Indonesia, República de Corea y Tailandia.

En este tipo de situaciones es posible encontrar una relación inversa entre el flujo de caja y la inversión y la liquidez y la inversión. En principio, en la medida en que las empresas utilicen fuentes externas de financiamiento, la deuda y el apalancamiento deberían expandirse con mayores niveles de gasto de capital y financiamiento. Si las empresas no se enfrentan a limitaciones en su financiamiento externo no debe haber una relación entre el flujo de caja, la liquidez (determinada, en parte, por las ganancias retenidas) y la inversión. Sin embargo, cuando las empresas superan un determinado umbral de deuda y además experimentan disminuciones en la rentabilidad pueden sentirse más limitadas financieramente y, como resultado, pueden aumentar sus ganancias retenidas y sus participaciones en efectivo para protegerse contra la falta

de liquidez y, en última instancia, la insolvencia. Como resultado, más allá de un cierto umbral de apalancamiento, la relación entre el flujo de caja y la inversión debería ser negativa (Fazzari, Hubbard y Petersen (1988), citados en CEPAL, 2018).

Además, en el caso de las economías emergentes este fenómeno se torna más grave debido a que una parte significativa de la emisión de deuda se realiza en moneda extranjera y, por consiguiente, expone a los emisores en estos países a posibles situaciones de descalce de monedas.

## Bibliografía

- Adrian, T. y H.S. Shin (2008a), "Liquidity and financial contagion," *Financial Stability Review*, N° 11, París, Banque de France.
- \_\_\_\_ (2008b), "Financiamiento intermediario, estabilidad financiera y política monetaria," documento presentado en el Simposio económico anual del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, 21 a 23 de agosto.
- Avdjiev, S., M. Chui y H. Song Shin (2014), "Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows," *BIS Quarterly Review*, diciembre.
- Avdjiev, S. y otros (2018), "Tracking the international footprints of global firms," *BIS Quarterly Review*, marzo.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2019), "Debt securities statistics" [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.
- Bloomberg (2019), "Data and content: Bloomberg professional services" [en línea] <https://www.bloomberg.com/professional/solution/data-and-content/>.
- Borio, C. y P. Disyatat (2015), "Capital flows and the current account: taking financing (more) seriously," *BIS Working Papers*, vol. 525.
- Bruno, V. y H.S. Shin (2015), "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis," *BIS Working Paper*, No. 510.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2018), *Estudio Económico para América Latina y el Caribe, 2018* (LC/PUB.2018/17-P), Santiago, octubre.
- \_\_\_\_ (2016), *Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible* (LC/G.2660/Rev.1), Santiago.
- Cerutti, E., S. Claessens y L. Laeven (2018), "The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence," *Journal of Financial Stability*, vol. 28, febrero.
- Chinn, M. y H. Ito (2008), "A new measure of financial openness," *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, vol. 10, N° 3, septiembre.
- Cochrane, S., K. Ell y M. Korobkin (2019), *Some Rising Pressure Points in Global Debt*, Moody's Analytics, enero.
- Credit Suisse (2019), *Assessing Global Debt*, Research Institute, Davos Edition.
- Deloitte (2019), *2019 Investment Management Outlook A mix of opportunity and challenge*, Deloitte Center for Financial Services.
- Drehmann, M., C. Borio y K. Tsatsaronis (2012), "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!," *BIS Working Papers*, N° 380, junio.
- Epstein, G. (2019), "The asset management industry," inédito.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard y B. C. Petersen (1988), "Financing constraints and corporate investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, Washington, D.C., Brookings Institution.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) (2019), "Statistics" [en línea] <https://www.fdic.gov/>.
- FSB (Consejo de Estabilidad Financiera) (2018), *Global Shadow Banking Monitoring. Report 2017*.
- FSMA (Financial Services and Market Authority) (2017), *Report on Asset Management and Shadow Banking*, National Bank of Belgium [en línea] [https://www.nbb.be/doc/ts/publications/other/report\\_asset\\_management\\_shadow\\_banking.pdf](https://www.nbb.be/doc/ts/publications/other/report_asset_management_shadow_banking.pdf).
- IIF (Instituto de Finanzas Internacionales) (2019), Global Debt Monitor, abril [base de datos en línea] <https://www.iif.com/publications/global-debt-monitor>.
- Kashyap, A. K. y J. C. Stein (1995), "The impact of monetary policy on bank balance sheets," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 42, Elsevier.

- McCrum, D. (2015), "Who are the buyers of company bonds?," *Financial Times*, 22 de diciembre.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- (1982), *Can "It" Happen Again. Essays on Stability and Finance*, Nueva York, M.E. Sharpe.
- Myers, S. C. (2001), "Capital structure," *Journal of Economic Perspectives*.
- Pérez Caldentey, E. (2017), "Quantitative easing (QE), changes in global liquidity, and financial stability," *International Journal of Political Economy*, vol. 46, N° 2-3.
- Pérez Caldentey, E. y M. Cruz (2012), "Regulación financiera y política macroprudencial," inédito.
- Pérez Caldentey, E. y A. González (2015), "Inversión, financiamiento y la paradoja de la deuda en Minsky: un análisis microeconómico aplicado a América Latina," *Ensayos Económicos*, vol. 1, N° 73, Banco Central de la República Argentina.
- Pérez Caldentey, E., N. Favreau y L. Méndez (2019), "Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications," *Journal of Post Keynesian Economics* [en línea] <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/01603477.2019.1616563>.
- Serena Garralda, J. M. y R. Moreno (2016), "Domestic financial markets and offshore bond financing," *BIS Quarterly Review*.
- Shin, H.S. (2014), "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies," *Volatile Capital Flows in Korea*, K. Chung y otros (eds.), Nueva York Palgrave Macmillan.
- \_\_\_\_ (2010), "Financial intermediation and the post-crisis financial system," *BIS Working Papers*, N° 304.
- S&P Global Market Intelligence (2018), "The world's 100 largest banks" [en línea] <https://platform.mi.spglobal.com/web/client?auth=inherit#news/article?id=44027195&cdid=A-44027195-11060>.
- Tregenna, F. (2009), "The fat years: the structure and profitability of the US banking sector in the pre-crisis period," *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 4.
- Veneroso Associates (2019), "28th Annual Minsky Conference, April 17, 2019. Record Global Private Indebtedness and a Global House Price Bubble" [en línea] [http://www.levyinstitute.org/conferences/minsky2019/veneroso\\_minsky\\_2019.pdf](http://www.levyinstitute.org/conferences/minsky2019/veneroso_minsky_2019.pdf).





# Hacia un nuevo enfoque para analizar las vulnerabilidades potenciales que enfrenta América Latina y el Caribe en el nuevo ciclo financiero

---

Introducción

A. Flujos netos, flujos brutos y vulnerabilidad externa

B. La posición de inversión internacional y sus limitantes como indicador de vulnerabilidad

Bibliografía

Anexo III.A1





## Introducción

En el capítulo II, se analizaron los cambios ocurridos en el ciclo financiero mundial como consecuencia de: i) los cambios en la institucionalidad financiera; ii) el surgimiento de nuevos agentes financieros, y iii) las nuevas formas de interrelación entre el sector real y el sector financiero. A raíz de estos cambios, la región de América Latina y el Caribe se encuentra inserta en un contexto externo cuyo funcionamiento, efectos potenciales y mecanismos de transmisión han cambiado. Por consiguiente, los indicadores, categorías y magnitudes agregadas que se utilizaban tradicionalmente para el análisis de la vulnerabilidad externa de los países resultan en muchos casos insuficientes, y es necesario afinar la mirada, incorporando nuevos indicadores y desagregaciones para evaluar de mejor manera las fragilidades.

En este capítulo, se ilustra esta idea mediante el análisis de dos indicadores que habitualmente se utilizan para evaluar la vulnerabilidad externa: los saldos netos de la cuenta financiera de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional neta. Sobre la base de la experiencia de los países de América Latina, se muestran las limitaciones de estos indicadores para evaluar la vulnerabilidad externa de una economía en el agregado. Por otra parte, se plantea que es necesario descomponer estos indicadores para poder evaluar de manera precisa y certera los determinantes de la vulnerabilidad y la fragilidad financiera.

El capítulo se divide en dos partes. En la primera parte, se realiza un análisis de los flujos de capitales de la balanza de pagos. Se examina la relevancia de considerar no solamente el saldo neto de la cuenta financiera —o su contrapartida, la cuenta corriente— como indicador de la vulnerabilidad de los países, sino más bien los flujos de entrada y salida de capitales por separado (es decir, los flujos brutos). El resultado de la cuenta corriente (flujos netos) se ha considerado tradicionalmente un indicador de vulnerabilidad externa. No obstante, en un mundo con un mayor grado de integración y complejidad financiera, el saldo de la cuenta corriente no capta necesariamente los desequilibrios con el exterior, y es necesario llevar a cabo también un análisis de los flujos brutos. El análisis de vulnerabilidad debe considerar por separado el comportamiento de las entradas y de las salidas brutas de capital, así como la composición de estos flujos en términos de los instrumentos que los componen (inversiones en bonos, acciones, préstamos o inversión directa, entre otros).

La segunda parte se centra en el análisis de los acervos de activos y pasivos internacionales. Se evalúa en qué medida la posición de inversión internacional neta, el saldo estadístico que mide la posición deudora o acreedora de los países con respecto al exterior en un momento dado, puede considerarse un indicador de vulnerabilidad. El análisis demuestra que una posición de inversión internacional neta deudora no refleja necesariamente una vulnerabilidad externa, y que una posición de inversión internacional neta acreedora no es sinónimo de fortaleza financiera. Dado el incremento de las posiciones brutas tanto en activos como en pasivos, se ha tornado cada vez más necesario estudiar las vulnerabilidades inherentes a estas y a sus componentes. Es preciso examinar los niveles de acervos brutos y, en particular, de la composición de los activos y pasivos en términos de instrumentos, sectores institucionales, monedas y distribución geográfica de la contraparte.

## A. Flujos netos, flujos brutos y vulnerabilidad externa

### 1. Los saldos netos de la cuenta financiera y de la cuenta corriente de la balanza de pagos son insuficientes para analizar la vulnerabilidad externa y las amenazas a la estabilidad financiera

Tradicionalmente, se ha atribuido al saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos y a los flujos netos de capitales (es decir, las entradas menos las salidas de capital) un papel fundamental en el análisis de las vulnerabilidades de un país a las condiciones externas. Sin embargo, aunque es cierto que un elevado déficit en cuenta corriente normalmente se asocia a una mayor vulnerabilidad externa —ya que, si se revirtieran los capitales que lo están financiando, el país podría verse forzado a realizar un ajuste recesivo de la absorción interna—, también es cierto que los países con un déficit pequeño e incluso con un superávit en cuenta corriente pueden verse afectados negativamente por cambios abruptos en los flujos financieros que entran a estas economías o salen de ellas.

La explicación de lo que se acaba de describir es que una cuenta corriente equilibrada puede ser el resultado de grandes entradas y salidas brutas de capitales que se compensan entre sí, de manera que la cuenta financiera neta resulta equilibrada. Los flujos financieros no solo son la contrapartida (el pago) de una transacción de bienes o servicios: pueden existir también transacciones de activos financieros, tanto un sentido como en otro. Es posible la coexistencia de grandes entradas de capitales (financiamiento de una economía por parte de no residentes, que se constituye en pasivos de esa economía frente al exterior) con grandes salidas de capitales (inversiones que realizan los residentes fuera de la economía y que se constituyen en activos en el exterior), que, al cancelarse entre sí, no generan necesariamente un saldo observable en la cuenta financiera ni en la cuenta corriente de la balanza de pagos<sup>1</sup>.

Si bien los flujos brutos de capitales y su composición son temas que generan cada vez más interés en la literatura especializada desde hace ya tiempo<sup>2</sup>, la crisis financiera mundial del período 2007-2009 evidenció todavía más la necesidad de realizar este tipo de análisis para determinar potenciales riesgos relacionados con la estabilidad financiera. Antes de que comenzara la crisis, los países europeos presentaban una cuenta corriente básicamente equilibrada. Sin embargo, de forma paralela, existían importantes flujos de financiamiento cruzado desde los Estados Unidos hacia la banca europea y desde esta —en ocasiones, por medio de centros financieros internacionales— hacia el mercado inmobiliario e hipotecario de los Estados Unidos. Como resultado, la crisis de las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos tuvo repercusiones significativas en el sistema financiero europeo, que no hubiera sido posible pronosticar mediante un análisis de vulnerabilidades centrado en el tamaño del déficit en cuenta corriente o en los flujos de capitales netos de los países europeos.

<sup>1</sup> Véase una discusión sobre este tema en Borio y Disyatat (2015).

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, Kraay y Raddatz (2005), Lane y Milesi-Ferretti (2007), Cowan y otros (2007), Rothenberg y Warnock (2006), Forbes y Warnock (2012) y Broner y otros (2013).

En definitiva, en un mundo en que las economías están cada vez más integradas financieramente y existen grandes flujos de financiamiento bruto en distintas direcciones que pueden compensarse entre ellos a nivel de los países, el saldo neto en la cuenta financiera no permite saber mucho sobre la magnitud de los flujos financieros que entran a una economía determinada y que salen de ella. Por eso mismo, los indicadores tradicionales, basados en saldos netos de la cuenta financiera y de la cuenta corriente de la balanza de pagos, resultan insuficientes para analizar tanto la vulnerabilidad externa de los países como los riesgos relacionados con la estabilidad financiera.

## 2. El análisis de la vulnerabilidad financiera debe ampliarse a los flujos brutos de capitales (entradas y salidas de capital)

Los flujos brutos de capitales —las entradas y las salidas— se han incrementado durante las últimas décadas tanto en el caso de las economías desarrolladas como en el de las emergentes. Este fenómeno de creciente integración financiera internacional, que se expresa, a su vez, en acervos o *stocks* de activos y pasivos de los países frente al exterior cada vez mayores, ha sido ampliamente documentado en distintos estudios<sup>3</sup>. En América Latina se ha venido observando un patrón similar desde la década de 1990, con alzas tanto en las entradas brutas hacia la región como en las salidas brutas hacia el resto del mundo. Esto es cierto no solo en términos de valores absolutos, sino también al considerar los flujos como porcentajes del PIB, tanto en el promedio de América Latina, donde pesan más los flujos de los países grandes, como en la mediana de los países, que representa la posición central del conjunto de los países de la región.

En el gráfico III.1 se observa la mediana de las entradas y de las salidas brutas de capitales como porcentaje del PIB en el período 1984-2017 en tres grupos de países de la región: el total, que incluye 17 países<sup>4</sup>; un grupo de países clasificados como más abiertos en términos financieros, y un grupo de los países clasificados como menos abiertos en términos financieros<sup>5</sup>. En los tres grupos de análisis se aprecia una tendencia al alza tanto de las entradas como de las salidas brutas. Es importante resaltar que las primeras crecieron significativamente más que las segundas y, en 2017, alcanzaron cerca del 6% del PIB en los tres grupos analizados, en comparación con el 2% del PIB de las salidas.

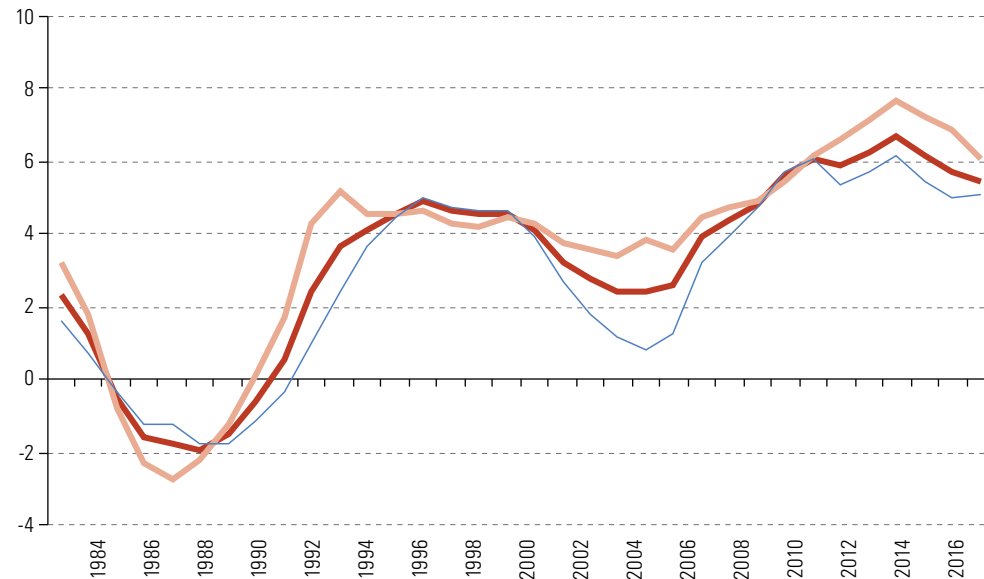
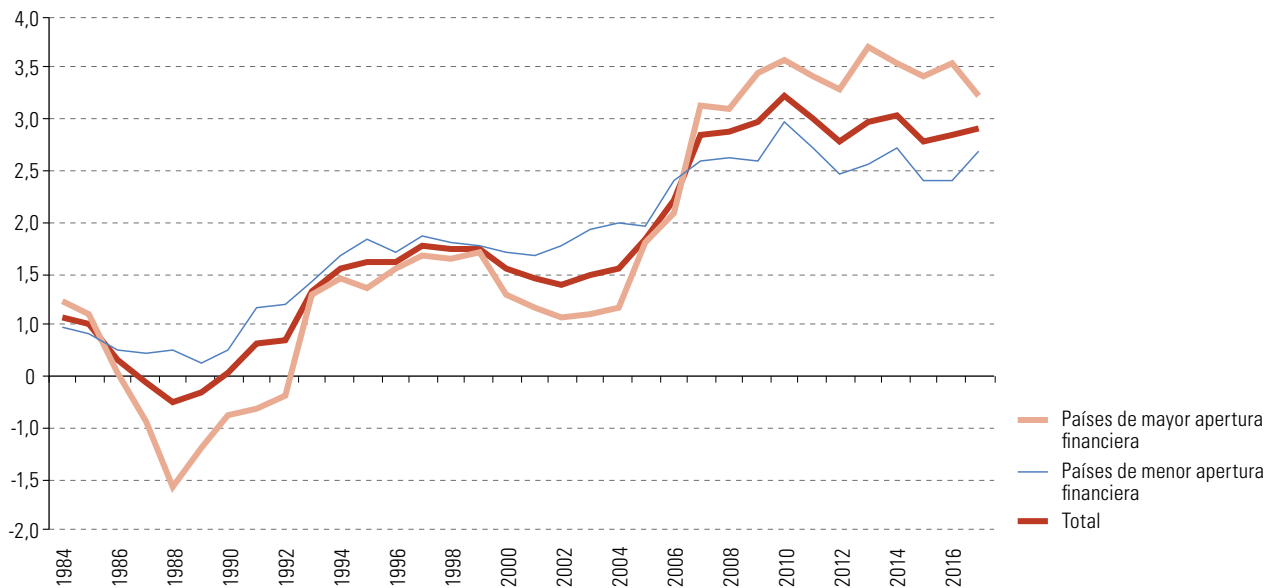
<sup>3</sup> La crisis financiera mundial causó una reversión parcial de ese proceso de mayor integración financiera, tal como lo documentan Lane y Milesi-Ferretti (2018).

<sup>4</sup> Los cálculos de las entradas y salidas brutas se hicieron para la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, el Paraguay, el Perú, la República Dominicana y el Uruguay, que son los países que contaban con esta información sobre el período 1980-2017.

<sup>5</sup> Los 17 países de la región se clasificaron en dos grupos según su grado de apertura financiera *de iure* (utilizando el índice de Chinn-Ito) y *de facto* (utilizando información proveniente de la posición de inversión internacional), con información del último año disponible (2016), utilizando la técnica de análisis de conglomerados o clústeres. Dicha técnica permite clasificar un conjunto de unidades heterogéneas en un número determinado de grupos (conglomerados) a partir de ciertas características dadas. Se basa en utilizar algún tipo de medida de similitud o distancia entre los valores que adoptan los indicadores para cada país (unidad), lo cual permite discernir qué países son más similares entre sí y, de esa forma, diseñar las agrupaciones. En nuestro caso, la técnica concreta utilizada se conoce como “k-medias”, y se estandarizan previamente los indicadores utilizados para corregir sus diferencias de escala. El grupo de los países de mayor apertura financiera quedó integrado por Chile, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, el Perú, la República Dominicana y el Uruguay. El grupo de los países de menor apertura financiera está compuesto por la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Colombia, Honduras y el Paraguay.

**Gráfico III.1**

América Latina (17 países<sup>a</sup>): flujos de entradas y salidas brutas de capitales, 1984-2017  
(En porcentajes del PIB)

**A. Entradas de capitales****B. Salidas de capitales**

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

**Nota:** Los flujos incluyen derivados. Las salidas de capitales se miden con signo positivo, de forma que un porcentaje mayor indica mayores salidas relativas hacia el exterior (mayor formación de activos externos por parte de los residentes de un país). Las líneas indican la mediana de cada grupo de países.

<sup>a</sup> Grupo de países de mayor apertura financiera: Chile, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Perú, República Dominicana y Uruguay. Grupo de países de menor apertura financiera: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Colombia, Honduras y Paraguay.

### 3. El comportamiento de las entradas y de las salidas no necesariamente responde a los mismos factores y pueden producirse movimientos en direcciones opuestas

De acuerdo con la identidad de la balanza de pagos —véase la expresión (1)—, sabemos que una reversión abrupta de los flujos netos de capital (una disminución del saldo de la cuenta financiera) requerirá, o bien un mejoramiento del saldo de la cuenta corriente, o bien una desacumulación de reservas internacionales<sup>6</sup>.

$$\text{Cuenta corriente} - \text{cuenta financiera} = \Delta \text{reservas internacionales} \quad (1)$$

Si consideramos que la cuenta financiera se puede expresar como la diferencia entre los flujos brutos, las salidas (formación de activos externos) y las entradas (formación de pasivos externos), entonces la identidad de la balanza de pagos se puede reescribir como sigue (FMI, 2013):

$$\text{Entradas de capitales} = - \text{saldo en cuenta corriente} + \text{salidas de capitales} + \Delta \text{reservas internacionales} \quad (2)$$

Esto deja en evidencia el hecho de que, por ejemplo, una caída profunda y abrupta de las entradas brutas de capitales (*sudden stop* de las entradas) no necesariamente conduce a un ajuste de la cuenta corriente o a una pérdida de reservas internacionales, si las salidas brutas son capaces de absorber esa perturbación reduciéndose también. Podría suceder, por ejemplo, que, en un período de estrés en los mercados financieros mundiales, se produjera una caída abrupta de las entradas brutas de capital hacia una economía, pero que los inversionistas residentes compensaran este hecho mediante una disminución de la formación de sus activos en el exterior, es decir, reduciendo el volumen de las salidas brutas, lo que podría incluso conllevar el regreso de capitales que estaban en el exterior (repatriación). En este caso, la caída de las entradas brutas de capitales no se traduciría en una disminución de los flujos netos y los agentes residentes compensarían este efecto.

A nivel empírico, distintos estudios han abordado la pregunta de si existe compensación entre ambos tipos de flujos o si, por el contrario, unos y otros se refuerzan (véase una revisión de trabajos recientes al respecto en el cuadro del anexo III.A1). Este análisis resulta de especial interés a la hora de diseñar políticas que disminuyan la vulnerabilidad de los países ante movimientos en los flujos financieros. Conocer la naturaleza del comportamiento de uno y otro tipo de flujo puede apoyar la toma de decisiones de política más acertadas.

El hecho de que los inversionistas residentes y los no residentes se comporten de manera “opuesta” en un período de estrés financiero puede parecer contrario al sentido común, pero distintos autores han planteado argumentos que podrían justificar estas diferencias en la toma de decisiones de inversión de unos y otros. Por ejemplo, la información asimétrica relativa a los retornos sobre los activos nacionales y los diversos niveles de aversión al riesgo se han mencionado como posibles causas de conducta diferenciada por inversionistas residentes y no residentes<sup>7</sup>. También, un marco institucional que trate a los inversionistas de manera diferente según su lugar de residencia podría tener efectos variados en las entradas y salidas de capital. Otros autores también han argumentado que existen factores que mitigan el riesgo de que los ceses abruptos en las entradas impulsen una fuga adicional de capitales (aumento

<sup>6</sup> La ecuación (1) se formula aquí de acuerdo con la sexta edición del *Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional* (FMI, 2009), en el que la cuenta financiera se define como la diferencia entre la adquisición neta de activos financieros (que tienen signo positivo) y la formación de pasivos financieros (que tienen signo negativo).

<sup>7</sup> Véase Milesi-Ferretti y Tille (2010) y Broner, Martin y Ventura (2010).

de salidas de residentes), reduciéndose así las posibilidades de que el episodio llegue a un cese abrupto de los flujos netos. Esos factores son los relacionados con la reducción del riesgo interno, como los bajos niveles de dolarización de pasivos, el control de la inflación y regímenes confiables de metas de inflación, junto con un tipo de cambio flexible e instituciones sólidas, y podrían convencer a los agentes residentes de que reduzcan las salidas de capital<sup>8</sup>.

#### 4. En América Latina, las salidas no logran compensar las entradas debido a su magnitud mucho menor, aun en los casos en que ambas se mueven en direcciones opuestas

Para analizar el caso particular de América Latina, se han estimado regresiones entre las entradas y las salidas brutas con datos de panel de 17 países de la región en el período 1980-2017, siguiendo la misma metodología de Broner, Martin y Ventura (2010) y Broner y otros (2013). En concreto, se estimaron regresiones de los flujos de entrada contra los flujos de salida, como se muestra en la siguiente fórmula:

$$\text{Entradas brutas}_{c,t} = \alpha_c + \gamma_c t + \beta \text{Salidas brutas}_{c,t} + \varepsilon_{c,t}$$

en la que se introdujeron las posibilidades de efectos fijos por país  $\alpha_c$  y de una tendencia lineal por país  $\gamma_c t$ <sup>9</sup>. Un coeficiente  $\beta$  positivo entre entradas y salidas indica que un flujo se compensa con el otro, de forma que, si, por ejemplo, disminuyen las entradas brutas de los flujos de no residentes a la economía, también se reducen las salidas brutas<sup>10</sup>.

En el caso de América Latina, se obtuvo un coeficiente  $\beta$  (al 1%) de 0,28 altamente significativo, un resultado acorde con los obtenidos por Broner y otros (2013), que indica una suerte de compensación entre las entradas y las salidas brutas (véase el cuadro III.1). Se realizó la misma estimación separando los 17 países en dos grupos —de mayor y menor apertura financiera—, según la clasificación presentada al inicio de esta sección. Se obtuvieron coeficientes positivos y altamente significativos (al 1%) en ambos casos, pero de mayor valor en el caso de los países de mayor apertura financiera. Esto indicaría la existencia de un mayor grado de correlación entre los flujos de salida y entrada en el caso de los países con mayor apertura financiera.

A pesar de los coeficientes obtenidos, al observar el comportamiento *de facto* de los flujos de capitales netos en América Latina, salta a la vista que estos acompañan muy de cerca la evolución de las entradas de capitales, mientras que las salidas, por ser de una magnitud menor, tienden a afectar levemente a los niveles de flujos netos (véase el gráfico III.2)<sup>11</sup>. En este sentido y, a pesar de la correlación observada, la diferencia de magnitudes relativas entre las entradas y las salidas puede poner en duda la capacidad de las segundas para compensar el comportamiento de las primeras.

<sup>8</sup> Véase Cavallo, Izquierdo y León-Díaz (2017).

<sup>9</sup> Para que los resultados no se vean influidos desproporcionadamente por países individuales, se trabaja con entradas y salidas como porcentaje del PIB y, además, se las estandariza a media 0 y varianza 1. Además del modelo con efectos fijos, se estimó otro con combinaciones de cortes transversales independientes (*pool* de datos), cuyos resultados son muy similares, como se observa en el cuadro III.1.

<sup>10</sup> Las salidas se expresan con signo positivo.

<sup>11</sup> Esto es cierto no solo con respecto al promedio regional y de cada grupo, sino también con respecto a las medianas de los tres grupos (el grupo total que incluye 17 países, el grupo de países de mayor apertura financiera y el grupo de países de menor apertura financiera).



	Efectos fijos	Combinaciones de cortes transversales independientes (pool de datos)	Países de menor apertura	Países de mayor apertura
$\gamma_c t$	0,024*** (7,10)	0,024*** (7,05)	0,021*** (3,39)	0,026*** (6,53)
$\beta$	0,283*** (7,62)	0,285*** (7,75)	0,206** (2,93)	0,324*** (7,42)
$\alpha_c$	0,145* (2,00)	0,138 (1,10)	0,308* (2,45)	0,049 (0,56)

**Cuadro III.1**  
América Latina (17 países<sup>a</sup>): resultados de las estimaciones con datos de panel, 1980-2017

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

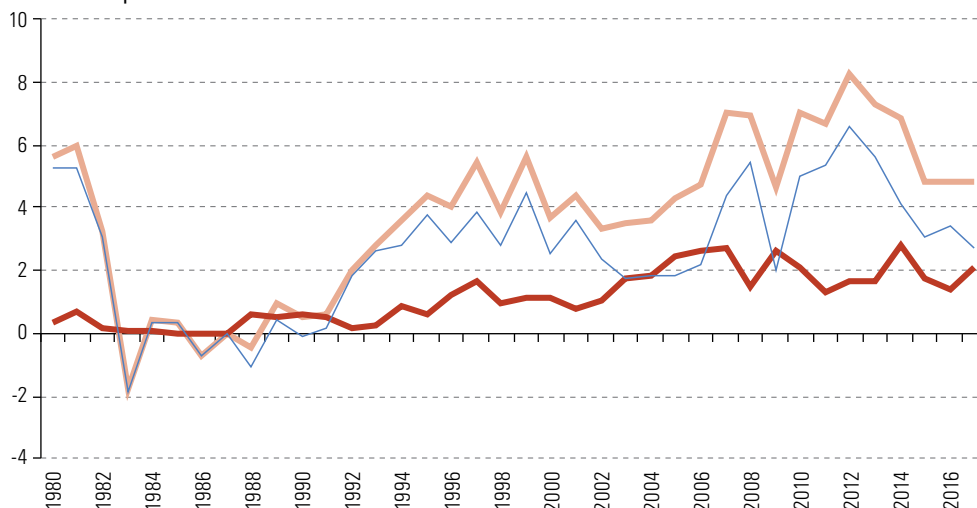
**Nota:** Entre paréntesis se proporcionan los coeficientes *t*. Niveles de significación estadística: \* significativo al 10%; \*\* significativo al 5%; \*\*\* significativo al 1%.

<sup>a</sup> Grupo de países de mayor apertura financiera: Chile, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Perú, República Dominicana y Uruguay. Grupo de países de menor apertura financiera: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Colombia, Honduras y Paraguay.

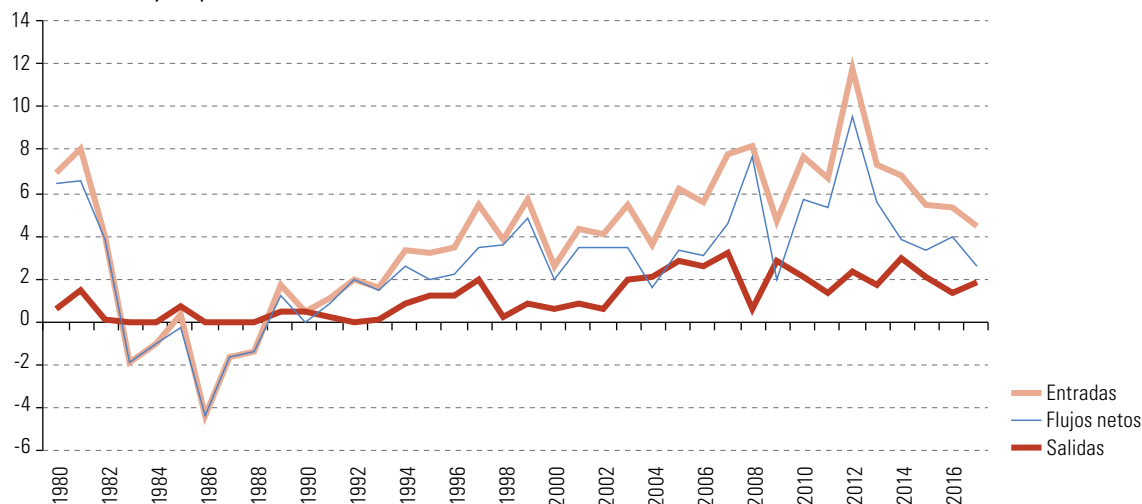
**Gráfico III.2**

América Latina (17 países<sup>a</sup>): entradas brutas, salidas brutas y flujos netos de capital, 1980-2017 (Medianas de tres grupos de países en porcentajes del PIB)

**A. Todos los países**



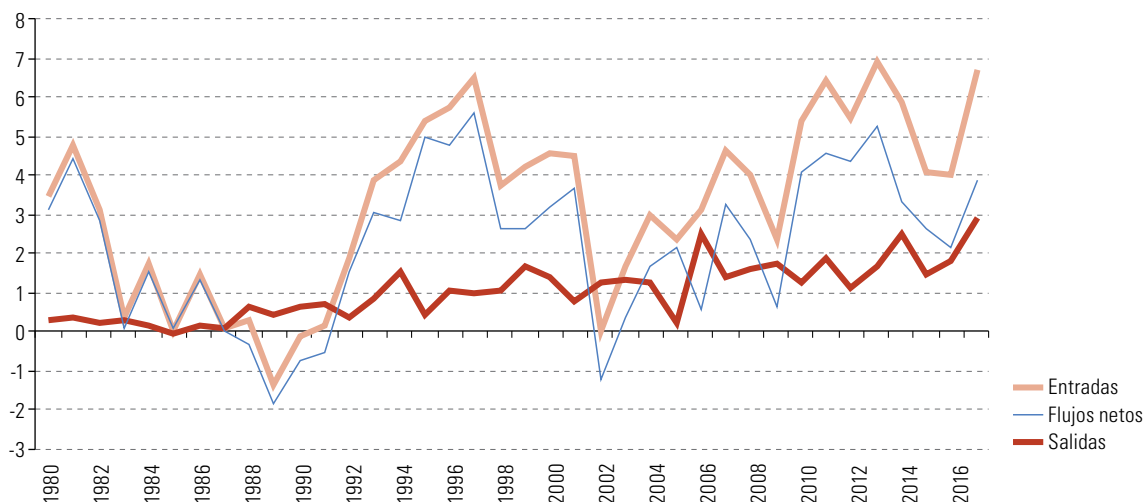
**B. Países de mayor apertura financiera**



— Entradas  
— Flujos netos  
— Salidas

Gráfico III.2 (conclusión)

## C. Países de menor apertura financiera



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

<sup>a</sup> Grupo de países de mayor apertura financiera: Chile, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Perú, República Dominicana y Uruguay. Grupo de países de menor apertura financiera: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Colombia, Honduras y Paraguay.

Para abordar este tema y evaluar a nivel de los países si verdaderamente los comportamientos de uno y otro flujo se compensan, a continuación se realiza un análisis empírico de ceses abruptos (*sudden stops*) en los flujos de capitales. Se emplea la metodología desarrollada por Cavallo, Izquierdo y León-Díaz (2017) para analizar empíricamente si, en el caso de los países de América Latina, ha existido compensación, en el sentido de que los inversores locales han actuado para “prevenir” que los ceses abruptos de las entradas de capitales se transformaran en ceses abruptos de los flujos netos de capitales<sup>12</sup>.

La metodología empleada es secuencial. En primer lugar, se detectan episodios de cese abrupto de las entradas brutas de capitales y, posteriormente, se analiza si esos episodios se tradujeron a su vez en episodios de cese abrupto de los flujos netos de capitales (es decir, si ambos coinciden en el tiempo). Si el cese abrupto de las entradas no conlleva a un cese abrupto de los flujos netos, significa que los flujos netos de capital se compensan entre sí y, por lo tanto, se “previene” el cese abrupto de los flujos netos.

Los flujos netos para el país  $i$  en el trimestre  $t$  se calculan de la siguiente manera:

$$\text{Flujos netos}_{i,t} = \text{entradas brutas}_{i,t} - \text{salidas brutas}_{i,t}$$

Los episodios de cese abrupto se detectaron mediante la utilización de series trimestrales de la balanza de pagos de 18 países de América Latina<sup>13 14</sup>. La técnica de

<sup>12</sup> Un punto central en esta idea es que los autores denominan “prevenir” no al hecho de reducir el riesgo de disminución de las entradas, lo que está más bien fuera del alcance de los países, sino al comportamiento de los agentes residentes que hace que un cese abrupto de las entradas de capitales no se traduzca en un cese abrupto de los flujos netos de capitales. En el resto del capítulo, se utiliza el concepto de prevención con este sentido.

<sup>13</sup> El período de análisis es el comprendido entre el primer trimestre de 1993 y el segundo trimestre de 2018 (en el caso de algunos países, las series empiezan más tarde). Dada la metodología utilizada, que implica obtener, en primer lugar, los valores acumulados en cuatro trimestres y las diferencias interanuales de dichos valores acumulados y, luego, el promedio de ocho observaciones, la serie se acorta en su inicio, que se sitúa en definitiva en el tercer trimestre de 1996.

<sup>14</sup> La idea es identificar o marcar los trimestres en los que hay un cese abrupto de los flujos. Cuando se identifica, todo ese período se denomina “episodio”.

detección es la desarrollada por Calvo, Izquierdo y Mejía (2008) y, en líneas generales, consiste en identificar como un episodio de cese abrupto los períodos en los que la variación de los flujos de capitales se sitúa al menos dos desviaciones estándar por debajo de su media histórica<sup>15</sup>.

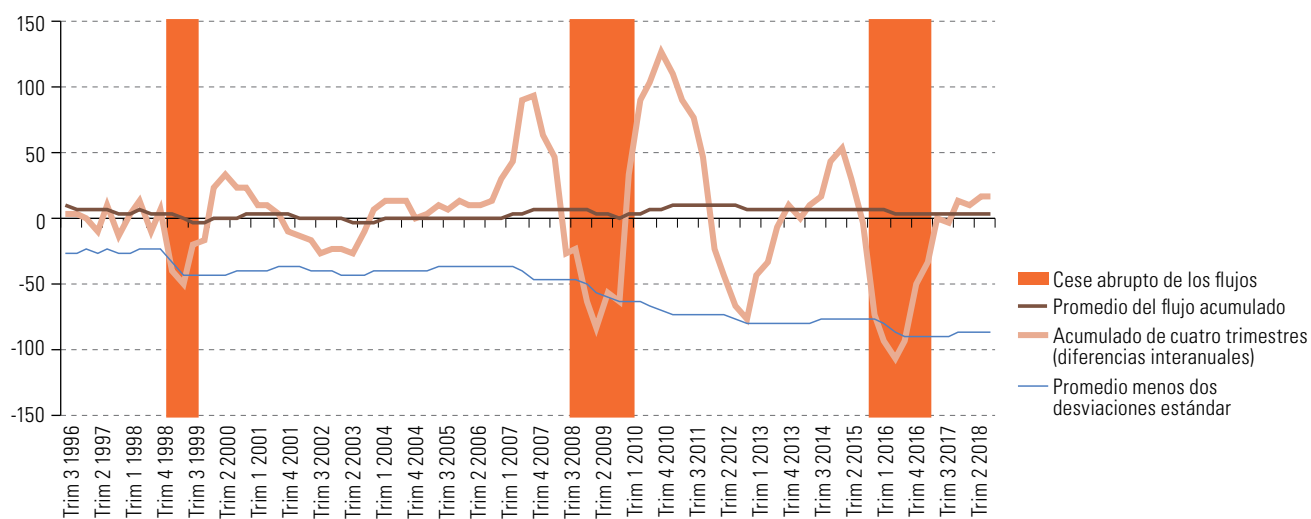
A continuación, se presentan tres ejemplos del ejercicio realizado, con los que se pretende mostrar la idea de la compensación ante la caída de los flujos de entrada para prevenir la reversión de los flujos netos. El primero de ellos corresponde al Brasil, donde se detectaron tres episodios de ceses abruptos de las entradas de capitales, indicados con barras en el gráfico III.3A. Durante la crisis brasileña de 1998 y 1999, el episodio tuvo una duración de tres trimestres y devino, pues coincide en el tiempo, en un cese abrupto de los flujos netos de capital (véase el gráfico III.3B). Una situación similar puede observarse en el caso del episodio registrado durante la crisis financiera mundial de 2008 y 2009, y en el del que se produjo durante el período de alta volatilidad iniciado en China en 2015<sup>16</sup>, ambos de una duración de seis trimestres, pues también la reversión en las entradas se transmitió a los flujos netos. En las tres situaciones descritas, los inversionistas residentes no pusieron en práctica ningún mecanismo compensatorio que previniera el cese abrupto en los flujos netos de capital.

### Gráfico III.3

Brasil: ceses abruptos de las entradas brutas de capital y los flujos netos, tercer trimestre de 1996 a segundo trimestre de 2018

(En miles de millones de dólares)

#### A. Flujos brutos de entrada

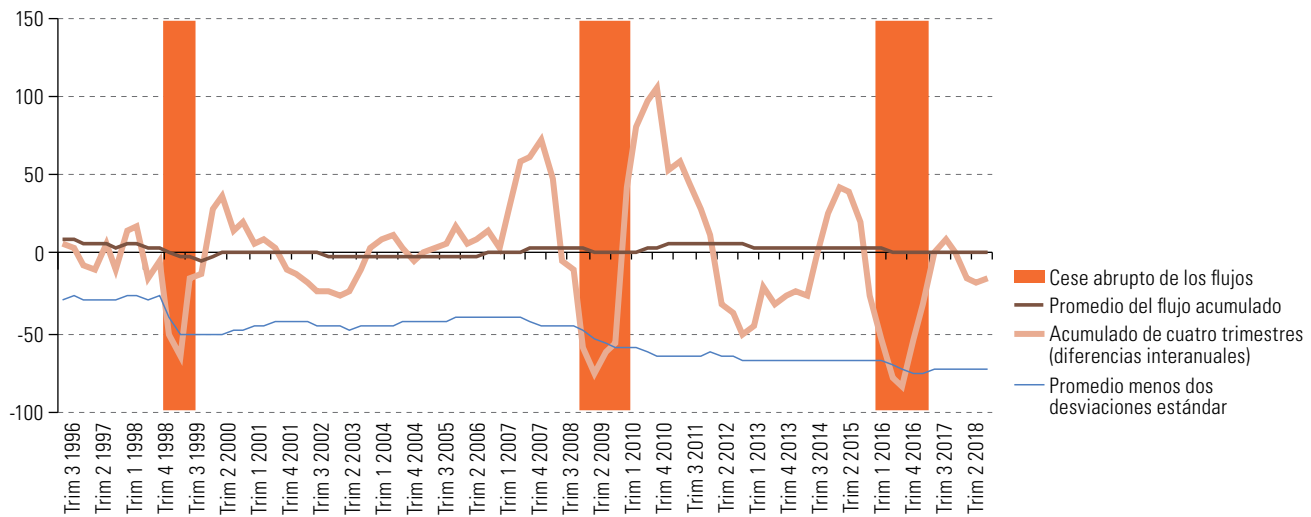


<sup>15</sup> Estrictamente, tanto el inicio como la finalización del episodio de cese abrupto ocurre cuando la variación se ubica bajo la media menos una desviación estándar. El cálculo es el opuesto en el caso de las salidas, ya que los riesgos se reconocen cuando estos flujos suben de manera abrupta. Así, se identifican las situaciones en las que los flujos de salida varían por encima de la media más dos desviaciones estándar. Véase una explicación detallada de la metodología aplicada en el caso de los países de América Latina en Titelman y otros (2014).

<sup>16</sup> En agosto de 2015 tuvo lugar un período de alta volatilidad en los mercados financieros que se repitió a comienzos de 2016. El índice de la bolsa de Shanghai cayó casi un 7% en un día, el 4 de enero de 2016, al tiempo que el yuan perdía valor. Se produjo un contagio a los mercados accionarios, tanto en los países desarrollados como en los emergentes, y a los precios de los productos básicos, que experimentaron caídas sustanciales; el petróleo, por ejemplo, alcanzó un precio mínimo que no se registraba desde hacía 12 años (CEPAL, 2016).

Gráfico III.3 (conclusión)

## B. Flujos netos



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

El segundo ejemplo es el caso de México. Allí se detectaron tres episodios de cese abrupto de las entradas brutas de capitales (véase el gráfico III.4A). De estos episodios, cuya duración total es de 12 trimestres, hay dos episodios (7 trimestres en total) que coinciden en el tiempo con ceses abruptos de los flujos netos, lo que significa que no se produjo un efecto de prevención (véase el gráfico III.4B). Sin embargo, uno de los episodios de las entradas no tiene su correlato en los flujos netos, y es el que se detecta en 2007. En este caso, el cese abrupto fue prevenido por parte de los agentes residentes, que redujeron las salidas o repatriaron recursos del exterior. En efecto, en el período en que se frenaron las entradas, la variación interanual de las salidas fue muy positiva, lo que indica que las salidas anuales se redujeron. Este retraimiento fue lo que evitó el cese abrupto de los flujos netos.

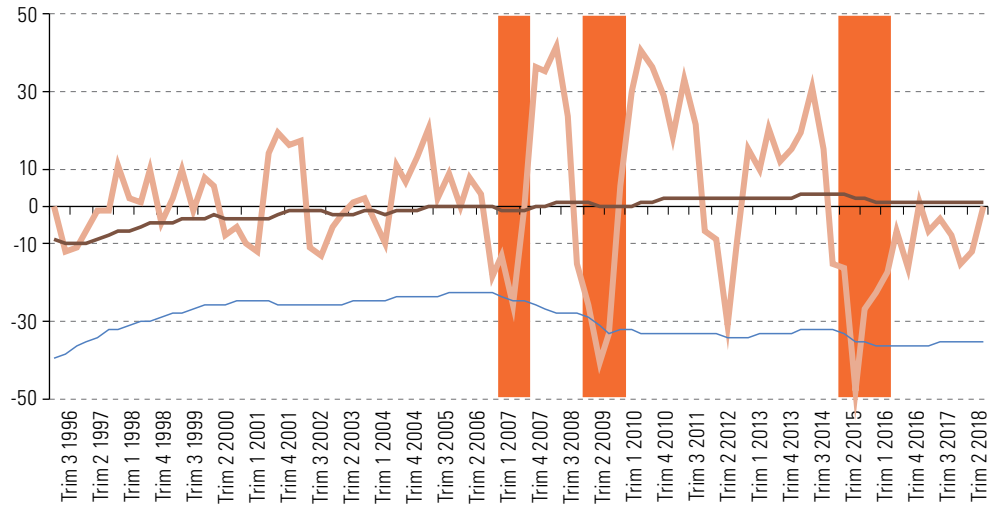
Finalmente, el tercer ejemplo corresponde al caso de Chile. La situación difiere de las dos anteriores, ya que se detectan tres episodios de cese abrupto en los flujos netos, que se explican únicamente por incrementos de las salidas de capital. En el gráfico III.5C, puede observarse que los episodios detectados en los flujos netos tienen su correlato en las salidas brutas (véase el gráfico III.5B). Por el contrario, los episodios de cese abrupto detectados en las entradas brutas también son tres (con una duración total de 14 trimestres), pero ocurrieron en otras fechas y se vieron compensados con el comportamiento de las salidas brutas en la casi totalidad de los trimestres (12 en total). Puede concluirse que solamente el 12% no se compensó con las salidas y, por ende, se tradujo en un cese abrupto de los flujos netos. En este caso, desempeñó un papel importante el sector público, que repatrió fondos que tenía ahorrados en el exterior, por ejemplo, durante la crisis financiera mundial del período 2008-2009, justamente para hacer frente a los efectos de la crisis y la escasez de financiamiento disponible en ese momento<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> El Gobierno hizo uso de ahorros externos constituidos en el llamado Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) para llevar a cabo una política fiscal contracíclica, que incluyó la capitalización de empresas públicas (Corporación Nacional del Cobre de Chile (CODELCO), Banco Estado y Empresa Nacional del Petróleo (ENAP)) y el aumento del gasto en inversión y el gasto social (véase [en línea] [https://www.camara.cl/prensa/noticias\\_detalle.aspx?prmId=81825](https://www.camara.cl/prensa/noticias_detalle.aspx?prmId=81825)).

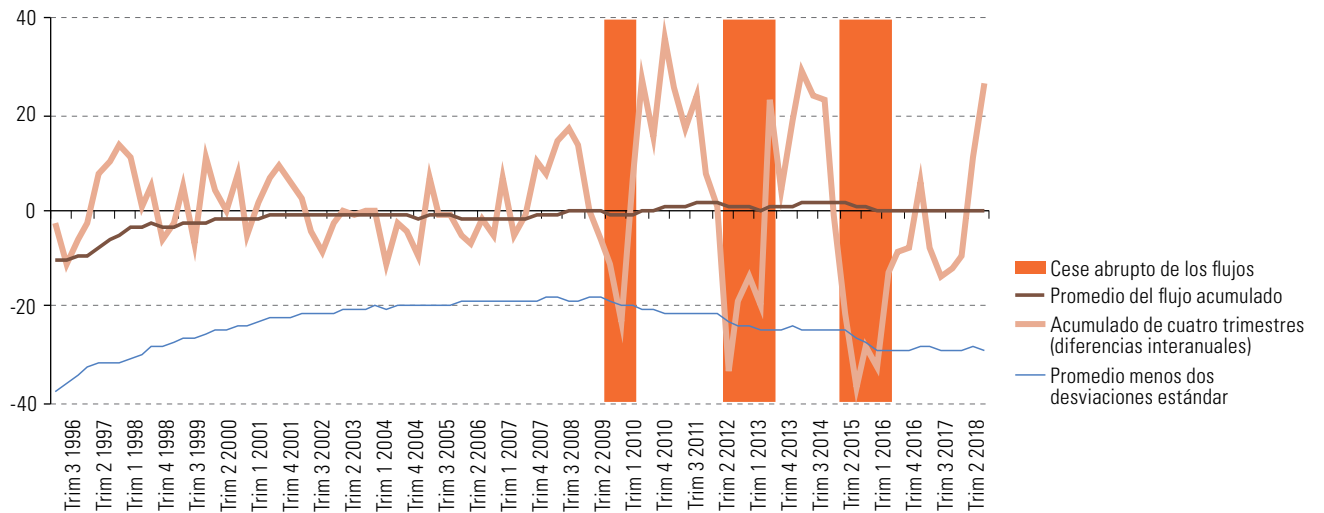
**Gráfico III.4**

México: ceses abruptos de las entradas brutas de capital y los flujos netos, tercer trimestre de 1996 a segundo trimestre de 2018  
 (En miles de millones de dólares)

**A. Flujos brutos de entrada**



**B. Flujos netos**

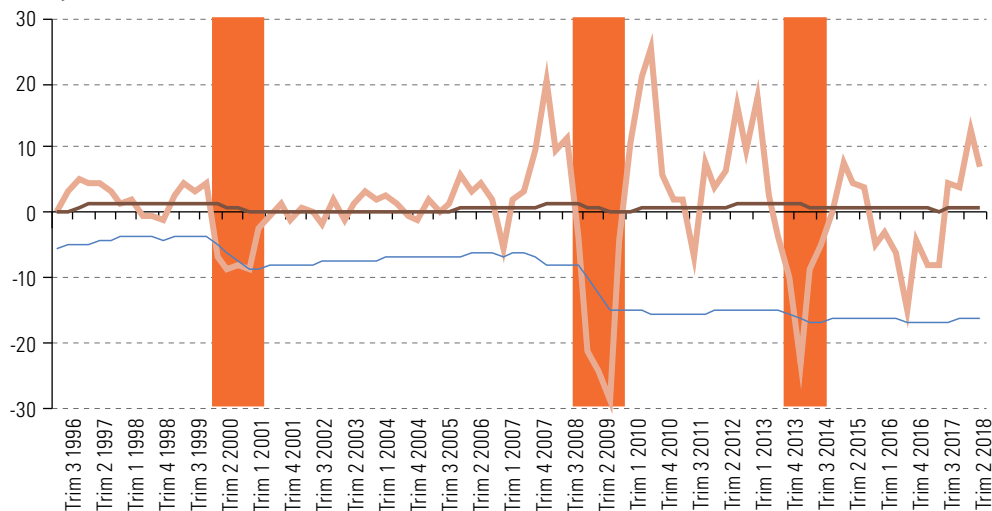


**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**Gráfico III.5**

Chile: ceses abruptos de las entradas brutas de capital y los flujos netos, tercer trimestre de 1996 a segundo trimestre de 2018  
(En miles de millones de dólares)

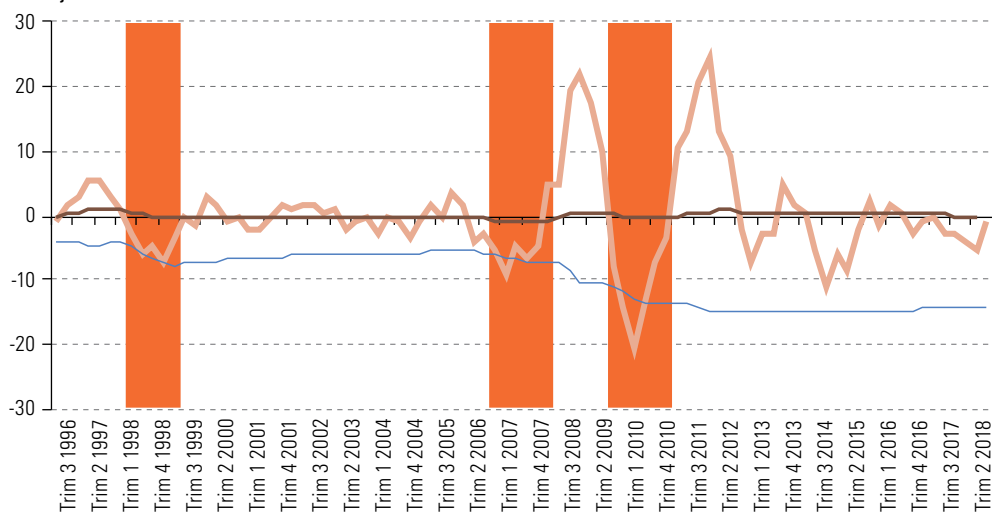
**A. Flujos brutos de entrada**



**B. Flujos brutos de salida**



**C. Flujos netos**



- Cese abrupto de los flujos
- Promedio del flujo acumulado
- Acumulado de cuatro trimestres (diferencias interanuales)
- Promedio menos dos desviaciones estándar

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

Un primer resultado del análisis es que, en la región, en la mayoría de los casos, el comportamiento de las salidas no logró compensar lo que sucedía con las entradas. Durante todo el período de análisis, hubo un total de 170 trimestres en que ocurrieron ceses abruptos de las entradas brutas. De ellos, en 121 trimestres (el 71% del total) también se produjeron ceses abruptos de los flujos netos de capitales; es decir, estos no fueron prevenidos (véase el cuadro III.2). Solo en el 29% de los casos restante, los ceses abruptos de las entradas sí se compensaron con el comportamiento de las salidas de manera que no se tradujeron en una reversión de los flujos netos. Dentro del resultado agregado regional, se observan distintos casos a nivel de los países. En un extremo, aquellos donde no existió compensación alguna, como en el Ecuador, Nicaragua, el Paraguay, el Perú y la República Dominicana, países en los que, cada vez que se produjo una reversión de las entradas, esta se traspasó a los flujos netos. Por otro lado, están los casos como el ya descrito de Chile o el de Colombia, en los que, la gran mayoría de las veces (todas, en el caso colombiano), los ceses abruptos de las entradas fueron compensados y no se trasladaron a los flujos netos.

### Cuadro III.2

América Latina (18 países): total de ceses abruptos de los flujos de entrada y los flujos netos de capitales, tercer trimestre de 1996 a segundo trimestre de 2018

(En número de trimestres y porcentajes)

	Número de trimestres con ceses abruptos de las entradas	Trimestres en los que el cese abrupto de las entradas se convierte en cese abrupto de los flujos netos (sin considerar las reservas internacionales)		Trimestres en los que el cese abrupto de las entradas se convierte en cese abrupto de los flujos netos (incluida la variación de las reservas internacionales)	
		Número de trimestres	Porcentaje sobre el total de trimestres con ceses abruptos de las entradas	Número de trimestres	Porcentaje sobre el total de trimestres con ceses abruptos de las entradas
Argentina <sup>a</sup>	5	4	80	4	80
Bolivia (Estado Plurinacional de)	18	16	89	16	89
Brasil	15	13	87	8	53
Chile	14	2	14	1	7
Colombia	4	0	0	0	0
Costa Rica	14	10	71	5	36
Ecuador	9	9	100	8	89
Guatemala	11	10	91	8	73
Honduras	0	0	-	0	-
México	12	7	58	0	0
Nicaragua	12	12	100	7	58
Panamá	6	4	67	4	67
Perú	14	14	100	1	7
Paraguay	3	3	100	0	0
República Dominicana	4	4	100	4	100
El Salvador	7	6	86	7	100
Uruguay	8	4	50	0	0
Venezuela (República Bolivariana de)	14	3	21	0	0
<b>Total</b>	<b>170</b>	<b>121</b>	<b>71</b>	<b>73</b>	<b>43</b>

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

<sup>a</sup> Si bien puede resultar llamativo que en la Argentina se registren solo cinco trimestres con ceses abruptos de las entradas de capitales durante el período de análisis, es importante tener en cuenta que este país mantuvo un sistema de controles de la cuenta financiera entre 2011 y fines de 2015.

A continuación, se llevó a cabo un análisis similar al anterior, pero incluyendo las reservas internacionales como mecanismo potencial de compensación de los ceses abruptos de las entradas. Anteriormente, se explicó que un cese abrupto de las entradas no necesariamente conduce a un ajuste de la cuenta corriente si las salidas brutas o las reservas internacionales son capaces de absorber esa perturbación reduciéndose a su vez. Esto ocurre porque, en definitiva, las reservas internacionales de un país son activos externos que posee el banco central, de manera que, mediante la desacumulación de estos activos, dicho país puede también prevenir la transmisión de un cese abrupto de las entradas a los flujos netos.

Para evaluar la existencia de ese mecanismo de prevención mediante el uso de las reservas internacionales en América Latina, se repitió el ejercicio anterior de detección de ceses abruptos, pero incluyendo esta vez las reservas como parte de las salidas. Los flujos netos para el país  $i$  en el trimestre  $t$  se calculan ahora de la siguiente manera:

$$\text{Flujos netos}_{i,t} = \text{entradas}_{i,t} - (\text{salidas}_{i,t} - \Delta \text{reservas internacionales}_{i,t})$$

Incorporar las reservas internacionales reduce la cantidad de trimestres con reversiones de los flujos de entrada que se traducen en reversiones de los flujos netos. Si antes se observaba que esto ocurría en 121 trimestres, ahora se da solamente en 73 trimestres, lo que equivale a un 43% de los 170 trimestres en los que se registra un cese abrupto de las entradas de capital. Esto significa que en algunos casos las reservas internacionales amortiguaron los ceses abruptos de los flujos netos de capital.

Por otro lado, dentro de los países se dan algunas relaciones interesantes, que difieren de lo que se ha visto anteriormente. Gracias al uso de las reservas internacionales, ahora en solo dos casos (El Salvador y República Dominicana) no existe compensación alguna, mientras que en varios países se observa una compensación total, como en Colombia, México, el Paraguay, el Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de), en los que se evitó que la reversión de las entradas se tradujera en una reversión de los flujos netos en la totalidad de los trimestres.

## 5. Un análisis de vulnerabilidad externa también debe tener en cuenta las distintas categorías que componen los flujos brutos de entrada y salida de capitales

Además de ampliar el estudio de los flujos netos a los flujos brutos, también es importante estudiar su composición, puesto que los factores determinantes de las diferentes categorías son distintos y, por consiguiente, estas presentan diferentes patrones de comportamiento. Los flujos financieros se clasifican en inversión extranjera directa, inversión de cartera, instrumentos derivados, otra inversión y reservas internacionales.

Al analizar la composición de los flujos brutos en el caso de América Latina durante el período 1980-2017, se observa que la procedencia de la mayor parte de las entradas son los flujos de inversión extranjera directa, un fenómeno que se intensificó particularmente en el período 2000-2009. Mientras tanto, en el caso de las salidas, el tipo de flujo que presenta la mayor participación es el de otra inversión, que corresponde principalmente a depósitos de agentes que residen fuera de las economías nacionales

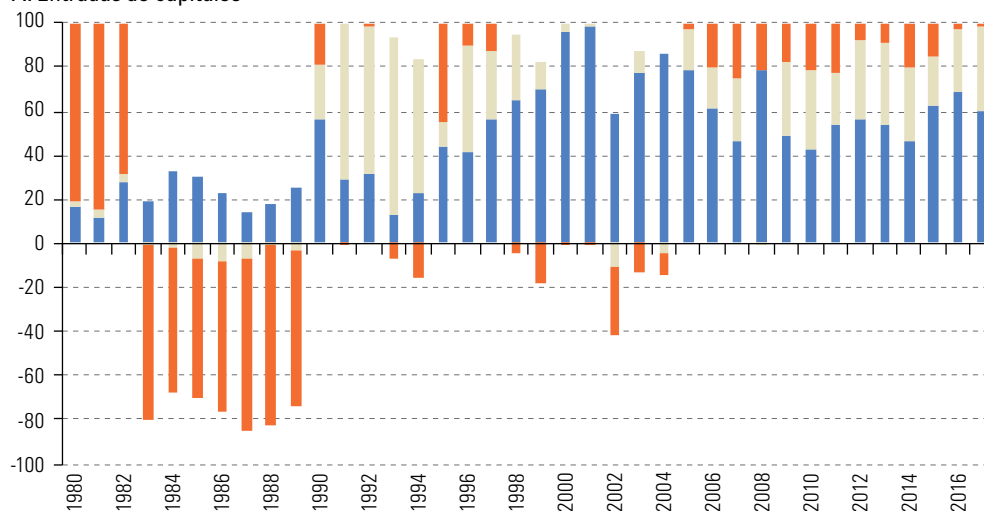


(véanse el gráfico III.6 y el cuadro III.3)<sup>18</sup>. Esto es relevante desde el punto de vista de la estabilidad de los flujos, ya que, en general, se considera que los flujos de inversión extranjera directa son más estables que los flujos de cartera y de otra inversión.

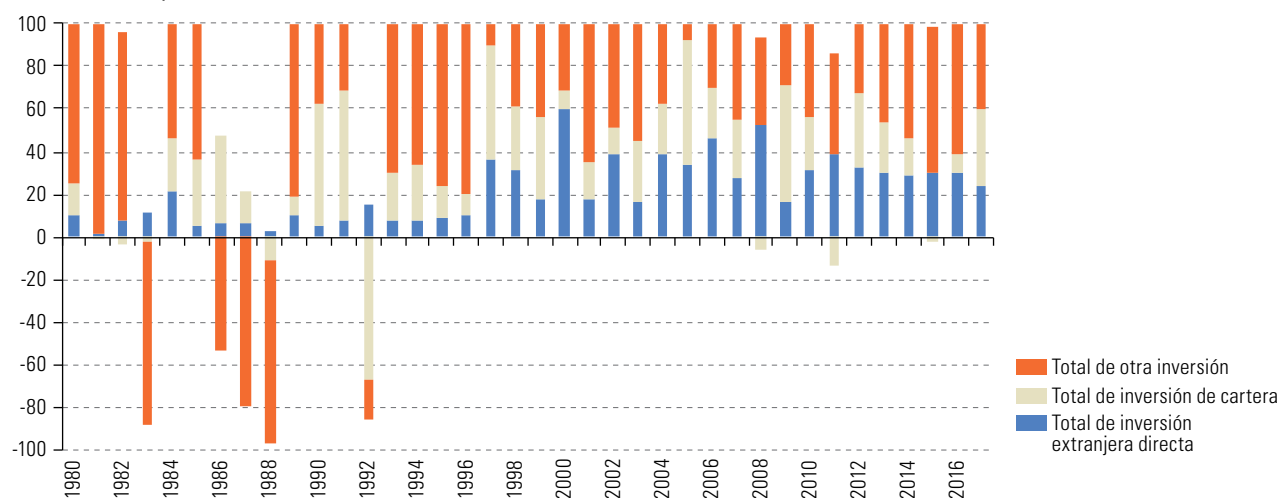
### Gráfico III.6

América Latina (17 países<sup>a</sup>): composición de los flujos de entradas y salidas de capitales, 1980-2017  
(En porcentajes del total)

#### A. Entradas de capitales



#### B. Salidas de capitales



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

<sup>18</sup> La inversión extranjera directa (IED) es la inversión que se realiza para adquirir un interés duradero o un control efectivo sobre una empresa que opera fuera de la economía del inversionista (como directriz, el Fondo Monetario Internacional (FMI) sugiere que las inversiones deben representar al menos el 10% de las acciones con derecho a voto para contabilizarse como IED). La IED se compone de participación en el capital e instrumentos de deuda. La participación en el capital incluye las utilidades reinvertidas. Los instrumentos de deuda se refieren al crédito entre empresas afiliadas. Véanse más detalles en FMI (2009).

**Cuadro III.3**

América Latina  
(17 países<sup>a</sup>): composición  
de los flujos de entrada  
y salida de capitales,  
1980-2017  
(En porcentajes)

	1990-1999	2000-2009	2010-2017	1980-2017
<b>Entradas de capital</b>				
Inversión extranjera directa	51	73	54	59
Inversión de cartera	49	16	32	31
Otra inversión	0	11	14	10
<b>Salidas de capital</b>				
Inversión extranjera directa	7	37	33	16
Inversión de cartera	45	24	15	6
Otra inversión	47	39	52	78

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

Sin embargo, es importante destacar que, dentro los flujos de inversión extranjera directa, la participación del componente de préstamos entre empresas es bastante significativa en algunas economías de América Latina, lo que resulta más relevante en los flujos de entrada, por su mayor tamaño. La importancia de los préstamos entre empresas en el total de los flujos financieros se condice (como se menciona en el capítulo II) con el aumento del endeudamiento del sector corporativo no financiero en el mercado internacional de bonos en los mercados emergentes, también en los grandes países de América Latina.

Estos préstamos, al representar instrumentos de deuda, podrían considerarse menos estables que los instrumentos de capital y, al quedar englobados dentro de la inversión extranjera directa, podrían esconder un grado mayor de volatilidad y, por consiguiente, de vulnerabilidad externa de la economía. Para dimensionar la importancia de estos flujos, se realizó un ejercicio en el cual se restaron de la inversión extranjera directa los préstamos entre empresas y se incluyeron junto con los demás flujos. En este caso, lo que se observa es que los demás flujos no asociados a la inversión extranjera directa pasan a ser el principal componente de las entradas hacia la región en el período 2010-2017 (véase el cuadro III.4).

**Cuadro III.4**

América Latina  
(17 países<sup>a</sup>): participación  
de los flujos de inversión  
extranjera directa (IED)  
en el total de las  
entradas y salidas, por  
períodos, 1990-2017  
(En porcentajes del total)

Flujos de capital	Entradas de capital			Salidas de capital		
	1990-1999	2000-2009	2010-2017	1990-1999	2000-2009	2010-2017
IED (incluidos los préstamos)	51	73	54	21	35	33
Demás flujos	49	27	46	79	65	67
IED (excluidos los préstamos)	45	60	41	18	27	30
Demás flujos (incluidos los préstamos de IED)	55	40	59	82	73	70

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

En diversos estudios se ha analizado la volatilidad de las diferentes categorías de financiamiento a lo largo del tiempo en el grupo de países emergentes, y la regla general establece que la inversión directa (la que obtiene un control o una influencia significativos en la gestión de la empresa) es la categoría más estable de financiamiento y, por ende, menos propensa a una salida repentina (fuga de capitales) o a un cese abrupto. Por el contrario, los créditos y depósitos transfronterizos intermediados por bancos (es decir, la categoría de otra inversión, excluidos los préstamos soberanos), y la inversión de cartera —básicamente, acciones y títulos de deuda— se comportan de manera más volátil.

En el caso de América Latina, al analizar la volatilidad de los distintos tipos de financiamiento en el período comprendido entre 2010 y 2018, se obtienen resultados que coinciden con los ya existentes sobre el conjunto de países emergentes (véase el recuadro III.1).

**Recuadro III.1**

**Volatilidad de los componentes de las entradas y salidas brutas de capital en seis países de América Latina**

En este recuadro se explican brevemente los resultados de Klein y Titelman (2019), quienes calculan la volatilidad de los distintos componentes de las entradas y salidas brutas de capitales (inversión extranjera directa, inversión de cartera —acciones y bonos— y otra inversión) para seis países de América Latina durante el periodo posterior a la crisis financiera mundial, entre 2010 y 2018.

Los datos utilizados son de frecuencia trimestral y la metodología aplicada es similar a la de Broto, Díaz-Cassou y Erce (2011) y Pagliari y Hannan (2017). En primer lugar, se ajusta un modelo autorregresivo integrado de media móvil (ARIMA) (p,d,q)<sup>a</sup> apropiado para cada serie de tiempo de cada país <sup>b</sup>. En segundo lugar, se contrasta la existencia de efectos de heterocedasticidad condicional autorregresiva (ARCH) en los residuos. Si existen efectos ARCH, se especifica un modelo de heterocedasticidad condicional autorregresiva generalizada (GARCH) (1,1) y se lleva a cabo una estimación de la volatilidad condicional. En caso de que no existan efectos ARCH<sup>c</sup>, se calcula la variación anual de los residuos  $\mathcal{E}_{it}$  y se obtiene la varianza de estos, definida como:  $\sigma_{it}^2 = \frac{1}{4} \sum_{j=0}^3 (\mathcal{E}_{it-j})^2$ , y el desvío estándar, definido como  $\sigma_{it}$ . Esta última medida se interpreta como la volatilidad del componente inesperado de los flujos y, por lo tanto, refleja la imprevisibilidad de cada instrumento.

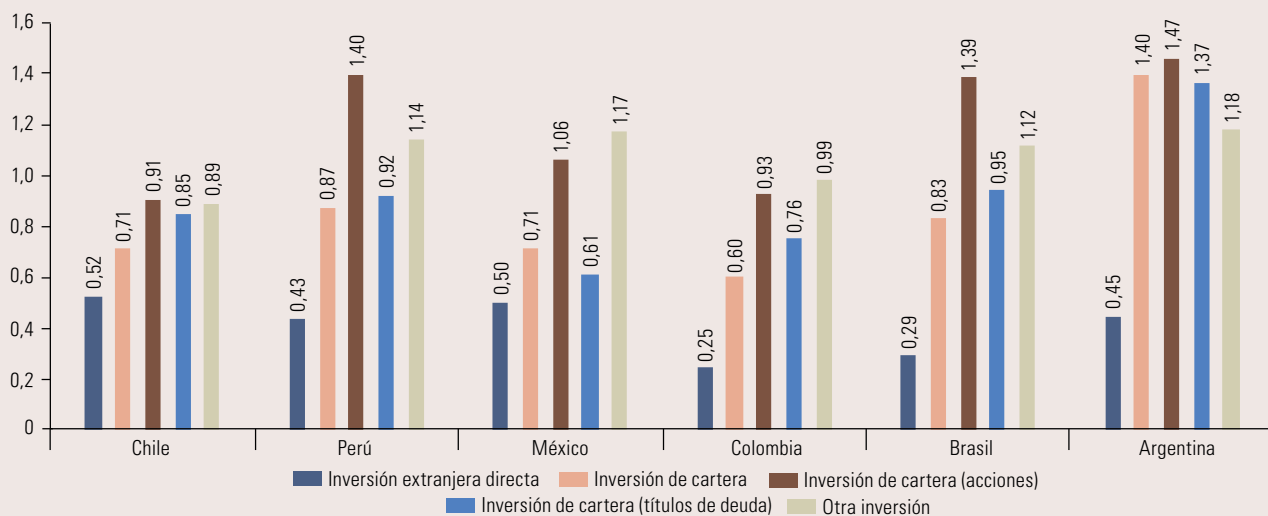
Sin embargo, dada la diferencia de volumen de cada instrumento, la desviación estándar no es una medida adecuada para comparar volatilidades relativas. Por ello, se utiliza como medida alternativa de volatilidad el coeficiente de variación, es decir el desvío estándar  $\sigma_{it}$  dividido por el promedio anual de la serie (en valor absoluto) en el mismo trimestre  $t$  (véanse más detalles sobre los cálculos en Klein y Titelman (2019)).

Con respecto a las entradas brutas, los resultados obtenidos confirman en el caso de todos los países los resultados de estudios anteriores (por ejemplo, Bluedorn y otros, 2013; Pagliari y Hannan, 2017; Eichengreen, Gupta y Massetti, 2018), respecto de que la inversión extranjera directa es la categoría menos volátil. Para las otras categorías (inversión de cartera —acciones y títulos de deuda— y otra inversión), se observa más heterogeneidad entre países. Sin embargo, es evidente que estas categorías son más volátiles que la inversión extranjera directa, aunque la magnitud de esta diferencia en términos de volatilidad relativa es diferente en cada país (véase el gráfico 1).

**Gráfico 1**

**América Latina (6 países): volatilidad de las entradas brutas según instrumento, primer trimestre de 2010 a cuarto trimestre de 2018**

(Mediana del coeficiente de variación)



Fuente: A. Klein y D. Titelman, "The behavior of international capital flows in Latin America: stylized facts", inédito, 2019.

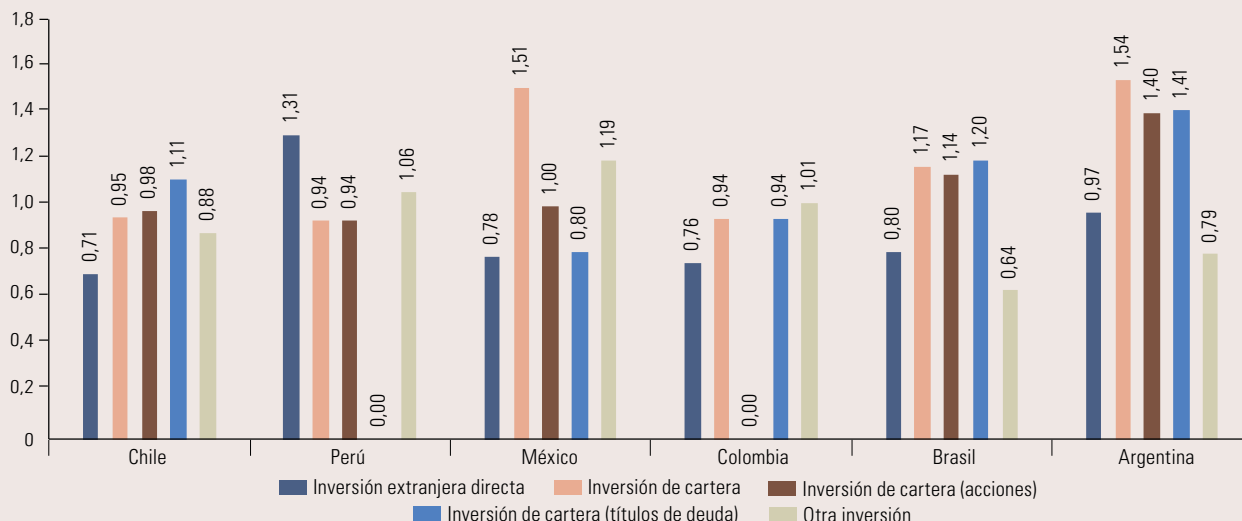
## Recuadro III.1 (conclusión)

En cuanto a la volatilidad relativa de los componentes de las salidas brutas, también se concluye que, en general, la inversión extranjera directa es más estable en comparación con las otras tres categorías (véase el gráfico 2)<sup>d</sup>. Sin embargo, existe más heterogeneidad entre países y las diferencias observadas en la volatilidad relativa de los instrumentos son menores que en el caso de las entradas.

## Gráfico 2

América Latina (6 países): volatilidad de las salidas brutas según instrumento, primer trimestre de 2010 a cuarto trimestre de 2018

(Mediana del coeficiente de variación)



**Fuente:** A. Klein y D. Titelman, "The behavior of international capital flows in Latin America: stylized facts", inédito, 2019.

**Nota:** Por falta de información, no se incluyeron en los cálculos las series de salidas brutas de inversión de cartera (acciones) en el caso de Colombia ni las salidas brutas de inversión de cartera (deuda) en el caso del Perú.

**Fuente:** C. Broto, J. Díaz-Cassou y A. Erce, "Measuring and explaining the volatility of capital flows to emerging countries", *Journal of Banking & Finance*, vol. 35, N° 8, 2011; J. Bluedorn y otros, "Capital flows are fickle: anytime, anywhere", *IMF Working Paper*, N° WP/13/183, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2013; B. Eichengreen, P. Gupta y O. Masetti, "Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type?", *Asian Economic Papers*, vol. 17, N° 1, 2018; A. Klein y D. Titelman, "The behavior of international capital flows in Latin America: stylized facts", inédito, 2019; M. Pagliari y S. Hannan, "The volatility of capital flows in emerging markets: measures and determinants", *IMF Working Paper*, N° WP/17/41, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2017.

<sup>a</sup> Donde  $p$  es la cantidad de términos autorregresivos,  $d$  corresponde a los números de diferencias para convertir la serie original en una serie estacionaria y  $q$  se refiere a los términos de las medias móviles.

<sup>b</sup> Las series son las entradas y salidas brutas de capitales de distinto tipo para cada país expresadas como porcentajes del PIB. La longitud de las series usadas para las estimaciones de los modelos ARIMA y GARCH es mayor que el período comprendido entre el primer trimestre de 2010 y el cuarto trimestre de 2018. Se utiliza la longitud completa de cada serie y se calcula la medida de volatilidad. Después, se aísla el período mencionado y se toma la mediana de ese período.

<sup>c</sup> Solo en tres casos se descubrieron efectos ARCH. Por lo tanto, la volatilidad condicional se utiliza 3 veces en total y la medida de volatilidad  $\sigma_{it}$  proviene de los residuos del modelo ARIMA en 55 ocasiones.

<sup>d</sup> Excepciones a lo anterior serían las salidas de inversión extranjera directa en el caso del Perú, que resulta la categoría más volátil. Asimismo, en la Argentina y el Brasil se observa que las salidas de otra inversión se comportan de forma menos volátil que las salidas de inversión extranjera directa.

## B. La posición de inversión internacional y sus limitantes como indicador de vulnerabilidad

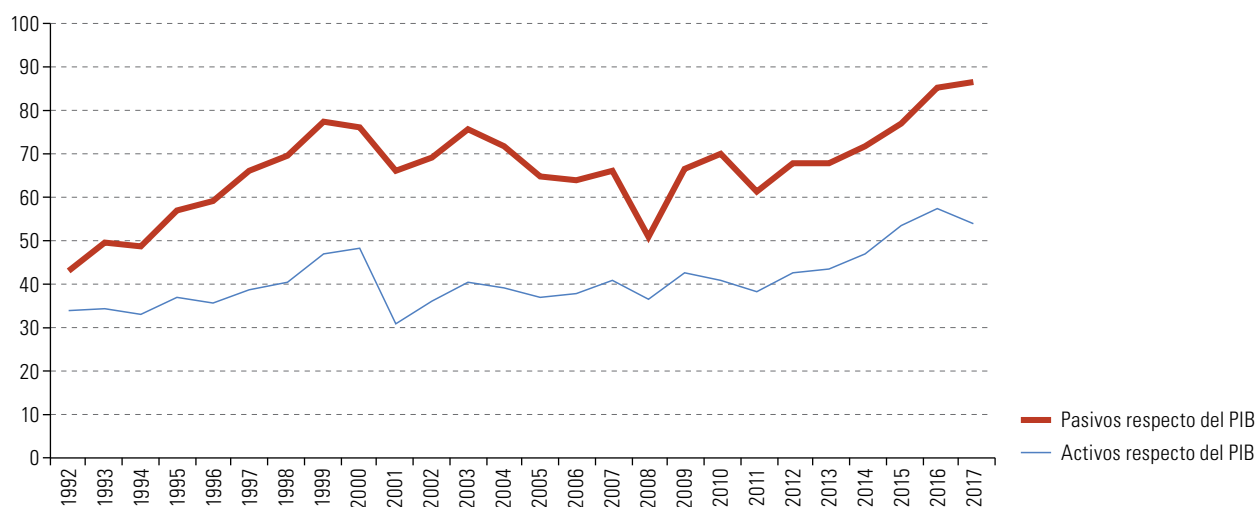
### 1. La posición de activos y pasivos externos (posición de inversión internacional) ha experimentado aumentos sustanciales en América Latina y el Caribe

En consonancia con el aumento de los flujos tanto de entrada como de salida bruta de capitales que se ha venido produciendo a nivel mundial, también ha ido aumentando el acervo de pasivos y activos de los países frente al exterior. La llamada posición de inversión internacional es el balance estadístico que mide esas tenencias de activos y pasivos externos de los países en un momento dado y, en la literatura, se ha tendido a asimilar su aumento con mayores niveles de integración financiera (véanse, entre otros, Lane y Milesi-Ferretti (2003) y Jadresic y otros (2003)).

América Latina no ha estado ajena a esta mayor integración financiera internacional, y su posición de activos y pasivos externos ha experimentado incrementos sustanciales (véase el gráfico III.7)<sup>19</sup>. Se distinguen tres subperíodos: una primera fase de crecimiento acelerado por encima de la tasa del PIB que llegó a su fin en 2001, con la crisis en la Argentina; una segunda fase de estabilización o leve contracción hasta el estallido de la crisis financiera mundial de 2008, y una tercera fase de nueva aceleración que llega hasta 2017, el último año sobre el que se dispone de datos.

#### Gráfico III.7

América Latina (18 países<sup>a</sup>): posición de inversión internacional (acervo de activos y pasivos externos), 1992-2017  
(En porcentajes del PIB, promedios ponderados)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y cifras oficiales.

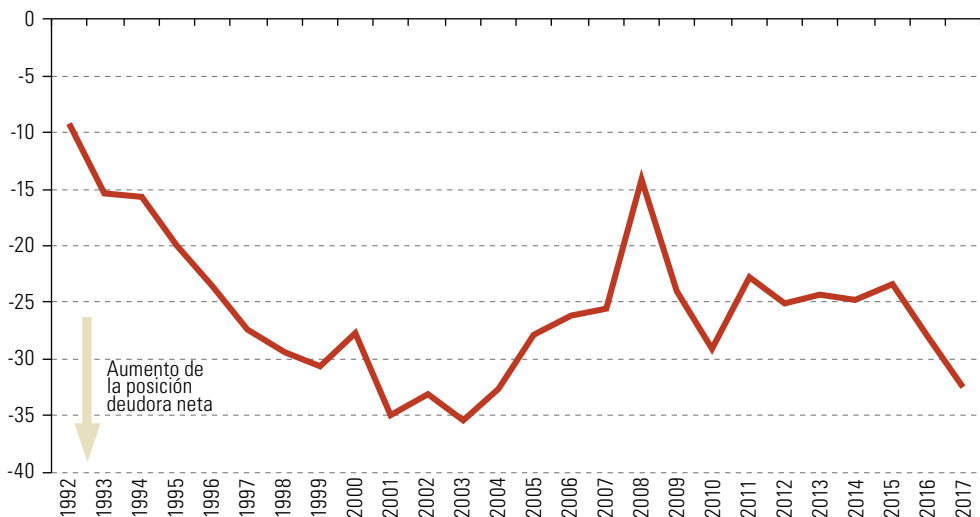
<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). Se incluye en cada período el número de países que presentan datos.

<sup>19</sup> Esta tendencia al aumento del acervo de pasivos y activos externos se da tanto en términos de valores absolutos como de cocientes sobre el PIB y se observa tanto en el promedio de América Latina —donde pesan más los acervos de los países grandes— como en la mediana de los países —que representa la tendencia central del conjunto de países—.

El tercer subperíodo, en el que aumenta la posición de inversión internacional de los países de América Latina, coincide con el período de gran inyección de liquidez a bajo costo que implementaron los bancos centrales de los principales países desarrollados (*quantitative easing*) como medida para estimular sus economías después de la crisis. A finales de 2017, la media ponderada de los activos financieros externos de América Latina ascendía al 54% del PIB y la de los pasivos sobrepasaba el 85%.

La llamada posición de inversión internacional neta, que mide la diferencia entre el acervo de activos y de pasivos externos de una economía, ha sido históricamente negativa en el caso de América Latina (véase el gráfico III.8). Esto significa que la región ha tenido históricamente una posición deudora neta con el resto del mundo, aunque de diferente magnitud en los distintos subperíodos. Tras un aumento sostenido de la posición deudora neta en relación con el PIB hasta 2001, desde entonces hasta 2008 se produjo una fuerte corrección, explicada principalmente por un período de desapalancamiento relativo, a lo que siguió un quinquenio de relativa estabilización. En los últimos años (a partir de 2016), se ha comenzado a observar un incremento sustancial de la posición deudora neta en relación con el PIB, que, si bien presenta características heterogéneas en los distintos países, evidencia el inicio de un ciclo caracterizado por una brecha cada vez mayor entre ahorro e inversión internos.

**Gráfico III.8**  
América Latina  
(18 países<sup>a</sup>): posición de  
inversión internacional  
neta, 1992-2017  
(En porcentajes del PIB,  
promedios ponderados)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y cifras oficiales.

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). Se incluye en cada período el número de países que presentan datos.

## 2. La posición de inversión internacional neta de los países puede verse afectada en gran medida por los cambios de valuación de los instrumentos que la componen

La variación de la posición de inversión internacional neta entre un período y el siguiente está estrechamente vinculada al saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos, dado que este último refleja los flujos de activos y pasivos financieros de un país. Según la sexta edición del *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional* (FMI, 2009), un saldo negativo en la cuenta financiera implica una formación neta

de pasivos externos, es decir, o bien un aumento del acervo de pasivos financieros externos, o bien una disminución del acervo de activos externos, o una combinación de ambos. Por el contrario, un saldo positivo en la cuenta financiera conlleva una formación neta de activos externos, es decir, un aumento del acervo de activos externos o una disminución del acervo de pasivos externos o una combinación de ambos.

Pero la posición de inversión internacional neta no solo varía por efecto de las transacciones de la cuenta financiera de la balanza de pagos, sino también por cambios de valuación que afectan a los acervos de activos y pasivos en cada período. Los componentes de los activos y pasivos externos —ya sean acervos de inversión extranjera directa, inversión de cartera, instrumentos financieros derivados, otra inversión o reservas internacionales— se ven afectados por los cambios de precio y las variaciones del tipo de cambio nominal, dependiendo de la moneda en que se hayan contraído.

En este sentido, la variación de la posición de inversión internacional neta entre un período y el anterior se puede expresar como la suma del saldo neto en la cuenta financiera (transacciones) más dichos efectos de valuación, que pueden ser positivos o negativos (3)<sup>20</sup>.

$$PIIN_t - PIIN_{t-1} = CF_t + EV_t \quad (3)$$

En algunos casos, conviene expresar la variación de la posición de inversión internacional neta como el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos, ya que esta es la contracara de la cuenta financiera. Entonces, (3) es equivalente a (4)<sup>21</sup>.

$$PIIN_t - PIIN_{t-1} = -CC_t + EV_t \quad (4)$$

Esto es así porque, en general, tiende a asociarse una posición internacional neta muy deudora con la acumulación en el tiempo de déficits en cuenta corriente. En este sentido, la forma más directa de revertir una posición de inversión neta muy deudora es mediante la obtención de superávits en cuenta corriente.

Sin embargo, dada la creciente integración financiera de las economías emergentes, incluida América Latina, los efectos de valoración han venido cobrando cada vez más importancia para explicar las variaciones de la posición de inversión internacional neta. Incluso se ha comenzado a hablar de dos canales de ajuste externo: el comercial y el de valuación (Gourinchas y Rey, 2014). El incremento de las posiciones en activos y pasivos transfronterizos ha abierto la puerta a que movimientos relativamente pequeños de los tipos de cambio y los precios de los activos puedan traducirse en ganancias o pérdidas de capital de magnitudes relevantes para los países.

En el caso de los países de América Latina, se observa que el efecto de valuación agregado puede ser tan importante como el saldo en la cuenta corriente, o incluso más que este, para explicar la variación de la posición de inversión internacional neta entre un período y el siguiente (véase el gráfico III.9)<sup>22</sup>. Los efectos de valuación han tendido a ser especialmente dominantes en momentos de crisis o tensión en los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, se observa que el efecto de valuación para América Latina en su conjunto ascendió al 8% del PIB en los años 2002, 2008, 2009 y 2015.

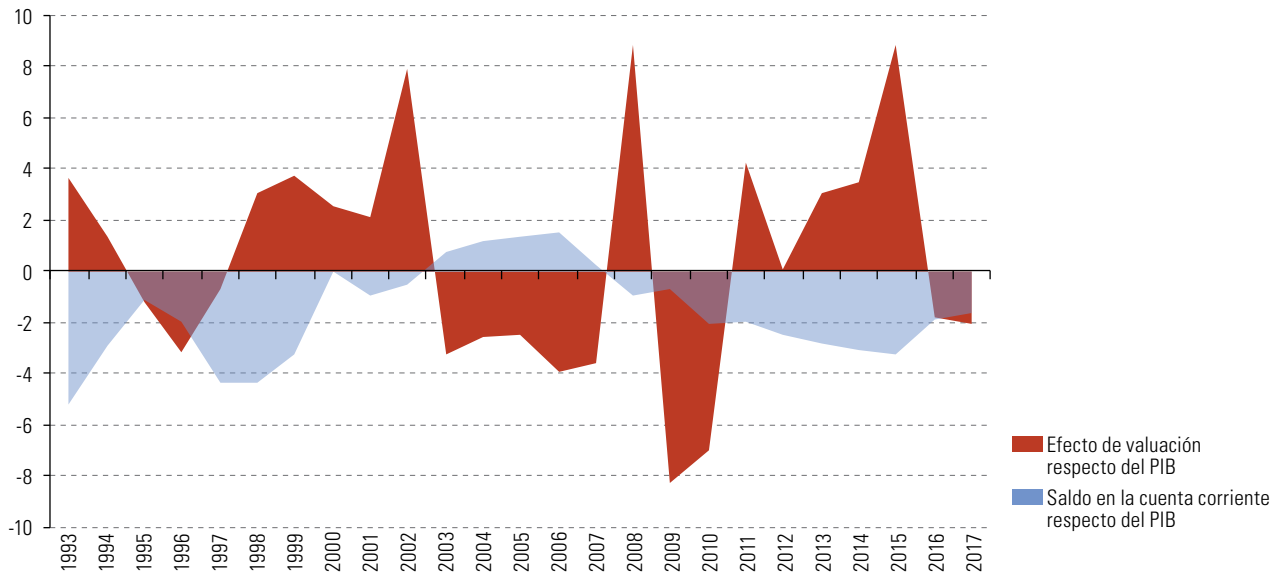
<sup>20</sup> En estricto rigor, existen también otros cambios de volumen, debidos a cancelaciones por reconocimiento de imposibilidad de recuperación de fondos o reclasificaciones de activos y pasivos sin que se produzca transacción, por cambios de residencia de los emisores o tenedores, pero, en la práctica, estos suelen ser poco importantes.

<sup>21</sup> El supuesto de trabajo es que la cuenta de capital no presenta saldos significativos y que los errores y omisiones no son significativos o responden mayoritariamente a operaciones de la cuenta financiera.

<sup>22</sup> Para cada país de América Latina, se calcula el efecto de valuación como la diferencia entre la variación de la posición de inversión internacional neta y el saldo neto de transacciones financieras de la balanza de pagos; a continuación, para cada año se suma dicho efecto en todos los países de los que se dispone de información sobre ambas variables. Esto, naturalmente, hace que los efectos negativos de un país anulen los positivos de otro en el mismo año.

**Gráfico III.9**

América Latina (18 países<sup>a</sup>): saldo en la cuenta corriente anual y efecto de valuación anual, 1993-2017  
(En porcentajes del PIB, promedios ponderados)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y cifras oficiales.

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). Se incluye en cada período el número de países que presentan datos.

### 3. La posición de inversión internacional neta no es un indicador suficiente para evaluar la vulnerabilidad externa y debe complementarse con una descomposición de los activos y pasivos en términos de instrumentos, sectores institucionales, monedas y distribución geográfica de la contraparte

La posición de inversión internacional neta ha tendido a utilizarse como un indicador del grado de vulnerabilidad externa de las economías. Así, por ejemplo, la Comisión Europea incluye la posición de inversión internacional neta como uno de los 14 indicadores macroeconómicos del cuadro de su procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) (Comisión Europea, 2018b). Utiliza la posición de inversión internacional neta como un indicador de vulnerabilidad externa de los países miembros y compara los niveles observados con lo que denomina *prudential benchmarks* (valores de referencia prudenciales) (véase Comisión Europea, 2018b). Por su parte, Catão y Milesi-Ferreti (2014) obtienen resultados empíricos que sugieren una mayor probabilidad de crisis externa a medida que la posición de inversión internacional neta deudora aumenta en relación con el PIB.

En general, es cierto que una posición de inversión internacional neta muy deudora implica una carga significativa de refinanciamiento, y puede aumentar el grado de vulnerabilidad ante problemas de acceso al financiamiento externo. Por ejemplo, antes de la crisis europea de 2012, las posiciones netas de inversión internacional de varios países de la Unión Europea se habían deteriorado hasta niveles muy deudores y eran vistas por los mercados como economías vulnerables, dados sus elevados niveles de



endeudamiento. Era el caso de Portugal (con una posición de inversión internacional neta del -103% del PIB), Irlanda (-98%), España (-92%) y Chipre (-81%), entre otros (Comisión Europea, 2012).

También existen ejemplos que demuestran que una posición de inversión internacional neta marcadamente deudora no es signo inequívoco de vulnerabilidad inminente y que una posición de inversión internacional neta acreedora no es sinónimo de fortaleza financiera ni condición suficiente para alcanzarla. Dado el incremento de las posiciones brutas en activos y pasivos, se ha vuelto cada vez más necesario estudiar las vulnerabilidades inherentes a estas, además de evaluar la posición neta.

Por ejemplo, en diciembre de 2017, la Argentina presentaba una posición neta acreedora frente al resto del mundo del 3% de su PIB. Sin embargo, el país no se libró de experimentar, cuatro meses después —en abril de 2018—, una corrida cambiaria contra su moneda y el desencadenamiento de una crisis que determinó la necesidad de recurrir al apoyo financiero del FMI. A la inversa, Panamá presentaba en diciembre de 2017 una posición deudora neta superior al 80% de su PIB, cifra cercana a la que registraban los países europeos que sufrieron la crisis de 2012. Sin embargo, no evidenció problemas de financiamiento externo en 2018. Su nivel de riesgo soberano, medido por el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI), fue uno de los más bajos de la región en promedio durante 2018 (137 puntos básicos<sup>23</sup>), y la cuenta financiera de la balanza de pagos siguió recibiendo flujos netos de financiamiento (con un crecimiento del 22% con respecto al año anterior).

Un análisis de vulnerabilidad externa debe incluir, además del nivel de la posición neta, un examen de los niveles de acervos brutos y, en particular, de la composición de los activos y pasivos en términos de instrumentos, sectores institucionales, monedas y distribución geográfica de la contraparte (véase, por ejemplo, el análisis de Zorell (2017)).

La composición en términos de instrumentos es relevante, porque no es igual de vulnerable la situación de un país en que una posición de inversión internacional neta muy deudora presenta una estructura con un gran peso de pasivos de cartera y otra inversión (como en el caso de la Argentina en 2017) que un país donde la inversión directa tiene un peso significativo (como Panamá en 2017) (véase el gráfico III.10).

En América Latina en su conjunto, la composición por tipos de instrumentos se ha modificado notablemente a lo largo del tiempo. En el caso de los pasivos, se observa que, en un primer subperíodo (1992-2001), la mayor parte del financiamiento provenía de las posiciones en préstamos y depósitos transfronterizos (otra inversión), que representaban aproximadamente el 50% del total de los pasivos frente al exterior. La otra mitad estaba repartida entre inversión de cartera e inversión directa en partes iguales. Sin embargo, a partir de mediados de los años noventa, se dinamizaron los flujos de inversión extranjera directa, por lo que, en el segundo subperíodo (2002-2008), la posición de la inversión directa alcanzó el 42% del acervo de pasivos, y esta tendencia se ha mantenido hasta el subperíodo más reciente (2009-2017), en que ha pasado a representar el 48% de la posición total de pasivos. Por su parte, las posiciones en cartera también ganaron peso con el tiempo, aunque en menor medida, y llegaron a representar en torno al 32% de la posición total de pasivos externos en el subperíodo 2009-2017 (véanse el cuadro III.5 y el gráfico III.11B). Esta reponderación hacia tipos de pasivos más estables fue en detrimento de las posiciones de préstamos y depósitos transfronterizos, que redujeron su peso al 19% en el subperíodo más reciente. En el caso de los activos, la evolución experimentada fue similar. Aumentó el peso de la inversión directa del 11% al 28%, y se redujo el peso de los préstamos y depósitos transfronterizos, que pasaron del 49% al 27% del acervo total de activos (véanse el cuadro III.6 y el gráfico III.11A).

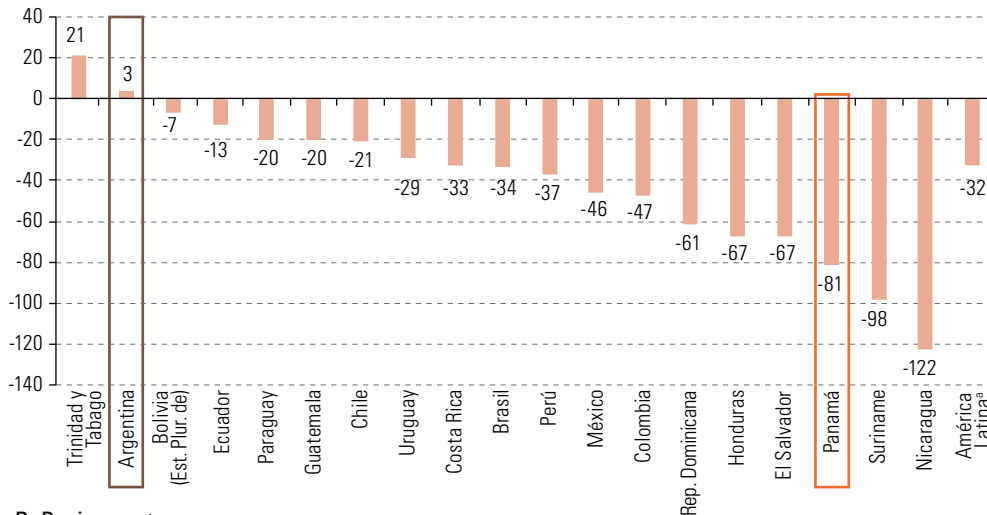
<sup>23</sup> Promedio simple del índice al final de los 12 meses del año.

**Gráfico III.10**

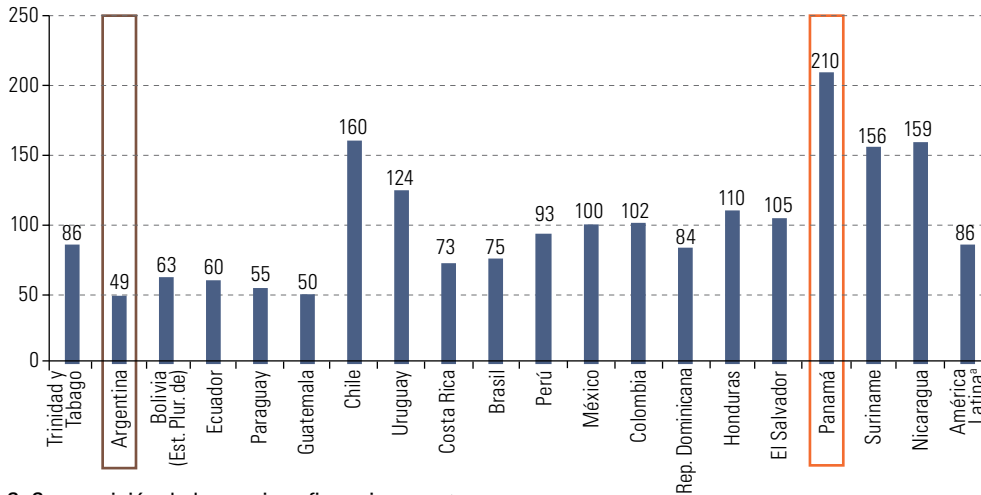
América Latina (19 países): posición de inversión internacional neta, pasivos externos y composición de los pasivos externos, 2017

(En porcentajes del PIB y en porcentajes del total)

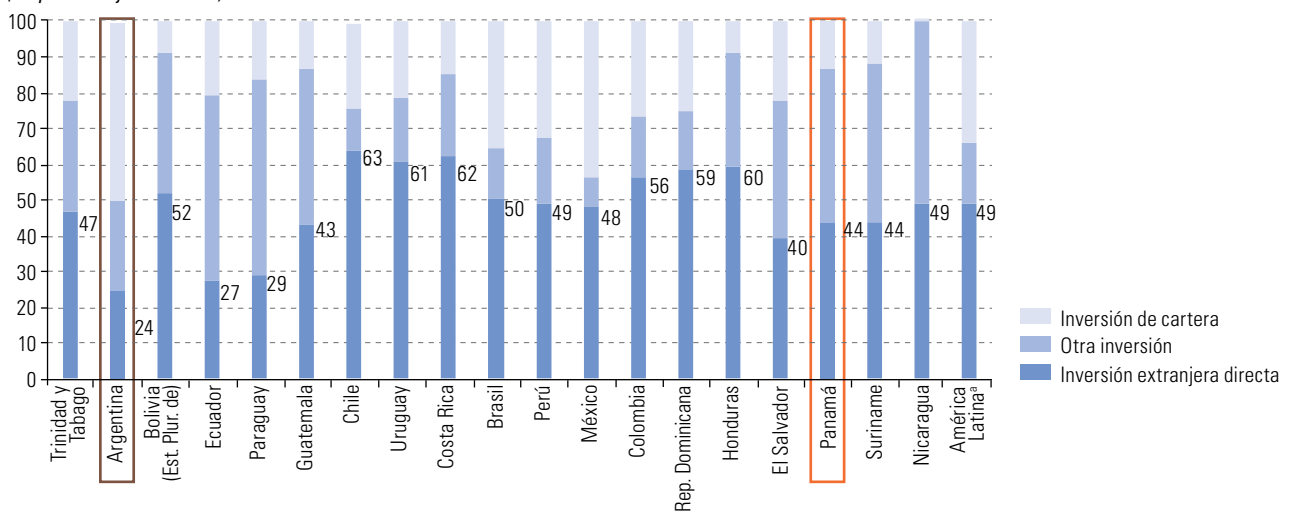
**A. Posición de inversión internacional neta**  
(en porcentajes del PIB)



**B. Pasivos externos**  
(en porcentajes del PIB)



**C. Composición de los pasivos financieros externos**  
(en porcentajes del total)



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

<sup>a</sup> Media ponderada de los 19 países.

	1992-2001	2002-2008	2009-2017
<b>Activos</b>			
Inversión extranjera directa	11	25	28
Inversión de cartera	14	13	14
Derivados financieros	0	0	0
Otra inversión	49	35	27
Activos de reserva	28	27	31
<b>Pasivos</b>			
Inversión extranjera directa	25	42	48
Inversión de cartera	26	32	32
Derivados financieros	0	0	0
Otra inversión	51	25	19

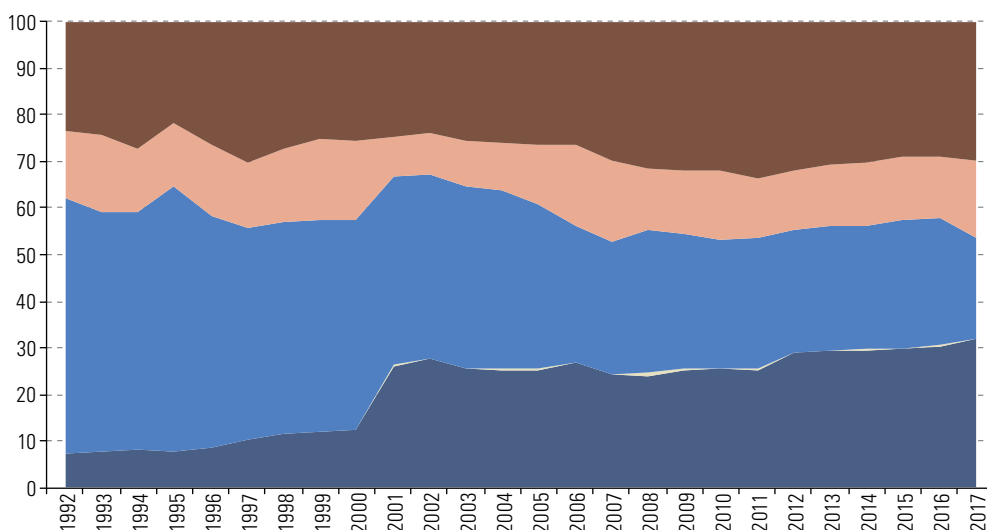
**Cuadro III.5**  
América Latina  
(17 países<sup>a</sup>): composición  
promedio<sup>b</sup> del acervo  
de activos y pasivos  
externos  
(En porcentajes)

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

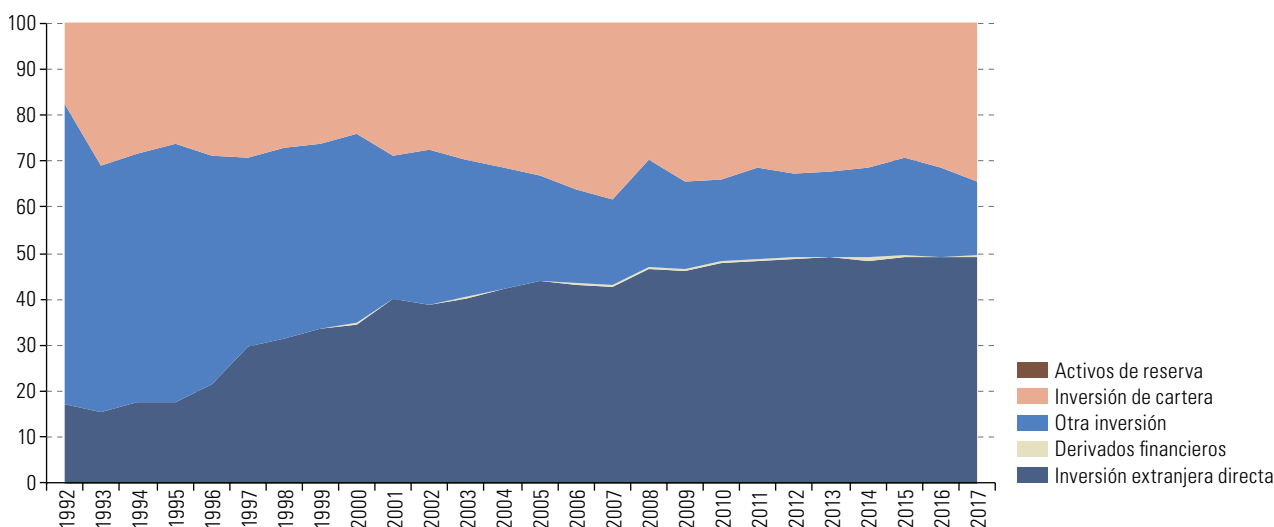
<sup>b</sup> Promedio simple del porcentaje de participación por período.

**A. Activos**



**Gráfico III.11**  
América Latina  
(18 países<sup>a</sup>): composición  
de la posición de la  
inversión internacional  
según instrumento,  
1992-2017  
(En porcentajes)

**B. Pasivos**



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP) [base de datos en línea] <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). Se incluye en cada período el número de países que presentan datos.

De acuerdo con los datos arrojados por el análisis de volatilidad del apartado anterior, se puede concluir que la inversión extranjera directa es el rubro con mayor peso en los pasivos de América Latina y el Caribe, un peso que ha aumentado con el tiempo, lo que concede un mayor grado de estabilidad a su financiamiento. En cuanto al resto de componentes, la inversión de cartera ha cobrado cada vez mayor importancia, en detrimento de la categoría de otra inversión.

El análisis de la composición de la posición de inversión internacional por sector institucional también es importante. Podrían existir desequilibrios entre activos y pasivos en los distintos sectores institucionales de una economía que no fueran visibles en el resultado consolidado, al compensarse posiciones opuestas de diferentes sectores<sup>24</sup>. Ejemplo de ello es el caso de la República de Corea durante la crisis económica y financiera mundial de 2008 y 2009. Antes de la crisis, el país presentaba una posición de inversión agregada internacional neta positiva, lo que podría haber hecho suponer que se beneficiaría de un efecto riqueza positivo ante una apreciación del dólar respecto de la moneda local como la que tuvo lugar. Sin embargo, dentro de esa posición de inversión internacional neta agregada, existía un fuerte desequilibrio entre los distintos sectores. En concreto, el banco central contaba con un gran acervo de activos externos en forma de reservas internacionales (era un acreedor neto frente al resto del mundo), pero el sector corporativo no financiero se encontraba en la posición contraria. La depreciación de la moneda local respecto del dólar se tradujo en un efecto riqueza positivo para el banco central, pero, a la vez, perjudicó al sector corporativo no financiero, que poseía gran parte de sus pasivos denominados en dólares. El deterioro del balance de este sector afectó sus posibilidades de acceso al crédito y su desempeño, lo que tuvo consecuencias en la actividad económica del país (Avdjiev y otros, 2018). Es decir que, a menos que exista algún mecanismo automático para transferir las ganancias del tipo de cambio de un sector —en general, el banco central— a otro, un efecto riqueza positivo en el agregado de la posición de inversión internacional neta puede ir de la mano de un efecto negativo en el balance del sector corporativo y, por ende, en la actividad económica.

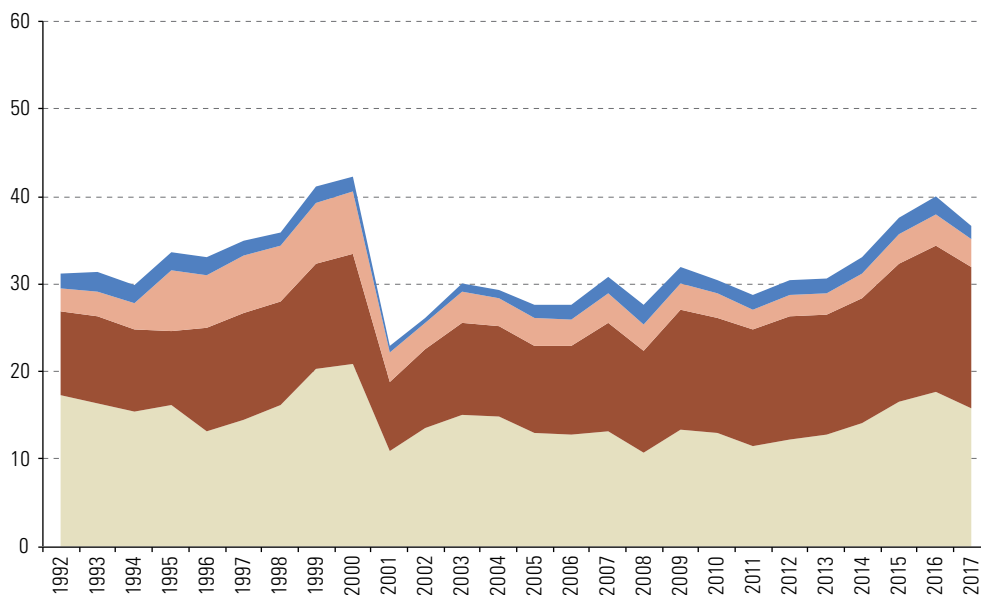
En el caso de América Latina en su conjunto, se observa que los activos externos de las instituciones financieras y del gobierno general pesan relativamente poco en el total, ya que se encuentran principalmente en manos del banco central y de los “otros sectores”. Sin embargo, en lo que respecta a las posiciones en pasivos, son los otros sectores y el gobierno general y, en menor medida, el sector financiero, los que concentran la mayor parte de los pasivos. Es decir, se observan desequilibrios considerables entre sectores (véase el gráfico III.12).

<sup>24</sup> Los sectores institucionales que forman parte de la posición de inversión internacional son: i) el gobierno general; ii) el banco central; iii) sociedades captadoras de depósitos (esencialmente, instituciones de crédito) y iv) otros sectores, incluidas las sociedades no financieras, los hogares y las sociedades financieras distintas de las incluidas en la categoría iii (por ejemplo, fondos de pensiones).

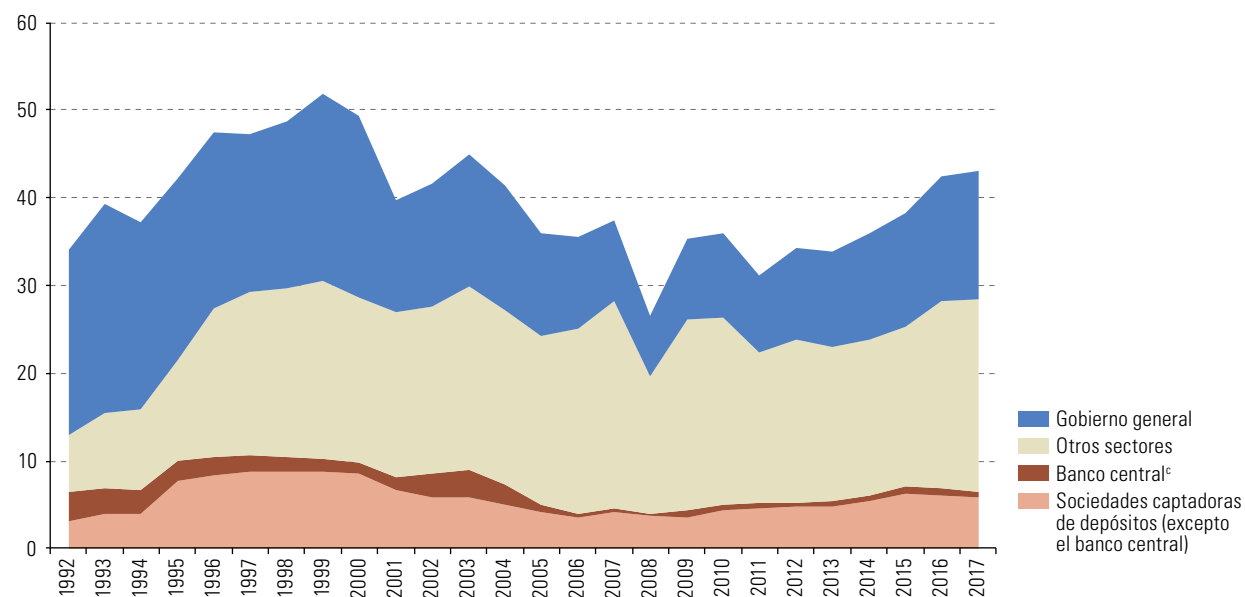
**Gráfico III.12**

América Latina (18 países<sup>a</sup>): posición de inversión internacional según sector institucional<sup>b</sup>, 1992-2017  
(En porcentajes del PIB)

**A. Activos**



**B. Pasivos**



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). Se incluye en cada período el número de países que presentan datos.

<sup>b</sup> Se incluyen la inversión de cartera y otra inversión, y se excluyen la inversión directa y los derivados, dado que no se publican datos por sectores institucionales en el caso de estos instrumentos.

<sup>c</sup> En la categoría del banco central se incluyen las reservas internacionales y los pasivos por asignaciones de derechos especiales de giro.

Un indicador del grado de desequilibrio entre sectores se puede obtener mediante el llamado índice de Grubel y Lloyd (IGL). Este índice fue desarrollado en el marco del análisis del comercio intraindustrial, pero su aplicación resulta útil en el contexto de la posición de inversión internacional, ya que proporciona justamente una medida que resume el grado de desajuste entre los activos y los pasivos externos de cada sector (Obstfeld, 2004).

En este contexto, el índice se calcula de la siguiente manera:

$$GL = \frac{(A + P) - |A - P|}{(A + P)}, \quad (5)$$

donde  $A$  son los activos externos y  $P$  son los pasivos externos de la economía o de cada sector.

El IGL varía entre 0 y 1. Un valor cercano a 1 implica que los activos y los pasivos son de una magnitud similar (y, por ende, están equilibrados), mientras que un valor cercano a 0 implica que los activos y los pasivos son de magnitudes muy distintas.

Para continuar con el ejemplo del caso argentino, se analizó la posición de inversión internacional neta a finales de 2017 a nivel sectorial. Se puede observar que, si bien esta era acreedora en aquel momento, en algunos sectores existían desequilibrios entre activos y pasivos. Por ejemplo, el sector público era un fuerte deudor neto con respecto al resto del mundo (21% del PIB), mientras que los otros sectores eran grandes acreedores netos (26% del PIB). El IGL ilustra este hecho, ya que, en 2017, alcanzaba un valor cercano a 0,9 en el caso de la economía en su conjunto, mientras que, en el del sector público, su valor era de solo 0,09, y de un 0,42 en el de los otros sectores.

En el cuadro III.6, se presenta el valor del IGL para la posición de inversión internacional neta de los países de América Latina al cierre de los años 2017 y 2018, tanto en total como por sectores institucionales. En este último caso, se excluyeron los activos y pasivos de la inversión extranjera directa y los derivados, dado que estos no cuentan con una desagregación por sectores.

El análisis de la composición por moneda de los activos y pasivos que conforman la posición de inversión internacional también resulta útil para evaluar el efecto de los movimientos del tipo de cambio sobre la posición neta, ya que, como se discutió, los efectos riqueza producidos por cambios en la cotización de la moneda pueden ser relevantes. Una composición asimétrica en términos de la moneda de los activos y pasivos internacionales repercutirá en la posición neta de una economía en el caso de una apreciación o depreciación de la moneda doméstica con respecto a las monedas extranjeras.

Finalmente, un análisis de la posición de inversión internacional centrado en la distribución geográfica de la contraparte es de utilidad también como forma de detectar tanto exposiciones significativas a ciertos países y regiones por el lado de los activos como grados de dependencia excesivos por el lado de los pasivos. Aunque, en general, los países no publican la información de su posición de inversión internacional con el desglose de la contraparte a nivel bilateral, la información puede inferirse de las bases de datos internacionales en el caso de algunos instrumentos. Por ejemplo, es posible conocer cuáles son los países de origen y destino de los préstamos bancarios transfronterizos y ver el grado de dependencia geográfica o exposición en las bases de datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI). También es posible conocer el país de origen de la inversión extranjera directa y de la inversión de cartera —y así evaluar el grado de concentración de origen de estos componentes—, por ejemplo, en las bases de datos del FMI<sup>25</sup>.

<sup>25</sup> Véanse Coordinated Direct Investment Survey (CDIS) [en línea] <http://data.imf.org/?sk=40313609-F037-48C1-84B1-E1F1CE54D6D5> y Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIIS) [en línea] y <http://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363>.

**Cuadro III.6**  
América Latina: índice de Grubel y Lloyd (IGL), 2017 y 2018

	2017					2018						
	Total	Total (excluida la inversión extranjera directa)	Sectores <sup>a</sup>			Total	Total (excluida la inversión extranjera directa)	Sectores <sup>a</sup>				
			Banco central	Instituciones captadoras de depósitos	Gobierno general			Otros sectores	Banco central	Instituciones captadoras de depósitos	Gobierno general	Otros sectores
<b>América Latina<sup>b</sup></b>	<b>0,77</b>	<b>0,90</b>	<b>0,09</b>	<b>0,61</b>	<b>0,18</b>	<b>0,82</b>	<b>0,78</b>	<b>0,78</b>	<b>0,10</b>	<b>0,63</b>	<b>0,18</b>	<b>0,85</b>
Argentina	0,97	0,89	0,51	0,49	0,09	0,42	0,91	0,84	0,54	0,92	0,09	0,37
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0,93	0,75	0,05	0,32	0,08	0,38	0,87	0,82	0,06	0,34	0,03	0,27
Brasil	0,73	0,79	0,02	0,21	0,01	0,37	0,75	0,81	0,02	0,25	0,01	0,39
Chile	0,93	0,78	0,09	0,38	0,83	0,74	0,91	0,80	0,07	0,33	0,94	0,74
Colombia	0,70	0,90	0,05	0,51	0,18	0,95	0,70	0,90	0,04	0,43	0,19	0,94
Costa Rica	0,66	0,93	0,07	0,43	0,07	0,59	0,67	0,91	0,27	0,44	0,10	0,54
Ecuador	0,88	0,62	0,48	...	0,44	0,00	0,87	0,56	0,44	...	0,39	0,00
El Salvador	0,55	0,72	0,33	0,76	0,03	0,97	0,55	0,73	0,28	0,75	0,03	0,95
Guatemala	0,75	1,00	0,05	0,64	0,00	0,98	0,79	0,95	0,04	0,70	0,00	0,99
Haití	0,85	0,92	0,31	0,12	0,00	0,79	...	...	...	...	...	...
Honduras	0,58	0,87	0,10	0,66	0,05	0,89	0,57	0,86	0,10	0,52	0,05	0,90
México	0,68	0,75	0,05	0,95	0,23	0,51	0,67	0,75	0,04	0,84	0,22	0,53
Nicaragua	0,38	0,57	0,72	0,78	0,00	0,36	0,39	0,59	0,87	0,75	0,00	0,61
Panamá	0,74	0,93	0,16	0,96	0,19	0,77	0,72	0,92	0,18	0,96	0,17	0,71
Paraguay	0,77	0,93	0,03	0,82	0,00	0,60	0,76	0,92	0,03	0,83	0,00	0,63
Perú	0,75	0,94	0,03	0,64	0,18	0,83	...	...	...	...	...	...
República Dominicana	0,38	0,67	0,16	0,55	0,00	0,78	0,41	0,73	0,13	0,63	0,00	0,66
Uruguay	0,88	0,91	0,10	0,56	0,00	0,86	0,89	0,91	0,07	0,55	0,00	0,90
Venezuela (República Bolivariana de) <sup>c</sup>	0,69	0,62	0,44	0,43	0,96	0,56	...	...	...	...	...	...

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

<sup>a</sup> Se excluyen la inversión directa y los derivados.

<sup>b</sup> Media ponderada de todos los países del cuadro, excepto la República Bolivariana de Venezuela en 2017 y excepto la República Bolivariana de Venezuela, Haití y el Perú en 2018.

<sup>c</sup> El IGL de la República Bolivariana de Venezuela corresponde a 2016, ya que no se cuenta con datos más actuales.

## Bibliografía

- Adler, G., M. Djigbenou y S. Sosa (2016), "Global financial shocks and foreign asset repatriation: Do local investors play a stabilizing role?"; *Journal of International Money and Finance*, vol. 60, febrero.
- Alberola, E., A. Erce y J. Serena (2016), "International reserves and gross capital flows dynamics"; *Journal of International Money and Finance*, vol. 60, febrero.
- Alberola, E., A. Estrada y F. Viani (2018), "Global imbalances from a stock perspective: the asymmetry between creditors and debtors"; *BIS Working Papers*, N° 707, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- Avdjiev, S. y otros (2018), "Tracking the international footprints of global firms"; *BIS Quarterly Review*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- Borio, C. y P. Disyatat (2015), "Capital flows and the current account: taking financing (more) seriously"; *BIS Working Papers*, No 525, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), octubre.
- Broner, F., A. Martin y J. Ventura (2010), "Sovereign risk and secondary markets"; *American Economic Review*, vol. 100, N° 4, septiembre.
- Broner, F. y otros (2013), "Gross capital flows: dynamics and crises"; *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, N° 1, enero.
- Calderón, C. y M. Kubota (2013), "Sudden stops: Are global and local investors alike?"; *Journal of International Economics*, vol. 89, N° 1, enero.
- Calvo, G., A. Izquierdo y L. Mejía (2008), "Systemic sudden stops: the relevance of balance-sheet effects and financial integration"; *IDB Working Paper*, N° 537, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), julio.
- Catão, L. y G. Milesi-Ferretti (2014), "External liabilities and crises"; *Journal of International Economics*, vol. 94, N° 1, septiembre.
- Cavallo, E., A. Izquierdo y J. León-Díaz, (2017), "Domestic antidotes to sudden stops"; *IDB Working Paper Series*, N° IDB-WP-851, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2016), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2016* (LC/G.2684-P), Santiago.
- Chinn, M. y H. Ito (2008), "A new measure of financial openness"; *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, vol. 10, N° 3, septiembre.
- Comisión Europea (2018a), *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 17, N° 3, Luxemburgo.
- (2018b), *Informe de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo y al Comité Económico y Social Europeo: Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2019*, Bruselas, noviembre.
- (2012), "Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances"; *Occasional Paper*, N° 92, Bruselas, febrero.
- Cowan, K. y otros (2007), "Financial diversification, sudden stops and sudden starts"; *Documentos de Trabajo*, N° 423, Santiago, Banco Central de Chile, julio.
- Eichengreen, B., P. Gupta y O. Masetti (2017), "Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type?"; *Policy Research Working Paper*, N° 7972, Washington, D.C., Banco Mundial, febrero.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2013), "The yin and yang of capital flow management: balancing capital inflows with capital outflows"; *World Economic Outlook: Transition and Tensions*, Washington, D.C.
- (2009), *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional*, sexta edición, Washington, D.C.
- Forbes, K. y F. Warnock (2012), "Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment"; *NBER Working Paper*, N° 17351, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), febrero.
- Gourinchas, P. y H. Rey (2014), "External adjustment, global imbalances, valuation effects"; *Handbook of International Economics*, vol. 4, G. Gopinath, E. Helpman y K. Rogoff (eds.), Ámsterdam, Elsevier.



- Iacoviello, M. y R. Minetti (2006), "International business cycles with domestic and foreign lenders", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, octubre.
- Jadresic, E. y otros (2003) "Análisis del balance financiero externo de Chile", *Documentos de Política Económica*, N° 7, Santiago, Banco Central de Chile, septiembre.
- Kraay, A. y C. Raddatz (2005), "Poverty traps, aid, and growth", *Policy Research Working Papers*, N° 3631, Washington, D.C., Banco Mundial, junio.
- Lane, P. y G. Milesi-Ferretti (2018), "The External Wealth of Nations revisited: international financial integration in the aftermath of the global financial crisis", *IMF Economic Review*, vol. 66, N° 1, marzo.
- \_\_\_\_\_(2007), "Europe and global imbalances", *IMF Working Paper*, N° WP/07/144, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), junio.
- \_\_\_\_\_(2003), "International financial integration", *IMF Staff Papers*, vol. 50, edición especial, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), agosto.
- Mendoza, E. y K. Smith (2013), "Financial globalization, financial crises, and the external portfolio structure of emerging markets", *NBER Working Paper*, N° 19072, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), mayo.
- Milesi-Ferretti, G. y C. Tille (2010), "The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis", *IHEID Working Papers*, N° 18-2010, Ginebra, Instituto Superior de Estudios Internacionales, septiembre.
- Obstfeld, M. (2004), "External adjustment", *NBER Working Paper*, N° 10843, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), octubre.
- Rothenberg, A. y F. Warnock (2006), "Sudden flight and true sudden stops", *NBER Working Paper*, N° 12726, Cambridge, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), diciembre.
- Titelman, D. y otros (2014), "Un fondo de reservas regional para América Latina", *Revista CEPAL*, N° 112 (LC/G.2601-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril.
- Zorell, N. (2017), "Large net foreign liabilities of euro area countries: risks, prospects and policy options", *Occasional Paper*, N° 198, Frankfurt, Banco Central Europeo (BCE), octubre.

## Anexo III.A1

### Estudios recientes sobre el comportamiento de los flujos de entrada y salida de capitales, 2006-2017

Artículo	Resultados
Broner y otros (2013)	Se establece como hecho estilizado la ocurrencia de movimientos contrapuestos entre los flujos brutos de inversionistas residentes y los de extranjeros durante ciertos episodios (crisis bancarias, crisis de divisas, crisis de deuda y expansiones del PIB). Se elaboran indicadores compuestos que permiten detectar estos episodios y examinar la dinámica de los flujos brutos trimestrales en ellos. Se incluyen datos de 103 países, la mayoría clasificados como de ingresos altos o medios, entre 1970 y 2009.
Adler, Djigbenou y Sosa (2016)	El tipo de perturbación es determinante: inversionistas residentes y extranjeros se mueven en direcciones opuestas ante perturbaciones mundiales en la aversión al riesgo, pero en la misma dirección ante perturbaciones en la política monetaria mundial. Se utiliza un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con datos trimestrales de los flujos brutos en economías emergentes (1990-2012).
Cavallo, Izquierdo y León-Díaz (2017)	Ciertos elementos que están bajo el control del país aumentan la probabilidad de que los flujos de inversionistas residentes y extranjeros se muevan en direcciones opuestas (y, por lo tanto, eviten una caída abrupta de los flujos netos): un mecanismo de metas de inflación, un tipo de cambio flexible, un bajo grado de dolarización de las deudas y la solidez general de las instituciones. Se utiliza un modelo logit secuencial para estimar la probabilidad de ocurrencia de distintos tipos de caída abrupta ( <i>sudden stops</i> ). Se incluyen datos de flujos brutos de 48 países (1980-2014).
Avdjiev y otros (2018)	Los movimientos contrapuestos entre los flujos de inversionistas residentes y extranjeros se deben básicamente a los flujos correspondientes a los bancos. No existe la misma relación al examinar los flujos del sector corporativo ni los del gobierno.

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de G. Adler, M. Djigbenou y S. Sosa, "Global financial shocks and foreign asset repatriation: Do local investors play a stabilizing role?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 60, 2016; S. Avdjiev y otros, "Tracking the international footprints of global firms", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo de 2018; F. Broner y otros, "Gross capital flows: dynamics and crises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, N° 1, 2013; E. Cavallo, A. Izquierdo y J. León-Díaz, "Domestic antidotes to sudden stops", *IDB Working Paper Series*, N° IDB-WP-851, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2017.

# Cambios en el sistema financiero, regulación macroprudencial y mecanismos de transmisión

---

## Introducción

- A. El ciclo financiero en el período previo a la crisis
- B. Breve reseña de las iniciativas más relevantes referentes a la regulación financiera en la situación posterior a la crisis
- C. El cambio en la lógica de las operaciones de la banca global y sus consecuencias para la estabilidad financiera
- D. El sector corporativo no financiero: su apalancamiento y su papel en la intermediación financiera
- E. Los mecanismos de transmisión en el nuevo contexto financiero
- F. Ampliar la caja de herramientas a fin de evaluar la vulnerabilidad macroeconómica y concebir una política macroprudencial

## Bibliografía

Anexo IV.A1

Anexo IV.A2



## Introducción

La crisis financiera mundial puso de manifiesto el hecho de que los mercados financieros no garantizaban una distribución y evaluación eficiente del riesgo. También descartó la hipótesis de que los precios de los activos, al reflejar toda la información disponible, excluían la posibilidad de arbitraje y especulación financiera<sup>1</sup>. De la misma manera que los mercados financieros no fueron capaces de evaluar correctamente el riesgo, las instituciones financieras no pudieron proteger el valor de los activos reales y financieros ni evitar su desplome (Greenspan, 2008)<sup>2</sup>.

Este consenso con respecto a las causas de la crisis financiera mundial dio paso a importantes iniciativas regulatorias en los planos micro y macroeconómico. En el plano microeconómico se procuró mejorar la solidez de las instituciones financieras individuales en períodos de volatilidad y estrés financieros. En el plano macroeconómico, se enfocó la atención en la regulación macroprudencial.

El objetivo general de la política macroprudencial es por un lado regular el sistema financiero en su conjunto, y por otro mantener la estabilidad del sistema financiero agregado minimizando el riesgo sistémico<sup>3</sup>. El riesgo sistémico se define como “el riesgo de interrupción de los servicios financieros causado por un trastorno de la totalidad o de parte del sistema financiero que puede tener importantes repercusiones negativas sobre la economía real” (CEF/FMI/BPS, 2009, citado en FMI, 2010)<sup>4</sup>.

Se destacan al respecto tres iniciativas. La primera corresponde a los esfuerzos centrados en aumentar los requisitos de capital de las instituciones financieras, plasmados en los acuerdos de Basilea III (2010). La segunda iniciativa liderada por el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF, 2011) comprende el diseño de una metodología para clasificar y monitorear los bancos considerados como de importancia sistémica a nivel mundial y que por ende tienen mayor capacidad de generar un efecto de contagio en los mercados financieros a nivel mundial. La tercera iniciativa, y quizás la que abarca un mayor perímetro de regulación en términos de agentes e instrumentos, es la Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y protección al consumidor en los Estados Unidos (2010).

<sup>1</sup> La eficiencia de los mercados financieros tiene dos componentes: la eficiencia informativa (*informational efficiency*) y la eficiencia en el arbitraje. En su forma más simple la eficiencia informacional se refiere a la afirmación de que el precio actual es el mejor predictor del precio futuro. Esto es importante porque sugiere que toda la información existente en una economía es revelada por los precios. Esta propiedad implica que el precio de cualquier activo tiene que ser igual a su valor fundamental o a su precio presente. El precio presente es el valor descontado de los ingresos (pagos) esperados por dividendos de un activo sobre la totalidad de la vida del activo y la tasa de descuento es la tasa libre de riesgo. La expectativa de los ingresos se calcula en función de un proceso estocástico. La eficiencia en el arbitraje quiere decir que, a través del proceso de compra y venta, nadie puede obtener ganancias en un determinado estado de la economía sin sufrir pérdidas en otro estado de la economía. Ello da a entender que no hay ningún agente económico que pueda —de manera sistemática— superar las expectativas del mercado o sacar provecho de los agentes con menos información en el mercado.

<sup>2</sup> El consenso prevaleciente en el período posterior a la crisis con respecto al sistema financiero puede resumirse de la siguiente manera: una de las principales razones por las que la crisis económica y financiera llegó a ser tan severa fue que los sistemas bancarios de muchos países habían generado un apalancamiento excesivo dentro y fuera de balance. Esto vino acompañado de una erosión gradual del nivel y la calidad de la base de capital. Al mismo tiempo, muchos bancos detentaban reservas de liquidez que eran insuficientes. Por lo tanto, el sistema bancario no fue capaz de absorber las pérdidas sistemáticas resultantes ni pudo hacer frente a la reintermediación de las exposiciones fuera de balance que se habían generado por el sistema bancario paralelo. La crisis se vio amplificada por un proceso de desapalancamiento procíclico y por la interconexión de las instituciones sistémicas a través de una serie de transacciones complejas. Durante el episodio más severo de la crisis, el mercado perdió confianza en la solvencia y liquidez de muchas instituciones bancarias. Las debilidades del sector bancario se transmitieron al resto del sistema financiero y a la economía real, lo que dio lugar a una contracción masiva de la liquidez y de la disponibilidad de crédito. En última instancia, el sector público tuvo que intervenir con inyecciones sin precedentes de liquidez, apoyo y garantías de capital, exponiendo al contribuyente a grandes pérdidas (BCBS, 2009, págs. 1-2).

<sup>3</sup> El origen del término macroprudencial se remonta a la década de 1970 (véase Clement, 2010). Véanse referencias más recientes en Galati y Moessner (2011) y en (Delgado y Meza 2011).

<sup>4</sup> Según parte de la literatura sobre regulación macroprudencial el riesgo sistémico presenta dos dimensiones relevantes: una temporal —es decir, cómo evoluciona en el tiempo el riesgo del sistema financiero, cómo se acumula y cómo se vincula con el ciclo económico real— y otra intersectorial, a saber, cómo se distribuye el riesgo a través del sistema financiero y qué interconexiones y exposiciones comunes pueden existir entre los agentes del mismo (FMI, 2010; Kaufman y Scott, 2003; Pérez Caldentey y Cruz (2012).

Las iniciativas de regulación financiera no han logrado eliminar algunos de los factores que dieron lugar a la crisis financiera mundial, tales como la interconectividad o el apalancamiento que hicieron posible el crecimiento del balance y generaron elevados niveles de volatilidad y ciclos financieros cumulativos al alza o a la baja (véase el capítulo II).

Las iniciativas en materia de regulación, así como los efectos de la crisis financiera mundial, sin duda cambiaron la lógica con que opera la banca, en particular los bancos de proyección mundial. En el período posterior a la crisis la banca —y en especial la banca global— disminuyó sustancialmente sus niveles de apalancamiento y sus tenencias de derivados, al tiempo que aumentó sus niveles de capital y mejoró la calidad de este.

No obstante, la banca global fortaleció su interconectividad con el sector no bancario, y en particular con la industria de la gestión de activos, que ha asumido un papel preponderante en la intermediación financiera. Por otra parte, si bien el apalancamiento de la banca global ha disminuido, cabe señalar que este se ha trasladado al sector corporativo no financiero. De hecho, como se señala en el capítulo II, uno de los fenómenos financieros del período posterior a la crisis que más llama la atención es el significativo aumento del endeudamiento del sector corporativo no financiero, en particular, en los Estados Unidos y en los países en desarrollo. Además, en algunos países el sector corporativo no financiero también ha pasado a ser un intermediario financiero.

El fortalecimiento del sector no bancario que coexiste con el sector bancario como fuente de financiamiento y canal de intermediación, así como la importancia que ha adquirido la participación del sector corporativo no financiero en la emisión de deuda en los mercados internacionales han vuelto más complejos los mecanismos de transmisión de los impulsos financieros de los países desarrollados hacia los países en desarrollo.

A fin de analizar de manera más precisa estos mecanismos de transmisión y su impacto, así como las vulnerabilidades que ellos generan, se requiere ampliar la caja de instrumentos para evaluar las fuentes potenciales de vulnerabilidad de los países en desarrollo, incluida América Latina y el Caribe. Estos indicadores deberían ser la base para el diseño de las políticas macroprudenciales.

## A. El ciclo financiero en el período previo a la crisis

El funcionamiento del ciclo financiero en el período previo a la crisis centrado esencialmente en la banca global puede ilustrarse mediante un marco contable elaborado por Shin (2010a y 2010b). Este marco se formula a partir de los componentes de los activos y los pasivos de un banco global representativo, el banco *i* (véase el cuadro IV.1).

**Cuadro IV.1**  
Balance de una  
institución financiera  
representativa

Activos	Pasivos
<b>Préstamos para uso final (<math>P_i</math>)</b>	<b>Deuda (<math>D_i</math>)</b>
– Hogares	– Agentes/instituciones no bancarias
– Empresas	– Instituciones bancarias
– Gobierno	
<b>Préstamos intermedios (<math>P_{ij}</math>)</b>	<b>Capital/Patrimonio (Equity) (<math>E_i</math>)</b>
– Préstamos entre instituciones bancarias	

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de H. Shin, “Financial intermediation and the post-crisis financial system”, *BIS Working Papers*, N° 304, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo de 2010; CEPAL, “Regulación financiera y política macroprudencial”, presentación efectuada en la Segunda Reunión de Estabilidad Financiera, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), Bogotá, 25 y 26 de octubre de 2012, y E. Pérez Caldentey y M. Cruz, “La regulación financiera y la política macroprudencial”, 2012, inédito.

El activo abarca por un lado los préstamos para uso final, incluidos los que se conceden a hogares, empresas y gobierno ( $P_i$ ). Por otro lado, comprende los préstamos del banco  $i$  a otras instituciones financieras, en este caso otros bancos globales u otro tipo de institución financiera (por ejemplo,  $P_{ij}$ , donde  $j$  denota a otras instituciones financieras). A su vez, los préstamos del banco  $i$  a otras instituciones financieras ( $P_{ij}$ ) son iguales al valor de los pasivos del banco  $j$  en posesión del banco  $i$  ( $D_{ji}$ ) y a la participación de los pasivos del banco  $j$  en el total de los pasivos de otras instituciones financieras en posesión del banco  $j$  ( $\pi_{ji}$ ) (por ejemplo, interconectividad).

Por su parte, el pasivo incluye la deuda en poder del banco procedente de otras instituciones financieras ( $D_i$ ), así como el capital/patrimonio ( $E_j$ ).

Con el balance de ese banco global representativo se puede explicar la dinámica del crédito y por ende la estabilidad financiera a partir de su descomposición (véanse el cuadro IV.1 y el anexo IV.A1) en el apalancamiento ( $\lambda$ ), el financiamiento externo al sistema bancario (vale decir, el financiamiento del sistema financiero mediante depósitos) ( $1-\Pi$ ) (donde  $\Pi$  es la interconectividad) y el capital ( $E$ ). El apalancamiento se define como la razón entre activos y capital, es decir  $\lambda = \frac{A}{E}$ , donde  $A$ = activos y  $E$ = capital. La dinámica del crédito se formaliza mediante la identidad (1) que muestra cada uno de estos componentes de manera agregada para el conjunto del sistema financiero.

$$P \equiv (\lambda - 1)^* (1 - \Pi)^* E + E \quad (1)$$

Dinámica del crédito (por ejemplo, préstamos de la banca)
Apalancamiento
Financiamiento externo al sistema bancario en su conjunto (de residentes y no residentes).
Capital

Nótese que si el apalancamiento se define como la razón entre activos y capital ( $\lambda = \frac{A}{E}$ ), por lo que  $\lambda - 1$  es igual a la razón entre deuda y capital (por ejemplo,  $\lambda - 1 = \frac{A}{E} - 1 = \frac{A - E}{E} = \frac{D}{E}$ , donde  $D$ = deuda). Reemplazando esta expresión en la identidad (1) se obtiene que la dinámica del crédito se explica en base a la proporción de deuda (obligaciones) de la banca que se origina fuera del sistema financiero y del capital. Es decir,

$$P \equiv D * (1 - \Pi) + E \quad (2)$$

La identidad (2) refleja el hecho de que el crédito a nivel agregado puede aumentar, ya sea por medio de un mayor apalancamiento, una mayor capitalización del sistema bancario o un incremento en las fuentes de financiamiento ajenas al sistema financiero (lo que da lugar a una mayor conectividad). Este marco permite distinguir y explorar distintos escenarios. Un escenario que se adecúa a la evolución del sistema financiero previo a la crisis financiera mundial contempla el aumento del crédito del sistema financiero en base a un mayor apalancamiento, lo cual aumenta la rentabilidad<sup>5</sup>.

Dado un determinado fondo de financiamiento del sector no financiero (por ejemplo, de financiamiento externo al sector financiero) el mayor nivel de apalancamiento se genera a través de un aumento de la deuda interbancaria e implica por consiguiente un mayor grado de interconectividad ( $\nabla(1 - \Pi)$ ). En la práctica, ello dio lugar a un marcado aumento de la profundización financiera a nivel global y de los títulos de derivados, lo que fue acompañado de una creciente y estrecha relación entre el sistema bancario

<sup>5</sup> La rentabilidad del sistema financiero se mide por la rentabilidad sobre el capital (*return on equity* (ROE)), que equivale a la razón entre el ingreso neto y el patrimonio. La rentabilidad sobre el capital puede expresarse como el producto entre la razón entre el ingreso neto y el activo (el rendimiento sobre los activos o ROA) y la razón entre activo y patrimonio (apalancamiento). Formalmente,

$$ROE = \frac{\text{Ingreso Neto}}{\text{Patrimonio}} \equiv \left( \frac{\text{Ingreso Neto}}{\text{Activo}} \right) * \left( \frac{\text{Activo}}{\text{Patrimonio}} \right) = ROA * \text{Apalancamiento} = ROA * \lambda$$

Donde,  $\lambda$  = apalancamiento.

y el mercado de capitales. A su vez, ello se reflejó en un cambio en la intermediación financiera caracterizado por un mayor protagonismo de las instituciones financieras basadas en el mercado, en contraposición a las entidades financieras bancarias. Dentro del conjunto de instituciones financieras de mercado, el denominado sector bancario paralelo (*shadow banking system*) o no regulado asumió un marcado protagonismo, lo que a su vez contribuyó a aumentar la rentabilidad. Por su parte, a medida que aumenta el grado de interconectividad del sistema financiero, el plazo de vencimiento de la deuda adquirida tiende a disminuir porque el costo de su financiamiento es menor (Shin, 2010b, pág.160)<sup>6</sup>.

De esa manera, en este modelo de negocios el aumento en el crédito se sustenta en un mayor apalancamiento, interconectividad y deuda de corto plazo. El aumento en el crédito va acompañado de una expansión de las hojas de balance.

En línea con lo ocurrido en la crisis financiera mundial, un escenario correspondiente a la fase contractiva del ciclo lleva aparejado un desapalancamiento ( $\nabla\lambda$ ) y una merma del capital  $\nabla E$ . A la vez, esto provoca una caída en la rentabilidad ( $\nabla ROE$ ) y un debilitamiento de la posición financiera de las instituciones financieras. Ambos requieren una menor dependencia del financiamiento interno al sistema financiero y un aumento del financiamiento externo ( $\Delta(1-\Pi)$ ). La sustitución del financiamiento interno por uno externo puede conllevar situaciones de deflación de activos e iliquidez y posible insolvencia. La disminución de crédito en este escenario implica entonces menor apalancamiento y base de capital, disminución de los precios de los activos y situaciones de iliquidez e insolvencia.

## B. Breve reseña de las iniciativas más relevantes referentes a la regulación financiera en la situación posterior a la crisis

### 1. Resumen general de las distintas iniciativas

En el contexto de este marco contable, las iniciativas de regulación propuestas dan lugar a tres tipos de intervenciones macroprudenciales en los países desarrollados dirigidas a estabilizar al sistema financiero en su conjunto (Shin, 2010).

El primer tipo de intervención es de naturaleza regulatoria y tiene por objeto moderar el apalancamiento y su carácter procíclico. Esta categoría comprende los límites al crecimiento del apalancamiento y los requisitos de capital contracíclicos. Además, en ella se incluyen medidas que ponen límites a la creación de liquidez por parte de los bancos, tales como los referentes a los requisitos de liquidez. El segundo tipo de intervención busca moderar el grado de fluctuación del crédito mediante normativas contracíclicas. Por su parte, el tercer tipo de intervención se orienta a reformar la estructura de mercado de las instituciones financieras, a fin de acortar la cadena de intermediación del sistema financiero (Pérez Caldentey y Cruz, 2012).

Las tres iniciativas importantes para la regulación del sistema financiero planteadas tras la crisis financiera mundial se han movido en esa dirección.

<sup>6</sup> Esto da por sentado que la curva de rendimiento tiene pendiente positiva. Es decir que la tasa de interés de la deuda a corto plazo es menor que la tasa de interés correspondiente a la deuda de más largo plazo.



## 2. Basilea III y el fortalecimiento del capital de los bancos

La primera iniciativa se refiere a los cambios en la regulación financiera a nivel mundial planteada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS)<sup>7</sup> en 2010 como consecuencia de la crisis financiera mundial. El BCBS es el principal órgano encargado de formular normas mundiales para la regulación prudencial de los bancos y sirve de foro para la cooperación periódica en asuntos de supervisión bancaria. Los cambios en la regulación financiera planteados por el BCBS atañen en gran medida a la esfera microprudencial pero tienen además un componente macroprudencial. A partir de 2012 el Comité de Basilea puso en marcha el Programa de Evaluación de la Conformidad Reguladora con Basilea III (RCAP) para evaluar el grado de avance en la implementación de las medidas propuestas.

En la esfera microprudencial, las iniciativas en materia de regulación se han centrado en gran medida en el fortalecimiento de los requisitos de capital. Con ello se pretende internalizar adecuadamente los riesgos que afrontan las instituciones financieras de manera individual (entre ellos, el riesgo de crédito, de liquidez, de tasa de interés y de tipo de cambio)<sup>8</sup>. La función principal del capital consiste en salvaguardar a los clientes de una institución financiera contra pérdidas inesperadas; por ende, un mayor requisito de capital fortalece la solvencia y la estabilidad de las instituciones financieras<sup>9</sup>.

Con ese propósito, la reglamentación incrementó el requisito mínimo de capital ordinario (nivel 1) hasta el 4,5% de los activos ponderados por riesgo, lo que constituye la primera etapa a la hora de priorizar de manera progresiva el capital de nivel 1 mejorando su calidad y aumentando su importancia<sup>10</sup>. Basilea III planteó aumentar la participación del capital de nivel 1 en el total. Tal y como muestra el cuadro IV.2, el mínimo requerido de capital de nivel 1 pasa del 4% (50% del total) en 2012 al 6% (75% del total) en 2019. Además, sugirió incrementar la participación del capital de mayor calidad (acciones ordinarias y beneficios retenidos, o capital de base (*common equity*) del 50% al 75% en relación al capital de nivel 1 (véase el cuadro IV.2).

<sup>7</sup> El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) está constituido por 45 miembros procedentes de 28 jurisdicciones, en representación de bancos centrales y autoridades de supervisión. Además, el Comité tiene nueve observadores, entre ellos bancos centrales, grupos de supervisión, organizaciones internacionales y otros organismos. En 2019 formaban parte del comité las siguientes jurisdicciones: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, España, Estados Unidos, Federación de Rusia, Francia, Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), India, Indonesia, Italia, Japón, México, Luxemburgo, Países Bajos, Reino Unido, República de Corea, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía y la Unión Europea. Como países observadores están Chile, los Emiratos Árabes Unidos y Malasia.

<sup>8</sup> El capital de un banco comercial es la diferencia entre el valor de sus activos y sus pasivos.

<sup>9</sup> El capital tiene tres características: i) es propiedad de la institución y no conlleva un compromiso de repago; ii) no puede exigirse para el pago de dividendos periódicos o pagos de interés; iii) tiene baja prioridad en caso de quiebra (Elliott, 2010). Hay consenso en cuanto a la necesidad de mantener un nivel adecuado de capitalización, pese a su elevado costo. El capital se concibe como un compromiso entre la seguridad y la eficiencia financiera.

<sup>10</sup> Para Basilea III, los componentes del capital de nivel 1 comprenden las acciones ordinarias y los beneficios no distribuidos. Sin embargo, restringe la definición del capital de nivel 1 al requerir que el resto de la base de capital de este nivel esté integrado por instrumentos subordinados sin fecha de vencimiento ni incentivos para su amortización. En cuanto al capital de nivel 2, Basilea II incluía una serie de componentes, entre ellos otras reservas, provisiones por riesgo de crédito, instrumentos híbridos de deuda/capital y bonos (deuda) subordinados. Además, hacía una distinción entre el capital de nivel 2 alto y bajo. Por su parte, Basilea III impone cambios significativos en el capital de nivel 2: elimina las subcategorías del capital 2 y establece el tipo de capital que se incluye en ese nivel (BCBS, 2011).

**Cuadro IV.2**

## Requisitos de capital para Basilea II y III, 2011-2019

(En porcentajes)

	2011 Basilea II	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 Basilea III
Requisito de capital total	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Requisito de capital Nivel 1	4,0	4,0	4,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Requisito de capital de base	2,0	2,0	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Colchón de conservación	0	0	0	0	0	0,625	1,25	1,875	2,5
Capital total más colchón de conservación	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,625	9,25	9,875	10,5
Colchón de capital contracíclico	0	0	0	0	0	0,625	1,25	1,875	2,5

**Fuente:** Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), *Sixteenth progress report on adoption of the Basel regulatory framework*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2019.

Basilea III introdujo también un colchón de conservación de capital formado por capital ordinario por valor del 2,5% de los activos ponderados por riesgo, que eleva el mínimo total de capital ordinario hasta el 7%<sup>11</sup>. Además, dispuso un colchón anticíclico de entre el 0% y el 2,5%, formado por capital ordinario, que se aplicará cuando se considere que el crecimiento del crédito ocasiona una acumulación inaceptable de riesgos sistémicos. Por último, introdujo el concepto de capital con capacidad de absorber pérdidas en el punto de no viabilidad, lo que significa que los instrumentos de capital podrán cancelarse o convertirse en acciones ordinarias si se considera que el banco es inviable, a fin de reducir el riesgo moral, ya que el sector privado ha de contribuir a la resolución de las crisis bancarias en el futuro.

Basilea III introdujo además medidas para fortalecer la cobertura del riesgo mediante revisiones periódicas y limitaciones a la aplicación de los métodos estándar para calcular los riesgos de crédito, mercado y operacional, con el objetivo de mejorar la sensibilidad al riesgo y hacer comparables las metodologías de medición. Además, estableció requisitos más estrictos para medir la exposición e impuso incentivos de capital para utilizar entidades de contrapartida central al operar con derivados. Aumentó asimismo los requisitos para las exposiciones dentro del sector financiero y estableció un coeficiente de apalancamiento no basado en el riesgo para incluir las posiciones fuera de balance, cuyo objetivo es respaldar el requisito de capital basado en el riesgo. Por último, instituyó reglas para contener la acumulación de apalancamiento en el sistema financiero.

Cabe indicar también que Basilea III contempla la aplicación de medidas de liquidez y en particular la mantención de un acervo suficiente de activos líquidos y de alta calidad para enfrentar situaciones adversas. El marco de liquidez planteado incluye criterios de seguimiento diario y a más largo plazo a fin de mejorar los procesos de medición e identificación de las tendencias del riesgo de liquidez a nivel bancario y sistémico.

Dos indicadores importantes para evaluar el estado de liquidez y solvencia son el coeficiente de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio* (LCR)) y el coeficiente de financiación estable neta (*net stable funding ratio* (NSFR)). En ambos casos, la idea es que el cumplimiento de una obligación con un determinado plazo de vencimiento

<sup>11</sup> Los requisitos de capital de Basilea contemplan la distinción entre el capital de nivel 1 (*Tier 1 capital*) y el capital de nivel 2 (*Tier 2 capital*). Esta distinción ya estaba presente en los acuerdos de Basilea I, II y III. El capital de nivel 1 se compone del capital de mayor calidad, mientras que el capital de nivel 2 se conoce como capital suplementario o capital subordinado. El capital de nivel 1 es aquel capital que puede absorber pérdidas sin correr el riesgo de que la institución financiera se declare en insolvencia o iliquidez. El capital de nivel 2 es el capital que se encuentra disponible para absorber pérdidas bajo una situación de insolvencia pero sin poner en riesgo los fondos de los depositantes. Véase Elliot (2011).

(reflejado en el pasivo de una institución financiera) debe hacerse con un activo que tenga un plazo de vencimiento similar<sup>12</sup>.

En suma, Basilea III se focaliza en: i) requerir más capital de calidad, especialmente en las instituciones financieras de importancia sistémica; ii) fortalecer los mecanismos de cobertura de riesgo de productos financieros; iii) limitar el apalancamiento en posiciones fuera del balance; iv) definir normas de liquidez; y v) reducir la prociclicidad del negocio bancario (Acharya, 2012; BCBS, 2019; Pollin, 2012; Tarullo, 2009).

### 3. Iniciativas dirigidas a disminuir la interconectividad

La segunda iniciativa concierne la introducción de requisitos más estrictos para los bancos que por su tamaño e importancia pueden tener efectos sistémicos a nivel global. Con ese fin se ha elaborado una metodología que evalúa el grado de relevancia sistémica de un banco basado en un indicador que a su vez se basa en seis factores: i) la actividad transfronteriza del banco, a efectos de determinar su alcance mundial; ii) su tamaño; iii) su interconectividad, medida a partir del tamaño de sus activos y pasivos con otras instituciones financieras (véase la sección A del presente capítulo); iv) el grado de oligopolio en la prestación de servicios y en su infraestructura; v) su estructura y complejidad operativa, según factores tales como el volumen de negocios, la cantidad de activos líquidos y su grado de complejidad financiera; y vi) el acervo de derivados.

Con arreglo a esta metodología, en 2018 se identificó y publicó un listado de 29 bancos globales considerados como instituciones financieras sistémicamente importantes por su tamaño medido en activos. Su distribución geográfica es la siguiente: seis entidades con sede en los Estados Unidos (J. P. Morgan Chase, Goldman Sachs, Citigroup, Bank of America, Wells Fargo, Bank of New York Mellon y Morgan Stanley); cuatro en China (Banco de China, Banco Industrial y Comercial de China, Banco Agrícola de China y Banco de Construcción de China); dos con sede en el Reino Unido (Barclays y HSBC Holdings); tres con sede en Francia (BNP Paribas, Crédit Agricole y Société Générale); tres con sede en el Japón (Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group y Sumitomo Mitsui Financial Group); uno con sede en Alemania (Deutsche Bank); dos en Suiza (UBS y Crédit Suisse); uno en Bélgica (Dexia), Italia (Unicredit), los Países Bajos (ING Groep), España (Banco Santander), y el Canadá (Royal Bank of Canada) (CEF, 2018).

<sup>12</sup> Formalmente ambos se definen como:

$$LCR = \frac{\text{Acervo de activos líquidos de alta calidad}}{\text{Flujos netos totales de caja en los próximos 30 días}} > 1 \quad (1)$$

$$NSFR = \frac{\text{Volumen disponible de financiamiento estable}}{\text{Volumen requerido de financiamiento estable}} > 1 \quad (2)$$

En el caso del coeficiente de cobertura de liquidez, el acervo de activos líquidos de alta calidad comprende por un lado los activos que se comercian de manera regular y que por consiguiente tienen un precio de cotización disponible, y por otro los activos para los cuales se puede derivar un precio a través de un modelo financiero. Por lo que respecta al denominador, este se refiere a la diferencia entre los pagos e ingresos previstos. Ambos pagos e ingresos previstos se ponderan por un factor que representa la exigibilidad esperada para efectuar los pagos y la disponibilidad de los ingresos. En cuanto al coeficiente de financiación estable neta, o sea el volumen disponible de financiamiento estable, este comprende el capital, las acciones preferenciales y los pasivos con un vencimiento superior a un año. También incluye la participación de los depósitos y financiamiento al por mayor con un período de vencimiento menor a un año que permanecería en la institución en caso de un evento de tensión idiosincrático (BCBS, 2013). En cuanto a las fuentes de financiamiento estable requeridas se encuentran el efectivo, los activos sin una contrapartida de deuda, los bonos, las hipotecas residenciales, los préstamos al por mayor con un plazo de vencimiento menor a un año y las partidas incluidas fuera de balance (PwC, 2011).

## 4. La Ley Dodd-Frank: disminución de la interconectividad y fortalecimiento del capital

La tercera iniciativa de regulación es la Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y protección al consumidor. Se trata de la respuesta del Gobierno de los Estados Unidos ante la necesidad de reorientar su sistema regulatorio y de supervisión a fin de abordar el riesgo sistémico y mejorar la regulación microprudencial, para lo cual se formuló una regulación de tipo macroprudencial más estricta y conservadora para la actividad financiera (Tarullo, 2009). La Ley Dodd-Frank constituye el paquete de medidas regulatorias más importante y amplio desde la Ley Glass-Steagall<sup>13</sup>, promulgada en la década de 1930.

Entre las medidas más importantes de la Ley Dodd-Frank cabe mencionar en primer lugar la norma de Volcker, que prohíbe que los bancos comerciales realicen actividades especulativas y operaciones por cuenta propia. En particular, la norma de Volcker limita la participación de los bancos de inversión en fondos de cobertura (*hedge funds*) y en fondos de capital privado. En segundo lugar, se creó la Oficina para la Protección Financiera del Consumidor, que actúa como oficina regulatoria independiente para supervisar los mercados financieros relacionados con el consumidor, entre ellos el mercado hipotecario, los préstamos a estudiantes y las tarjetas de crédito.

En tercer lugar, con arreglo a la Ley Dodd-Frank se reforzaron los requisitos y la composición del capital de los bancos con el fin de poder hacer frente a las obligaciones derivadas de sus pasivos. En este sentido, la ley dispone que bancos como Citibank, Bank of America y Goldman Sachs han de mantener un capital líquido por un monto de hasta un 9,5% de sus activos.

En cuarto lugar, se creó el Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera, grupo interinstitucional del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y por reguladores financieros independientes. El Consejo está encargado de detectar y hacer el seguimiento de los riesgos para el sistema financiero, así como de determinar cuáles son las instituciones financieras de importancia sistémica, a fin de velar por el cumplimiento de las regulaciones y normas en materia de capital.

En quinto lugar, en la Ley Dodd-Frank se hace hincapié en la necesidad de regular los mercados de derivados y en particular de los derivados extrabursátiles (*over-the-counter*), que se comercializan por agentes privados y no en mercados regulados como es el caso de los mercados de valores. Dicha ley dispone además que las empresas que comercialicen derivados lo habrán de hacer a través de cámaras de compensación (con requisitos de colateral y de evaluación de crédito), con el fin de reducir la exposición de pasivos y el riesgo inherente a este tipo de operaciones.

En sexto lugar la Ley Dodd-Frank procura prevenir las consecuencias económicas y sociales resultantes de la quiebra de instituciones financieras consideradas sistémicas a nivel mundial. Con este fin, la ley otorga a la Corporación Federal de Seguro de Depósitos

<sup>13</sup> La Ley Glass-Steagall es una ley aprobada en 1933 a raíz de la crisis del mercado de valores de 1929. Esta ley separó las actividades de inversión de la banca comercial, ya que se consideraba que el principal detonante de la crisis financiera había sido la excesiva participación bancaria en actividades de inversión especulativa en el mercado de valores. Sin embargo, en 1999 el Congreso de los Estados Unidos derogó la Ley Glass-Steagall y promulgó la Ley Gramm-Leach-Bliley, que eliminó las restricciones en contra de las asociaciones entre la banca comercial y la de inversión, lo que abrió las puertas para que los bancos volvieran a involucrarse en inversiones de alto riesgo con el objetivo de aumentar sus ganancias.

la posibilidad de ir liquidando progresivamente una institución financiera sistémicamente importante que se encuentre en situación de quiebra. También se requiere que los bancos globales detallen de qué manera manejarían una posible quiebra sin que esta genere efectos de contagio en el sistema financiero.

Según la información disponible, hasta la fecha se han implementado 67 disposiciones de la Ley Dodd-Frank que cubren temas de fondos privados, la norma de Volcker, permutas financieras (*swaps*), agencias de compensación, asesoría, compensación, agencias calificadoras, divulgación de información y otros temas tales como racionalización de los procedimientos de presentación para organizaciones autorreguladoras.

## C. El cambio en la lógica de las operaciones de la banca global y sus consecuencias para la estabilidad financiera

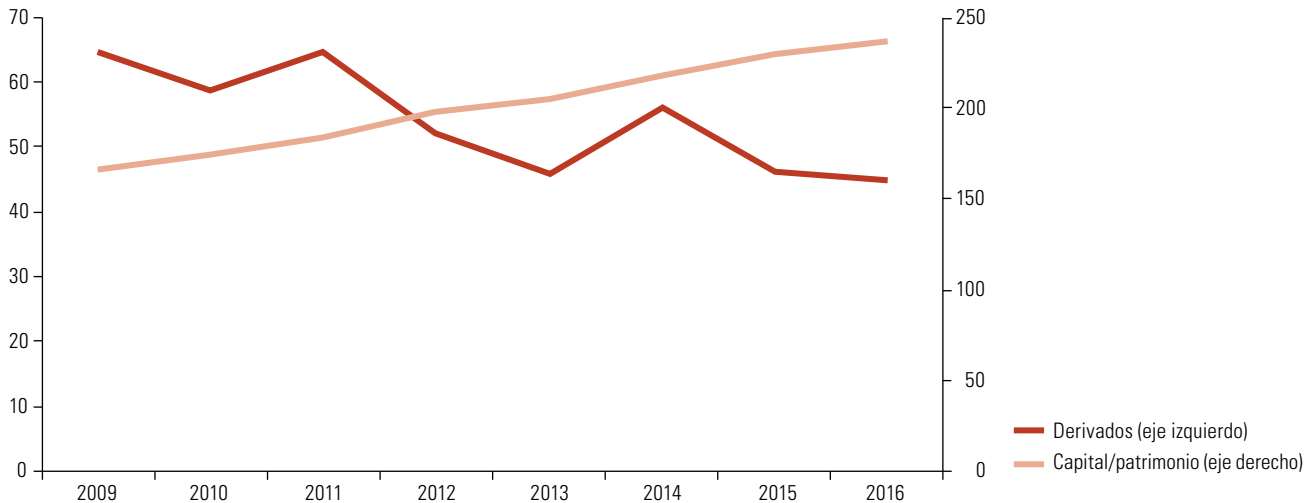
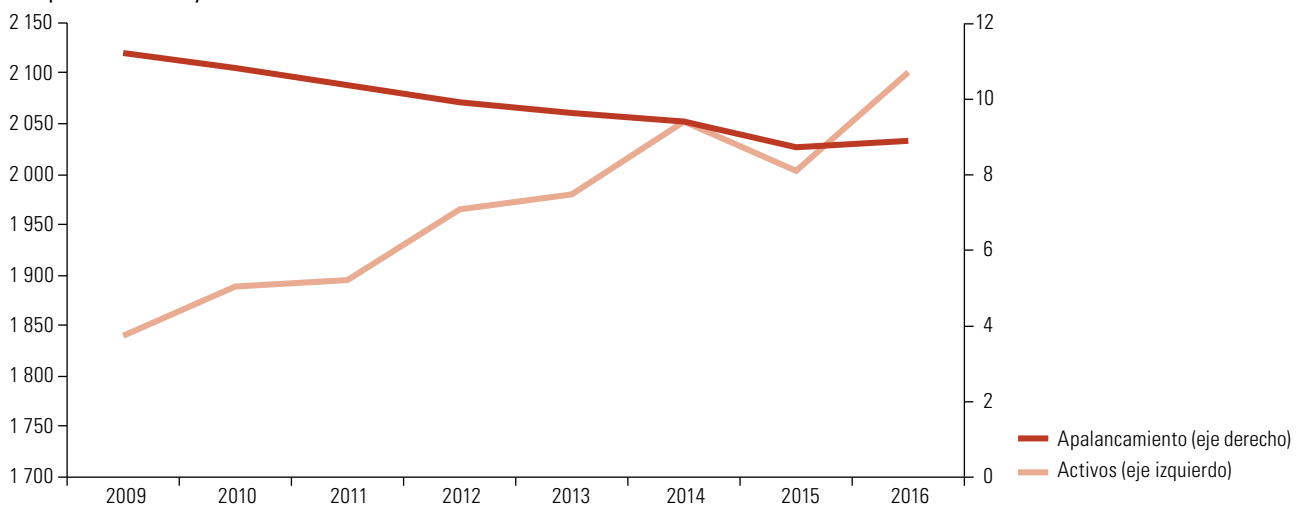
La regulación financiera ha contribuido a generar, en parte, un cambio en la lógica de las operaciones de la banca global y en particular de las instituciones financieras sistémicas. Tal como se señaló en el capítulo I, el modelo de negocios de la banca global en el período previo a la crisis consistía en la interrelación entre apalancamiento, interconectividad y concentración. El apalancamiento estimulaba la interconectividad y a su vez esta fomentaba la concentración. Según cálculos propios hechos en países desarrollados (entre ellos, Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Grecia, Italia, Países Bajos y Portugal) correspondientes al período 1999-2007, el grueso del financiamiento provenía del propio sistema financiero, es decir de otros intermediarios financieros.

En promedio, durante el período contemplado el financiamiento proveniente del resto del sistema financiero representaba el 60% del financiamiento total. En algunos casos —como Bélgica y Francia— el financiamiento que provenía del resto del sistema financiero llegó a representar cerca del 70% del total. Estos elevados niveles de apalancamiento e interconectividad permitían generar altos niveles de beneficio. Así, durante el período previo a la crisis se observó una relación positiva entre apalancamiento, interconectividad y crecimiento de los activos. Un ejercicio empírico muestra que el coeficiente de correlación entre la tasa de crecimiento de los activos y del apalancamiento para los bancos de inversión en el caso de los Estados Unidos durante el período 2002-2009 fue positivo y estadísticamente significativo (0,88).

Por el contrario, en el período posterior a la crisis la banca global dejó de depender del apalancamiento y de hecho se ha registrado una relación negativa entre apalancamiento y aumento de los activos, tal como se aprecia en el gráfico IV.1 para el caso de los bancos de importancia sistémica de los Estados Unidos. Además, los bancos pasan a depender de fuentes externas y más estables y también aumentan su capital. En el gráfico IV.1 se muestra también que a la vez que a medida que aumenta el capital promedio de los bancos de importancia sistémica de los Estados Unidos en el período posterior a la crisis disminuyen los derivados (medidos aquí por los derivados en el activo de los balances de dichos bancos). Puede considerarse que la disminución de los derivados revela además una menor dependencia de la interconectividad para la generación de financiamiento bancario.

**Gráfico IV.1**

Estados Unidos: evolución de los activos, patrimonio neto y derivados y apalancamiento para el promedio de los cuatro bancos principales<sup>a</sup>, 2009-2016  
(En miles de millones de dólares)

**A. Derivados y capital/patrimonio****B. Apalancamiento y activos**

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe, sobre la base de datos de Bloomberg.

<sup>a</sup> Citicorp, Wells Fargo, Bank of America y J. P. Morgan.

Este cambio en la lógica de las operaciones de la banca global va en la dirección de una mayor estabilidad financiera en el sector bancario. Los menores niveles de apalancamiento reducen la dependencia en la deuda del sistema bancario para financiar su actividad. Esto permite reducir la conectividad entre las instituciones bancarias y da lugar a un mayor financiamiento de la banca a través de fuentes ajenas al sistema financiero.

Sin embargo, estas tendencias hacia una mayor estabilidad no abarcan todo el sistema financiero. Por cierto, el hecho estilizado en el período posterior a la crisis se da en la esfera financiera y consiste en el cambio de la intermediación de la actividad financiera basada en el sistema bancario hacia el sector no bancario. Cabe decir a este respecto que la industria de la gestión de activos no ha mitigado la concentración, la interconectividad y el apalancamiento, que son los factores determinantes del carácter procíclico de la volatilidad y de la inestabilidad del sistema financiero.

De hecho, la evidencia muestra que se ha fortalecido la concentración en el sistema financiero y en la industria de la gestión de activos. También la banca global y la industria de la gestión de activos están altamente interconectados en términos de actividad y propiedad. Además, el apalancamiento se ha trasladado del sector financiero al sector real de la economía (el sector corporativo no financiero) y el sector corporativo no financiero ha pasado a cumplir un papel de intermediario financiero, al menos en parte.

## 1. La concentración del sector financiero y no bancario en la industria de la gestión de activos

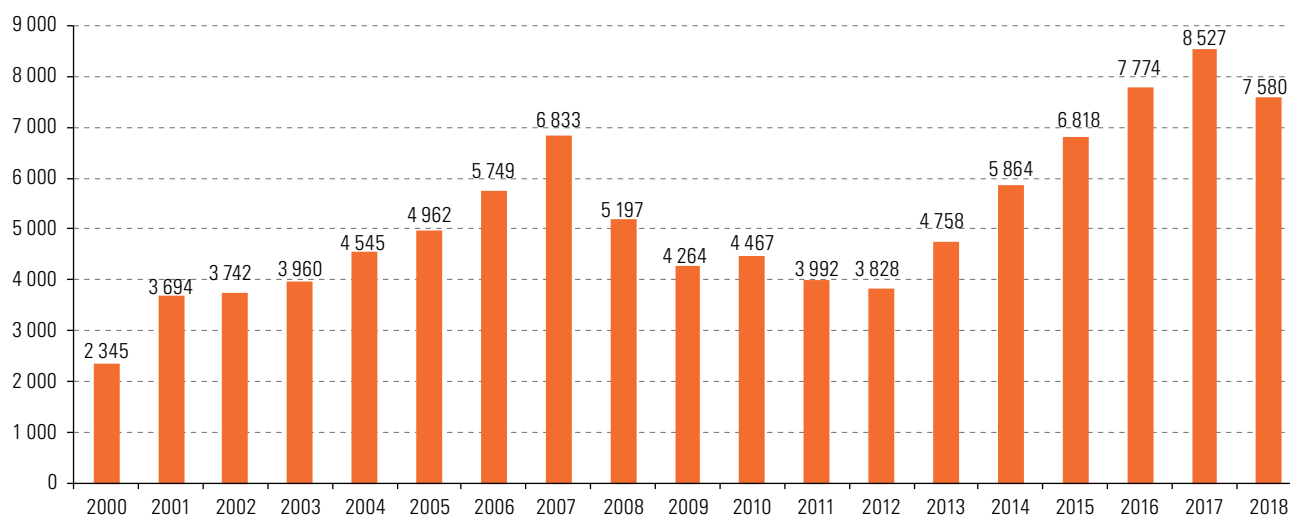
El sector financiero global se ubica entre los sectores que presentan una mayor concentración de mercado. Esta concentración se refleja en el aumento de las fusiones y adquisiciones entre conglomerados financieros, a raíz de lo cual se ha ido consolidando la posición dominante de las instituciones financieras en el mercado global.

La evidencia disponible para el período 2000-2018 muestra que el número de fusiones y adquisiciones ha aumentado significativamente en el período posterior a la crisis y supera con creces las registradas en el período anterior a ella. Entre 2012 y 2018 el número de fusiones y adquisiciones pasó de 3.828 a 7.580 (llegando a un máximo de 8.527 en 2017) (véase el gráfico IV.2).

### Gráfico IV.2

Fusiones y adquisiciones en el sector financiero mundial, 2000-2018

(En número de acuerdos)



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

Parte de esta concentración se explica por el fortalecimiento y dinamismo de la industria de la gestión de activos. Tal como se indicó en el capítulo I, el sector financiero que ha experimentado el mayor dinamismo tras la crisis financiera mundial es la industria de la gestión de activos, con una facturación de más de 93 billones de dólares (un poco mayor al PIB mundial, que en 2017 ascendió a 90,3 billones de dólares). Se trata de un fenómeno que se ha dado a nivel mundial, tanto en los países desarrollados como en aquellos en desarrollo.

La evidencia disponible para el período 2007-2016 y 2017 muestra que los activos bajo gestión han crecido a un ritmo del 4% y el 13% para América del Norte el 4% y el 7% para Europa, y el 3% y el 10% para el Japón y Australia en su conjunto. En el

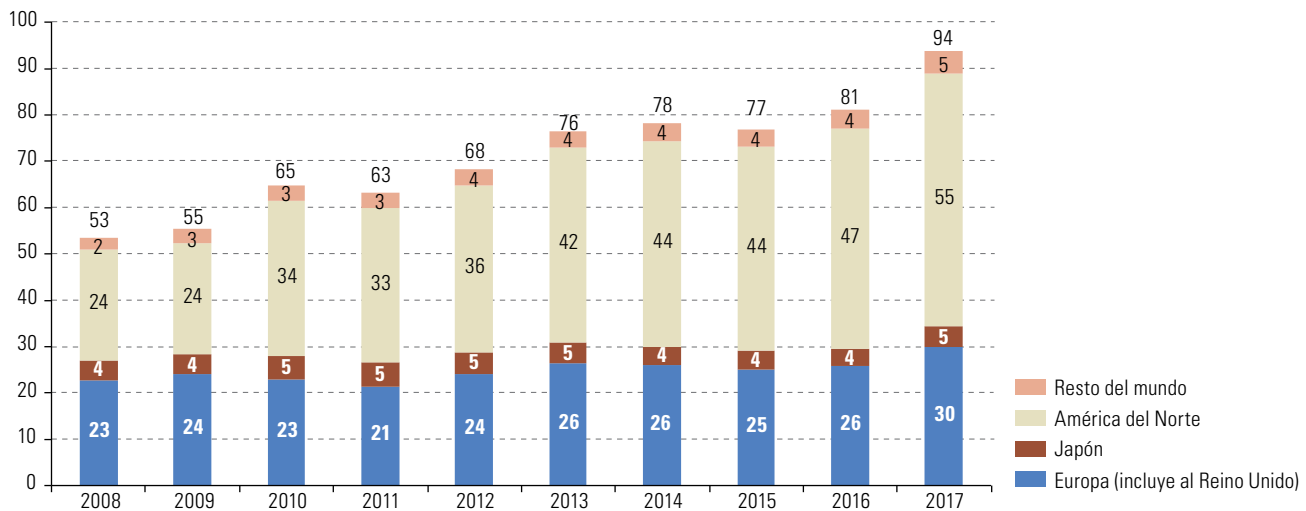
caso de los países en desarrollo, la industria de la gestión de activos ha experimentado el mayor crecimiento en China, seguida de América Latina y el Caribe (16% y 22%; y 12% y 17%, respectivamente, para los mismos períodos). Por su parte, los activos bajo gestión han experimentado un crecimiento del 8% y el 13% en Asia (sin incluir al Japón, Australia y China) y del 4% y el 7% en Oriente Medio y África (véase Fages y otros, 2018).

La industria de la gestión de activos está sumamente concentrada a nivel geográfico. La mayor parte de los activos bajo gestión se encuentran en los Estados Unidos y en menor medida en Europa (53% y 35% del total entre 2008 y 2017). Por su parte, la evidencia disponible muestra que los activos bajo gestión en el Japón representan el 6% del total (véase el gráfico IV.3).

### Gráfico IV.3

Valor total de los activos bajo gestión, por residencia, 2008-2017

(En billones de dólares)



Fuente: Willis Towers Watson, *Asset Manager Update*, Reigate, marzo de 2018.

Nota: Por residencia se entiende el domicilio del gestor.

Las regiones en desarrollo en su conjunto representan solo el 11% del total de los activos bajo gestión en 2017: 4,2 billones de dólares en el caso de China; 3,5 billones de dólares en el de Asia (sin incluir a Australia, China y el Japón), 1,8 billones de dólares en el caso de América Latina y 1,4 billones de dólares en el de Oriente Medio y África) (véase Fages y otros, 2018). En ese sentido, el crecimiento de este sector no supone un riesgo endógeno para las economías en desarrollo. Más bien el riesgo que este sector financiero puede plantear se deriva en gran medida de las posibles situaciones de fragilidad financiera en las economías desarrolladas y de los tipos de mecanismos de transmisión hacia las economías en desarrollo.

La concentración prevalente en este sector también queda patente en términos de su propiedad. Tal como se muestra en el cuadro IV.3, en 2017 las principales 20 empresas de gestión de activos ostentaban el 43% del total de activos bajo gestión y las principales 50 empresas tenían una participación en el total que superaba el 60%. Además, la concentración de la tenencia de activos bajo gestión ha aumentado en el tiempo (38,3% y 43,3% del total entre 2008 y 2017).



Año	20 principales	21-50	51-250	251-500
2008	38,3	22,8	33,6	5,2
2009	40,2	21,5	32,7	5,6
2010	40,7	22,5	31,5	5,4
2011	38,7	23,1	32,8	5,4
2012	41,4	22,3	31,0	5,2
2013	41,0	22,2	31,1	5,7
2014	41,6	22,9	29,5	6,0
2015	41,9	23,2	29,0	5,8
2016	42,3	23,0	28,8	5,9
2017	43,3	22,9	28,2	5,6

**Cuadro IV.3**  
Activos bajo gestión por segmento de gestores en el mundo, participación en el total, 2008-2017  
(En porcentajes)

**Fuente:** Willis Towers Watson, *Asset Manager Update*, Reigate, marzo de 2018.

**Nota:** La expresión "20 principales" se refiere a los 20 principales gestores de activos; a ellos siguen los demás gestores, ordenados en distintas categorías según su tamaño.

## 2. Interconectividad de la industria de la gestión de activos

Tal como se señaló anteriormente, la interconectividad financiera fue uno de los factores que exacerbaron la amplitud y la profundidad de la grave crisis financiera de 2007-2008, y por ende es uno de los factores que puede contribuir a generar inestabilidad. De hecho, en el período previo a la crisis la interconectividad tenía más importancia de lo que la mayoría de analistas y reguladores le atribuían, ya que no podía detectarse fácilmente. Por lo tanto, la identificación de la interconectividad reviste gran importancia a la hora de evaluar los riesgos potenciales que emanan de la creciente industria de la gestión de activos (CEF, 2019)<sup>14</sup>.

Si, tal como lo plantea el Consejo de Estabilidad Financiera, uno o más bancos —particularmente con un nivel de apalancamiento elevado o una transformación significativa de vencimientos/liquidez— son prestatarios significativos de instituciones financieras no bancarias, el deterioro de los balances del banco podría precipitar el contagio a través de una variedad de entidades financieras bancarias y no bancarias. Del mismo modo, si una gran empresa de gestión de activos tiene un banco como contraparte importante en una actividad comercial o de préstamo, entonces podría igualmente producirse un contagio (Epstein, 2019).

Las interconexiones entre ambos pueden ser directas o indirectas (CEF, 2019). El préstamo entre dos contrapartes es un ejemplo de interconexión directa. Pueden así generarse múltiples cadenas conectadas por una cadena de obligaciones. La interconexión indirecta surge cuando dos entidades poseen activos comunes o cuando el valor de mercado de su capital o activos de renta fija se mueven en la misma dirección (CEF, 2019).

La interconexión puede ser un problema particularmente difícil para la estabilidad financiera si involucra al sistema bancario, que ocupa un lugar central en la mayoría de los sistemas financieros y de la economía en general. La interconectividad entre la industria de la gestión de activos y otros sectores de la economía, entre ellos la banca, puede tener lugar a través de varios canales diferentes, por ejemplo las conexiones de propiedad entre las empresas de gestión de activos y los bancos (Epstein, 2019).

<sup>14</sup> En el anexo IV.A2 figura una descripción de los agentes e instrumentos financieros que forman parte de la industria de la gestión de activos.

El cuadro IV.4 muestra los principales 50 gestores de activos. Entre estos cabe citar cerca de la mitad de los bancos que se consideran sistémicamente importantes, como J. P. Morgan, Bank of New York Mellon, Goldman Sachs, Deutsche Bank, BNP Paribas, UBS, Wells Fargo, Morgan Stanley, Sumitomo Mitsui Trust Holdings y Mitsubishi UFJ Financial Group.

La evidencia muestra que en la categoría de los 20 principales gestores los bancos poseen 10,6 billones de dólares, lo que representa el 26% de los activos. Por su parte, en lo referente a los 50 principales gestores, las entidades bancarias administran activos por un valor de 14,9 billones, es decir el 24% del total de los activos gestionados entre los que figuran en la lista (véase el cuadro IV.4) (Epstein, 2019).

#### Cuadro IV.4

Cincuenta principales gestores de activos bajo gestión en el mundo, 2017

Clasificación	Gestor	Mercado	Total de activos (en billones de dólares)	Clasificación	Gestor	Mercado	Total de activos (en billones de dólares)
1	BlackRock	Estados Unidos	6,3	26	Morgan Stanley	Estados Unidos	1,0
2	Vanguard Group	Estados Unidos	5,0	27	M&G Prudential	Reino Unido	1,0
3	State Street Global Advisors	Estados Unidos	2,8	28	Affiliated Managers Group (AMG)	Estados Unidos	0,9
4	Fidelity Investments	Estados Unidos	2,5	29	Sumitomo Mitsui Trust Holdings	Japón	0,8
5	Allianz Group International	Alemania	2,4	30	Standard Life Aberdeen	Reino Unido	0,8
6	J. P. Morgan Chase	Estados Unidos	2,1	31	Sun Life Financial	Canadá	0,8
7	Bank of New York Mellon	Estados Unidos	1,9	32	MassMutual	Estados Unidos	0,8
8	Capital Group	Estados Unidos	1,8	33	Legg Mason	Estados Unidos	0,8
9	AXA Group	Francia	1,8	34	Manulife Financial Corporation	Canadá	0,8
10	Amundi	Francia	1,8	35	Franklin Templeton	Estados Unidos	0,8
11	Goldman Sachs Group	Estados Unidos	1,5	36	Ameriprise Financial	Estados Unidos	0,8
12	Deutsche Bank	Alemania	1,5	37	Nippon Life Insurance	Japón	0,8
13	BNP Paribas	Francia	1,5	38	Principal Financial	Estados Unidos	0,7
14	Prudential Financial	Estados Unidos	1,4	39	Mitsubishi UFJ Financial Group	Japón	0,7
15	Legal & General Group	Reino Unido	1,4	40	MetLife	Estados Unidos	0,7
16	UBS	Suiza	1,3	41	Schroder Investment Management	Reino Unido	0,6
17	Northern Trust Asset Management	Estados Unidos	1,2	42	Dimensional Fund Advisors	Estados Unidos	0,6
18	Wellington Management	Estados Unidos	1,1	43	Great-West Lifeco	Canadá	0,6
19	Wells Fargo	Estados Unidos	1,1	44	Generali Group	Italia	0,6
20	Natixis Global Asset Management	Francia	1,0	45	New York Life Investments	Estados Unidos	0,6
21	T. Rowe Price	Estados Unidos	1,0	46	Asset Management One	Japón	0,6
22	Aegon Group	Países Bajos	1,0	47	Royal Bank of Canada	Canadá	0,6
23	Nuveen	Estados Unidos	1,0	48	Credit Suisse	Suiza	0,5
24	HSBC Holdings	Reino Unido	1,0	49	Blackstone Group	Estados Unidos	0,5
25	Invesco	Estados Unidos	1,0	50	Eaton Vance	Estados Unidos	0,5

Fuente: Willis Towers Watson, *Asset Manager Update*, Reigate, marzo de 2018.

Por su parte, las instituciones bancarias son casa matriz de más de una tercera parte de las 25 mayores empresas de gestión de activos. A la vez, las grandes empresas de gestión de activos poseen una cantidad significativa de acciones en los bancos más grandes. Por lo tanto, las interconexiones a través de la propiedad son bastante significativas entre los grandes gestores de activos y los grandes bancos en los Estados Unidos (véanse el cuadro IV.5 y el gráfico IV.4).

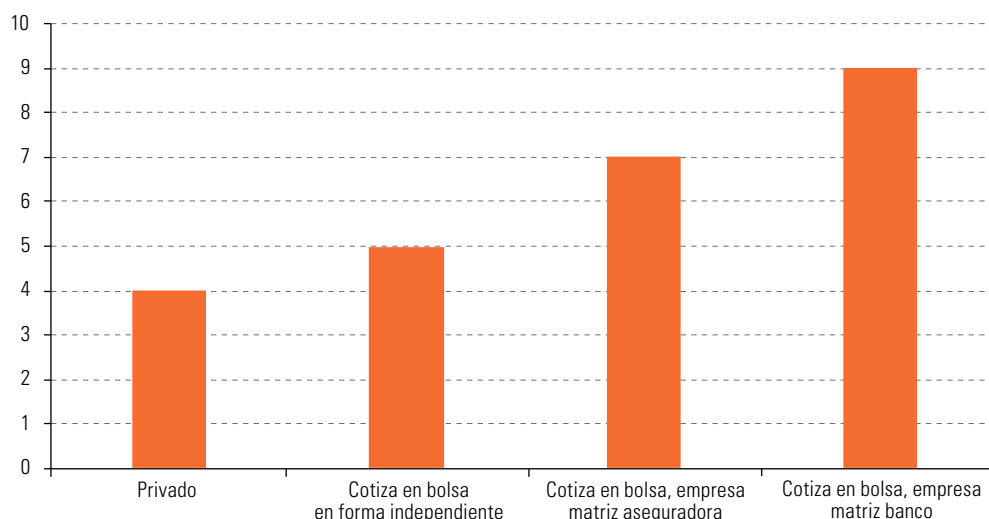
#### Cuadro IV.5

Estados Unidos: propiedad de grandes bancos por empresas de gestión de activos, 2002 y 2013

(En porcentajes)

J. P. Morgan Chase		Bank of America		Citigroup	
BlackRock	6,4	Berkshire Hathaway	6,9	BlackRock	6,1
Vanguard Group	4,7	BlackRock	5,3	Vanguard Group	4,4
State Street Global Advisors	4,5	Vanguard Group	4,5	State Street Global Advisors	4,2
Fidelity Investments	2,7	State Street Global Advisors	4,3	Fidelity Investments	3,6
Wellington Management	2,5	Fidelity Investments	2,1	Capital World Investors	2,4
Wells Fargo		U.S. Bank		PNC Bank	
Berkshire Hathaway	8,8	BlackRock	7,4	Wellington Management	8,0
BlackRock	5,4	Vanguard Group	4,5	BlackRock	4,7
Vanguard Group	4,5	Fidelity Investments	4,4	Vanguard Group	4,6
State Street Global Advisors	4,0	State Street Global Advisors	4,4	State Street Global Advisors	4,6
Fidelity Investments	3,5	Berkshire Hathaway	4,3	Barrow Hanley	4,0

Fuente: J. Azar, M. Schmalz e I. Tecu, "Anticompetitive effects of common ownership", *Journal of Finance*, vol. 73, N° 4, 2018.



#### Gráfico IV.4

Estructura de la propiedad de las principales 25 empresas mundiales de gestión de activos, 2015  
(Por número de empresas)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), "The asset management industry and financial stability", *Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, Washington, D.C., 2015.

Nota: Entre las casas matrices de los bancos cabe mencionar a Amundi, Bank of New York Mellon, BNP Paribas, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, J.P. Morgan Chase y Natixis Global Asset Management, y UBS. En cuanto a las casas matrices de las aseguradoras, se encuentran Allianz (PIMCO), Axa Group, MetLife, Generali, Legal and General Group y Prudential Financial.

## D. El sector corporativo no financiero: su apalancamiento y su papel en la intermediación financiera

Tal como se señaló en el capítulo II, el mercado internacional de bonos se ha convertido en una importante fuente de financiación para las economías emergentes, incluida las de América Latina.

En el caso de América Latina, el acervo de deuda emitida en los mercados internacionales se situó en alrededor de 310.000 millones de dólares en el período 2000-2007, alcanzando los 761.000 millones de dólares en 2017.

La descomposición de la deuda por sector (se incluye al gobierno, el banco central, las corporaciones financieras y los bancos comerciales) en el período 2000-2017 muestra, en primer lugar, que el gobierno es el principal emisor de deuda internacional, aunque su importancia ha venido disminuyendo. Entre el período 2000-2007 y en 2017, la proporción de la deuda emitida en los mercados internacionales por parte del gobierno central como porcentaje del total disminuyó del 70,8% al 39,8% a nivel regional. En los casos de América del Sur y Centroamérica, la deuda pública se redujo del 71,5% al 44,7% y del 89% al 57,2% (véase el cuadro IV.6).

En segundo lugar, la evidencia disponible muestra un rápido aumento de la deuda del sector corporativo no financiero, que pasó de 49.000 millones de dólares a 289.000 millones de dólares entre el período 2000-2007 y el 2017. La deuda del sector corporativo no financiero es particularmente importante para México y los países de América del Sur. En el caso de América del Sur, la importancia de la deuda del sector corporativo no financiero se refleja tanto en el aumento tanto de su participación relativa como en términos de su participación en el PIB (del 12,2% al 25% y del 2,4% al 4,0% entre 2000-2007 y 2017, respectivamente (véase el cuadro IV.6).

### Cuadro IV.6

América Latina (países seleccionados): acervo de deuda del sector corporativo no financiero, diversos períodos y años

País	En miles de millones de dólares								En porcentajes del PIB					
	2000-2007	2008	2009	2012	2014	2015	2016	2017	2000-2007	2008	2009	2012	2014	2015
Argentina	6 599	2 863	2 593	3 767	6 148	8 189	11 975	13 793	3,2	0,8	0,8	0,7	1,2	1,4
Brasil	21 464	37 002	51 468	114 910	155 654	152 615	156 511	157 634	2,7	2,2	3,1	4,7	6,3	8,5
Chile	4 983	5 999	7 665	17 169	33 543	38 766	39 499	40 028	4,7	3,3	4,5	6,5	13,0	16,1
Colombia	717	2 354	4 754	6 360	17 191	18 415	18 038	17 894	0,6	1,0	2,0	1,7	4,5	6,3
México	31 913	34 614	43 575	89 208	125 699	135 703	158 456	162 619	3,9	3,1	4,9	7,5	9,7	11,9
Paraguay	0	0	0	300	300	300	300	300	0,0	0,0	0,0	1,2	1,0	1,1
Perú	164	14	139	3 332	8 313	8 521	8 523	8 324	0,2	0,0	0,1	1,7	4,1	4,5
Uruguay	0	0	0	0	1	11	10	10	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Venezuela (República Bolivariana de)	4 180	8 995	13 579	20 393	18 993	17 693	22 518	22 518	3,1	2,9	4,1	5,3	0,0	0,0
Total	70 459	93 346	125 226	257 269	367 782	382 153	418 306	425 596						

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics" [en línea] [http://www.bis.org/statistics/secstats\\_to1509.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats_to1509.htm); y Banco Mundial, World Development Indicators [base de datos en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

Los países más expuestos a la deuda del sector corporativo no financiero son México y, en América del Sur, el Brasil, Chile, Colombia y el Perú. Los datos disponibles correspondientes al período transcurrido entre 2000 y 2015 muestran que en el caso de México el acervo de deuda del sector corporativo no financiero aumentó del 3,1% al 11,9% del PIB. En los casos del Brasil, Chile, Colombia y el Perú, el acervo de deuda del sector corporativo no financiero se expandió un 2,2%, 3,3%, 1,0% y 0% a 8,5%, 16,1%, 6,3% y

4,9% del PIB, respectivamente, durante el mismo período. Otros países de América del Sur, como la Argentina y el Paraguay, tienen, en términos comparativos, menores niveles de endeudamiento (1,4% y 1,1% del PIB para 2015, respectivamente), mientras que el Uruguay no tiene deuda corporativa (Pérez Caldentey, Favreau-Negront y Mendez, 2019).

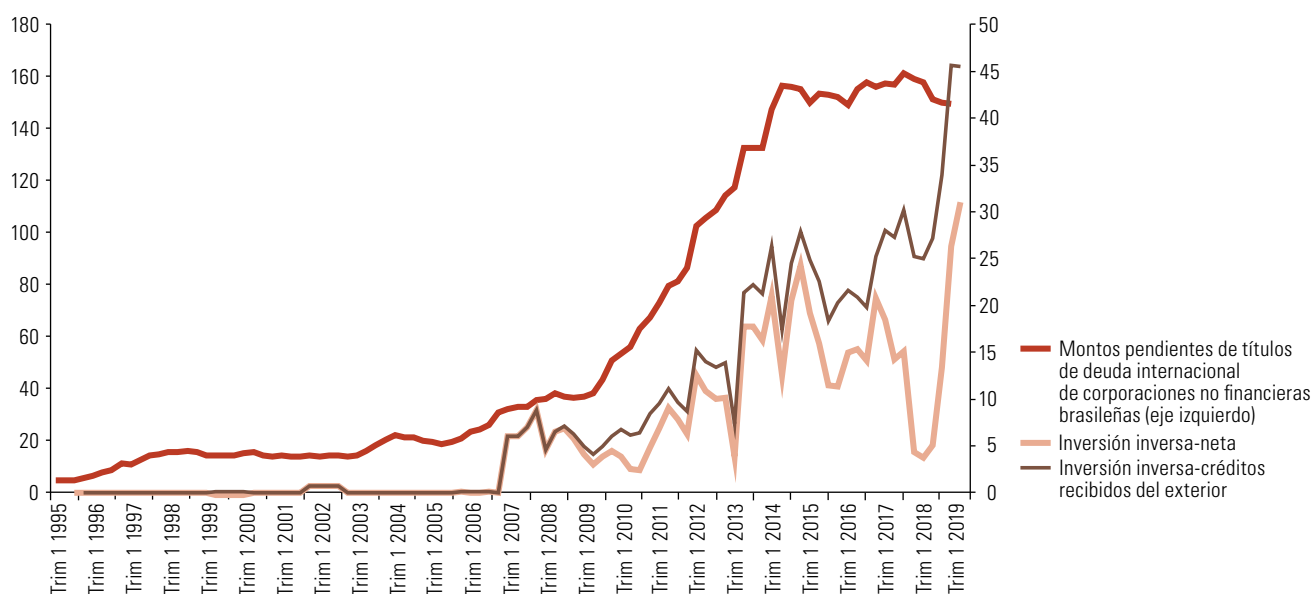
Además de su participación en la industria de la gestión de activos, el sector corporativo no financiero también ha pasado a jugar un papel en la intermediación financiera. Tal como se señaló en el capítulo II esto se puede analizar a través de la diferencia existente entre la emisión de deuda por residentes y por agentes económicos extraterritoriales. Los ingresos generados por la emisión de bonos pueden tener tres destinos: i) préstamos interempresariales; ii) financiamiento de instituciones no bancarias; y iii) provisión de crédito a otra empresa. La evidencia empírica muestra que una parte importante de los ingresos generados por emisión de bonos por filiales residentes en el exterior se destina a la acumulación de liquidez y a la inversión de corto plazo. No obstante, los préstamos interempresariales se contabilizan como inversión extranjera directa.

El caso del Brasil pone de manifiesto la correlación existente entre emisión de bonos por filiales y préstamos interempresariales. En el gráfico IV.5 se muestra la evolución de las emisiones por filiales y de dichos préstamos desde el primer trimestre de 1995 hasta el primer trimestre de 2019. También se aprecia cómo las series de emisión de bonos por filiales y préstamos interempresariales se mantuvieron relativamente estables antes de 2008 para luego experimentar un crecimiento importante conjunto, lo que quizás se deba a que filiales extranjeras emiten títulos de deuda para financiar operaciones de sus respectivas casas matrices.

#### Gráfico IV.5

Brasil: emisiones de deuda en el mercado internacional de bonos por las corporaciones no financieras brasileñas y pasivos en forma de inversión directa neta y créditos recibidos desde el exterior (acumulada en cuatro trimestres) desde filiales en el extranjero a casas matrices, 1995-2019

(En miles de millones de dólares)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI) (para datos sobre títulos de deuda internacional) y del Banco Central del Brasil (para inversión directa).

**Nota:** La inversión inversa neta corresponde a los créditos recibidos en el exterior menos las amortizaciones pagadas en el exterior.

El cuadro IV.7 muestra las correlaciones de la inversión en reversa (créditos recibidos desde el extranjero por parte de las casas matrices y el neto de amortizaciones pagadas) con los importes pendientes de títulos de deuda de corporaciones no financieras nacionales brasileñas en mercados internacionales para antes y después de 2008. Antes de 2008, las correlaciones presentadas son bajas e incluso negativas para la inversión

neta (8,5%) mientras que para el período posterior a 2008 se aprecia que existe una relación importante con correlaciones del orden del 42,3% y el 32,3% para los créditos recibidos del exterior y la inversión neta respectivamente; ello indicaría que parte de la emisión va a financiar operaciones de las casas matrices.

#### Cuadro IV.7

Brasil: correlación entre emisiones de deuda en el mercado internacional de bonos por corporaciones no financieras brasileñas y pasivos en forma de inversión directa neta y créditos recibidos desde el exterior (acumulada en cuatro trimestres) desde filiales en el extranjero a casas matrices, antes y después de 2018

(En porcentajes)

	Antes de 2008	Después de 2008
Correlación créditos emisión de títulos de deuda internacional	4,3	42,3
Correlación inversión neta emisión de títulos de deuda internacional	-8,5	32,2

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI) (para datos sobre títulos de deuda internacional) y del Banco Central del Brasil (para inversión directa).

**Nota:** La inversión inversa neta corresponde a los créditos recibidos en el exterior menos las amortizaciones pagadas en el exterior.

## E. Los mecanismos de transmisión en el nuevo contexto financiero

Los cambios estructurales acaecidos en el sistema financiero y en particular en la intermediación financiera hacen necesario replantearse los mecanismos de transmisión macroeconómicos, que son especialmente relevantes para América Latina y el Caribe ya que se trata de una de las regiones que entre la década de 1990 y finales de los 2000 ha experimentado uno de los niveles de volatilidad más elevados de todas las regiones en desarrollo (Pérez Caldentey y Titelman, 2014).

Los altos niveles de volatilidad real de América Latina y el Caribe se explican por el predominio de la balanza de pagos, en un contexto de elevada apertura financiera y mayor complejidad en la propia estructura financiera<sup>15</sup>.

Estos mecanismos de transmisión llevan aparejada la interacción entre los sectores bancario, no bancario y corporativo no financiero. Debido a su complejidad, el mecanismo de transmisión debe examinarse desde la perspectiva de los distintos agentes que interactúan en los mercados financieros y el contexto en que lo hacen. Esto supone no solo integrar la perspectiva macroeconómica con el análisis microeconómico, sino también tener en cuenta la interacción entre los flujos y los acervos.

Con arreglo al análisis tradicional se examinaba el predominio de la balanza de pagos a través de las perturbaciones de la cuenta financiera y los ciclos. De esta manera se analizaron las principales crisis que han afectado a la región, entre ellas la crisis de la deuda (1981-1984), la crisis mexicana (1995), la crisis asiática (1997), la crisis argentina (2001-2002) y la crisis financiera mundial más reciente (2008-2009); todas ellas tuvieron su origen en cambios abruptos de la disponibilidad del financiamiento externo. Los análisis más recientes han vinculado las fluctuaciones de la actividad económica no solo a la disponibilidad de financiación externa, sino también a fluctuaciones de los precios de los productos básicos y por ende a la relación de intercambio.

Los análisis presentados en los capítulos de este *Estudio Económico* permiten mostrar de qué manera se han reforzado los mecanismos tradicionales de transmisión prevalecientes antes de la crisis global financiera y cuáles son los nuevos elementos que introducen los cambios estructurales en el sistema financiero.

Al igual que en el período previo a la crisis, las variaciones en las tasas de interés internacionales y en el tipo de cambio inciden de manera importante en los flujos

<sup>15</sup> El predominio de la balanza de pagos se define como un sistema macroeconómico en que la dinámica macroeconómica de corto plazo está determinada esencialmente por las perturbaciones externas desde el punto de vista financiero y de la relación de intercambio, sean positivas o negativas (Ocampo, 2011).

financieros. En un contexto en el cual la industria de la gestión de activos y el mercado de bonos han asumido una importancia central en la intermediación financiera, ambas variables no solo repercuten en el flujo de préstamos bancarios sino que también tienen un efecto en la disponibilidad de financiamiento a través del mercado de capitales. Es así que un aumento en las tasas de interés internacionales o una depreciación cambiaria (una disminución en la curva de rendimiento de la estructura de tasas de interés internacionales o un aumento en la pendiente de la curva de rendimientos expresada en moneda local) restringe el financiamiento a través del mercado bancario y del mercado de capitales.

A este mecanismo de transmisión hay que añadir el grado de apalancamiento en moneda extranjera por parte del sector corporativo no financiero y de qué manera este factor incide en las decisiones de inversión de dicho sector.

La evidencia muestra que en una situación en la cual las empresas están excesivamente apalancadas, estas restringen su inversión y aumentan sus tenencias de efectivo para protegerse ante posibles situaciones de falta de liquidez e insolvencia. Este resultado es particularmente relevante para las empresas emisoras en el mercado internacional de bonos, ya que más del 50% de estas empresas tienen un apalancamiento de más de 0,80 y representan una gran parte del total de activos e inversiones.

Los resultados de una estimación econométrica que relaciona la inversión en activos tangibles con el flujo de caja para nivel de apalancamiento para 270 empresas de seis países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) para el período 2010-2016 muestra que cuando el apalancamiento supera el umbral de 0,77, un aumento del 1% en el flujo de caja sobre activos se asocia con una disminución en la inversión de 0,25% a 0,24%. Utilizando la tasa de crecimiento de activos tangibles, la ecuación estimada muestra que cuando el apalancamiento excede el umbral de 0,77, un aumento del 1% en el flujo de caja sobre activos se asocia con una disminución en la tasa de crecimiento de los activos tangibles del 0,75% (Pérez Caldentey, Favreau-Negront y Mendez, 2019).

Es probable asimismo que los umbrales de apalancamiento por encima del cual las empresas optan por no invertir no se mantengan constantes en el tiempo y tiendan a disminuir en períodos de incertidumbre, reducción de las expectativas y bajo crecimiento. Esta situación puede dar lugar a un ciclo caracterizado por bajos niveles de inversión y de crecimiento, así como a elevados niveles de deuda. A su vez, esas condiciones pueden transformarse en una grave restricción al financiamiento si los gestores de activos deciden reducir sus posiciones en los bonos del sector corporativo no financiero en los mercados internacionales.

Esas condiciones pueden verse agravadas en función del papel que desempeñe el sector corporativo no financiero en la intermediación financiera a través de la emisión de deuda corporativa por parte de filiales residentes en el extranjero. Si ese papel es importante, la deuda en moneda extranjera efectiva puede ser mayor que la que se declara de acuerdo a criterios de residencia, lo cual agrava la situación de fragilidad financiera de la empresa, a la vez que se restringe el financiamiento. Si los ingresos derivados de la emisión de deuda se canalizan al sistema financiero y forman parte de la liquidez de una economía, esta podría verse restringida.

## **F. Ampliar la caja de herramientas a fin de evaluar la vulnerabilidad macroeconómica y concebir una política macroprudencial**

Con el fin de evaluar el impacto del tipo de mecanismo de transmisión descrito en la sección anterior se requiere por una parte profundizar en los distintos componentes de las magnitudes agregadas tales como la balanza de pagos, las hojas de balance de los agentes y su forma de operar.

Como se señaló en el capítulo III, el indicador tradicional para medir el desempeño externo, a saber la cuenta corriente, puede no ser un indicador idóneo para evaluar la vulnerabilidad externa de una economía. Una cuenta corriente equilibrada puede ser a la vez un indicador de estabilidad o de inestabilidad externa. Para tener una idea más precisa acerca de los desequilibrios externos, es preciso analizar los flujos brutos más que los flujos netos.

De la misma manera, la posición internacional de inversión neta tampoco sirve de indicador adecuado que refleje la fragilidad externa de una economía. La evidencia disponible correspondiente al período 1990-2000 muestra que la posición internacional neta de una economía era un reflejo adecuado de las posiciones acreedoras y deudoras, y por lo tanto de la fortaleza de una economía hasta la crisis financiera mundial. A partir de dicha crisis resulta difícil determinar si una economía tiene una posición acreedora o deudora en base solo a ese indicador.

También tal como se indicó en CEPAL (2018, caps. II y III) para evaluar la vulnerabilidad de una economía es preciso analizar las posiciones financieras de los agentes, es decir el estado de sus hojas de balance. Esto reviste particular importancia en el caso del sector corporativo no financiero, ya que tal como se mostró en CEPAL (2018), el gasto en inversión está altamente concentrado en un pequeño grupo de grandes empresas.

Esto implica no solo evaluar los indicadores de las empresas del sector público no financiero sino también las pertenecientes al sector privado. En el caso del sector público es importante incorporar en las estimaciones del déficit fiscal a las empresas del sector público y referirse al sector público no financiero y no meramente al gobierno central.

En el caso del sector no financiero privado, es importante concebir una metodología para evaluar la sostenibilidad de la deuda. Si bien existen metodologías y criterios para analizar la sustentabilidad de la deuda pública, no hay criterios o metodologías análogas para el sector privado. En CEPAL (2018) se propusieron, como una primera etapa, tres tipos de indicadores referentes a la solvencia, la liquidez y la rentabilidad.

También se puede pensar en clasificar a las empresas del sector corporativo no financiero según sus estructuras financieras. Siguiendo a Minsky (1986), existen tres estructuras financieras: cubiertas (*hedged*), especulativas y Ponzi. Si los flujos de ingresos realizados y previstos son suficientes para el pago de las obligaciones (pasivos) se trata de una situación de financiamiento cubierta. Si los flujos de ingresos realizados y previstos no bastan para el pago de las obligaciones (pasivos), la única manera de enfrentar la situación es refinanciar la deuda o incrementarla. El refinanciamiento de deuda es una situación que Minsky considera de carácter especulativo. El aumento de la deuda para pagar la deuda es una situación de financiamiento que Minsky denomina Ponzi<sup>16</sup>.

Ese análisis debería preceder cualquier iniciativa de diseño de la política macroprudencial, sobre todo para los países en desarrollo como los de América latina y el Caribe.

<sup>16</sup> Existen pocos estudios que propongan un criterio medible y un umbral para distinguir entre las posiciones financiera cobertura, especulativa y Ponzi. Entre ellos cabe citar los siguientes: Tymoigne (2010), Mulligan (2013), Nishi (2016), Davis, De Souza y Hernandez (2017), Torres Filho, Martins y Miaguti (2017). En este trabajo se computan los criterios del trabajo de Mulligan (2013) y Torres Filho, Martins and Miaguti, que son el primer y el último estudio que fijan criterios para evaluar la posición financiera de una unidad económica. El criterio propuesto por Torres Filho, Martins y Miaguti (2017) para obtener la clasificación minskyana es el índice de fragilidad financiera (FFI), que se define de la siguiente manera:

$$FFI = \frac{FO + STD}{EBITDA} \quad (8)$$

donde FO corresponde a las obligaciones financieras, las cuales fueron medidas mediante los gastos en intereses; STD corresponde al acervo de deuda de corto plazo sobre EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Luego, ese coeficiente determina las posiciones financieras de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} FFI \leq 1 & \Rightarrow \text{Cobertura} \\ \left\{ \begin{array}{l} FFI > 1 \\ FO > EBITDA \end{array} \right\} & \Rightarrow \text{Especulativa} \\ \left\{ \begin{array}{l} FFI > 1 \\ STD > EBITDA \end{array} \right\} & \Rightarrow \text{Ponzi} \end{aligned}$$



## Bibliografía

- Acharya, V. (2012), "The Dodd-Frank Act and Basel III: intentions, unintended consequences, and lessons for emerging markets"; *ADB Working Paper*, N° 392.
- Azar, J., M. Schmalz e I. Tecu (2018), "Anticompetitive effects of common ownership," *Journal of Finance*, vol. 73, N° 4.
- Banco Mundial (2019), World Development Indicators, Washington, D.C. [base de datos en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.
- BCBS (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea) (2019), *Sixteenth progress report on adoption of the Basel regulatory framework*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- (2013), *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- (2012), *Informe sobre los avances en la aplicación de Basilea III*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- (2011), *Basilea III: marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- (2009), *Strengthening the resilience of the banking sector*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2019), "Debt securities statistics" [en línea] [http://www.bis.org/statistics/secstats\\_to1509.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats_to1509.htm).
- CEF (Consejo de Estabilidad Financiera) (2019), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*, Basilea.
- (2018), "2018 list of global systemically important banks (G-SIBs)", 16 de noviembre [en línea] <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161118-1.pdf>.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2018), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2018* (LC/PUB.2018/17-P), Santiago.
- (2012), "Regulación financiera y política macroprudencial", presentación realizada en la Segunda Reunión de Estabilidad Financiera, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), Bogotá, 25 y 26 de octubre.
- Clement, P. (2010), "The term «macroprudencia»: origins and evolution," *BIS Quarterly Review*, marzo.
- Davis, L., J. de Souza y G. Hernandez (2017), "An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy," *Economics Department Working Paper Series*, N° 224, Amherst, Universidad de Massachusetts Amherst.
- Delgado, F. y M. Meza (2011), "Developments in financial supervision and the use of macroprudential measures in Central America," *IMF Working Paper*, N° 11/299, diciembre.
- Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (2017), *A Financial System that Creates Economic Opportunities: Asset Management and Insurance*, Washington, D.C.
- Elliott, D. (2010), "A primer on bank capital", 28 de enero, Brookings Institution [en línea] [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/0129\\_capital\\_primer\\_elliott.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/0129_capital_primer_elliott.pdf).
- Epstein, G. (2019), "The asset management industry", inédito.
- Fages, R. y otros (2018), *Global Asset Management 2018: The Digital Metamorphosis*, Boston, The Boston Consulting Group.
- Fazzari, S., R. Hubbard, y B. Petersen (1988), "Financing constraints and corporate investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2010), "Caluroso en el Sur, más frío en el Norte," *Perspectivas Económicas: Las Américas*, Washington, D.C., octubre.
- Galati, G. y R. Moessner (2011), "Macroprudential policy – a literature review," *BIS Working Papers*, N° 337, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), febrero.
- Greenspan, A. (2008), "Testimony of Dr. Alan Greenspan. Committee of Government Oversight and Reform", 23 de octubre [en línea] <https://oversight.house.gov/sites/democrats.oversight.house.gov/files/migrated/20081023100438.pdf>.
- Kaufman, G. y K. Scott (2003), "What is systemic risk, and do bank regulators retard or contribute to it?," *The Independent Review*, vol. 7, N° 3.
- KPMG International (2018), "End of the post-financial crisis consensus?," *Evolving Asset Management Regulation Report* [en línea] <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2018/05/an-end-to-post-financial-crisis-consensus.pdf>.

- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- (1982), *Can "It" Happen Again?: Essays on Stability and Finance*, Nueva York, M.E. Sharpe.
- Mulligan, R. (2013), "A sectoral analysis of the financial instability hypothesis," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 53, N° 4.
- Nishi, H. (2016), "An empirical contribution to Minsky's financial fragility: evidence from non-financial sectors in Japan," *Discussion Paper*, N° E-16-007, Kyoto, Universidad de Kyoto.
- Ocampo, J. (2011), "Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva," *Revista CEPAL*, N° 104 (LC/G. 2498-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Pérez Caldentey, E. y M. Cruz (2012), "La regulación financiera y la política macroprudencial," inédito.
- Pérez Caldentey, E. y D. Titelman (2014), "Macroeconomics for development in Latin America and the Caribbean", *International Journal of Political Economy*, vol. 43, N° 1.
- Pérez Caldentey, E., N. Favreau y L. Méndez (2019), "Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications," *Journal of Post Keynesian Economics* [en línea] <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/01603477.2019.1616563>.
- Pollin, R. (2012), "Building a sustainable full employment economy," *Back to Full Employment*, Cambridge, MIT Press.
- PwC (2011), "Risk & capital management under Basel III," Londres, 15 de febrero [en línea] [https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/pdf/workshop\\_session\\_2.pdf](https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/pdf/workshop_session_2.pdf).
- Shin, H. (2010a), "Financial intermediation and the post-crisis financial system," *BIS Working Papers*, N° 304, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- (2010b), *Risk and Liquidity*, Oxford, Oxford University Press.
- Sironi, A. (2018), "The evolution of banking regulation since the financial crisis: a critical assessment," *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*, N° 2018-103, Milán, Centre for Applied Research on International Markets, Money Banking and Regulation (Baffi Carefin).
- Tarullo, D. (2009), "Financial regulation in the wake of the crisis," presentación realizada en el Petersen Institute for International Economics (PIIE), Washington, D.C., 8 de junio.
- Torres Filho, E., N. Martins y C. Miaguti (2017), "Minsky's financial fragility: an empirical analysis of electricity distribution companies in Brazil (2007–15)," *Working Paper*, N° 896, Nueva York, Levy Economics Institute of Bard College.
- Tymoigne, E. (2010), "Detecting Ponzi finance: an evolutionary approach to the measure of financial fragility," *Working Paper*, N° 605, Nueva York, Levy Economics Institute of Bard College.
- Willis Towers Watson (2018), *Asset Manager Update*, Reigate, marzo.

## Anexo IV.A1

### Taxonomía para el análisis del ciclo financiero<sup>17</sup>

El análisis contable de los balances de las instituciones financieras puede servir de punto de partida para la construcción de un marco o taxonomía de la política macroprudencial para economías abiertas y en desarrollo. Con este fin el cuadro IV.A1.1 muestra los componentes del activo y pasivo de un banco comercial representativo. A este banco se le denomina banco  $i$ .

El activo incluye por un lado los préstamos para uso final, lo que incluye hogares, empresas y gobierno ( $P_i$ ). Por otro lado, comprende los préstamos del banco  $i$  a otras instituciones financieras (por ejemplo,  $P_{ij}$  donde  $j$  hace referencia a otras instituciones financieras). A su vez, los préstamos del banco  $i$  a otras instituciones financieras ( $P_{ij}$ ) son iguales al valor de los pasivos del banco  $j$  en posesión del banco  $i$  ( $D_{ji}$ ) y a la participación de los pasivos del banco  $j$  en el total de los pasivos de otras instituciones financieras en posesión del banco  $j$  ( $\pi_{ji}$ ).

Por su parte, el pasivo incluye la deuda en poder del banco procedente de instituciones bancarias y no bancarias ( $D_i$ ). El pasivo también incluye el capital/patrimonio ( $E_i$ ).

Activos	Pasivos
<b>Préstamos para uso final (<math>P_i</math>)</b>	<b>Deuda (<math>D_i</math>)</b>
– Hogares	– Agentes/instituciones no bancarias.
– Empresas	– Instituciones bancarias
– Gobierno	
<b>Préstamos intermedios (<math>P_{ij}</math>)</b>	<b>Capital/Patrimonio (Equity) (<math>E_i</math>)</b>
– Préstamos entre instituciones bancarias	

**Cuadro IV.A1.1**  
Balance de una institución financiera representativa

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de H. Shin, "Financial intermediation and the post-crisis financial system", *BIS Working Papers*, N° 304, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo de 2010; CEPAL, "Regulación financiera y política macroprudencial", presentación efectuada en la Segunda Reunión de Estabilidad Financiera, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), Bogotá, 25 y 26 de octubre de 2012, y E. Pérez Caldentey y M. Cruz, "La regulación financiera y la política macroprudencial", 2012, inédito.

Por definición, el activo es igual al pasivo o, lo que es lo mismo, los préstamos para uso final más los préstamos a otras instituciones financieras son iguales a la suma de la deuda y del patrimonio. Es decir,

$$\text{Activo} = \text{Pasivo} \Leftrightarrow P_i + P_{ij} = D_i + E_i \Leftrightarrow P_i + D_{ji}\pi_{ji} = D_i + E_i \quad (1)$$

$$\text{Donde, } D_{ji}\pi_{ji} = P_{ij}$$

Despejando los préstamos  $P_i$  en función del resto de los componentes de la identidad (1) se obtiene:

$$P_i = D_i - D_{ji}\pi_{ji} + E_i \quad (2)$$

Tomando la sumatoria de (2) se permite generalizar la identidad (2) al conjunto del sistema financiero,

$$\sum_{i=0}^t P_i = \sum_{i=0}^t D_i - \sum_{i=0}^t D_{ji}\pi_{ji} + \sum_{i=0}^t E_i \Leftrightarrow P = D(1 - \Pi) + E \quad (3)$$

<sup>17</sup> Véase Shin (2010a y 2010b).

Según (3), los préstamos del sistema bancario ( $P$ ) son una función de la deuda ( $D$ ), el capital ( $E$ ) y el financiamiento del sistema bancario, ya sea de intermediarios financieros no bancarios o de fuentes externas ( $1-\Pi$ ).

A su vez, la deuda ( $D$ ) puede expresarse como la diferencia entre el activo menos el patrimonio (capital),

$$\begin{aligned} Deuda &= Activo - Capital \Leftrightarrow Deuda = \left( \frac{Activo}{Capital} - 1 \right) * Capital & (4) \\ \Leftrightarrow D &= \left( \frac{A}{E} - 1 \right) * E \end{aligned}$$

Donde  $\left(\frac{A}{E}\right)$  es el apalancamiento ( $\lambda$ ),

Reemplazando (4) en (3) se obtiene,

$$P = D (1 - \Pi) + E \Leftrightarrow P = (\lambda - 1) * E * (1 - \Pi) + E \quad (5)$$

De acuerdo a (5), los préstamos del sistema bancario ( $P$ ) son una función del apalancamiento ( $\lambda$ ), del capital ( $E$ ) el financiamiento del sistema bancario ya sea de intermediarios financieros no bancarios o de fuentes externas ( $1-\Pi$ ).

A su vez, este último componente puede dividirse entre el financiamiento de fuentes no bancarias procedente de los residentes y el financiamiento de fuentes no bancarias procedente desde el exterior. Formalmente,

$$(1 - \Pi) = (\alpha_1 + \alpha_2)(1 - \Pi) \quad (6)$$

Donde,

$\alpha_1$ = ponderación de financiamiento de fuentes no bancarias residentes,

$\alpha_2$ = ponderación de financiamiento de fuentes no bancarias no residentes, y

$0 < \alpha_1, \alpha_2 < 1$  y  $\alpha_1 + \alpha_2 = 1$

Este marco conceptual permite articular un marco regulatorio macroprudencial alrededor de cuatro ejes: i) la dinámica del crédito; ii) el apalancamiento; iii) la interconectividad (financiamiento externo al sistema bancario en su conjunto); y iv) el capital. Esto se indica de manera más explícita en la identidad (7).

$$P \equiv (\lambda - 1)^* (1 - \Pi)^* E + E \quad (7)$$

Dinámica del crédito (por ejemplo, préstamos de la banca)
Apalancamiento
Financiamiento externo al sistema bancario en su conjunto (de residentes y no residentes).
Capital

## Anexo IV.A2

### Instrumentos de la industria de gestión de activos

Entre los instrumentos utilizados por la industria de la gestión de activos cabe mencionar los siguientes: i) las sociedades de inversión; ii) los fondos mutuos; iii) los fondos de capital cerrado; iv) los fondos cotizados de inversión; y v) los fondos privados. Por su parte, los agentes de la industria de la gestión de activos comprenden a: i) los asesores de inversión; ii) los operadores de fondos; y iii) los operadores de fondo común.

Las sociedades de inversión (también conocidas como “fondos de inversión”) son un vehículo de inversión colectiva cuyas actividades principales son la inversión, la reinversión o el intercambio de valores como acciones, bonos e instrumentos del mercado de dinero. Se encuentran sujetas a una supervisión regulatoria adicional. Las empresas de inversión registradas son empresas de inversión inscritas en la comisión nacional del mercado de valores respectiva y que están sujetas a una supervisión regulatoria adicional.

Los fondos mutuos son la forma más común de sociedad de inversión registrada. Un fondo mutuo ofrece un valor reembolsable, es decir, un inversionista puede comprar y vender sus participaciones en el fondo a un valor de liquidación que se fija cada día en función del valor de mercado del activo del fondo.

Los fondos de capital cerrado suelen captar capital en una única oferta pública inicial y los inversionistas compran y venden las acciones del fondo en el mercado secundario a precios de mercado, que pueden diferir del valor de liquidación del fondo.

Los fondos de inversión cotizados son un tipo particular de sociedad de inversión registrada. Los fondos cotizados establecen relaciones contractuales con participantes autorizados, por lo general grandes corredores de bolsa, a los que se les permite comprar y canjear sus participaciones directamente desde el fondo cotizado. Todos los demás inversionistas compran acciones de los fondos cotizados a precios de mercado que pueden diferir del valor de liquidación de los activos netos de los fondos cotizados.

Los fondos privados son consorcios de inversión colectiva que no están obligados a registrarse como sociedades de inversión en la Comisión Nacional de Mercado de Valores. Por lo general, están limitados en cuanto al número de inversionistas autorizados que tienen requisitos específicos. Los fondos de cobertura, los fondos de capital de riesgo y los fondos de capital privado son tipos de fondos privados.

Los asesores de inversión proporcionan asesoramiento en materia de inversión y gestionan las carteras de las sociedades de inversión y fondos privados. Algunos ofrecen asesoramiento de inversión a clientes individuales. Un asesor de inversiones registrado es un asesor de inversiones inscrito en la Comisión Nacional de Mercado de Valores o en un regulador de valores afín.

Un operador de un fondo común de bienes tangibles es una persona u organización que opera un fondo común de valores ligados con materias primas y productos básicos. Un consorcio de bienes tangibles es una empresa en la que los fondos aportados por varias personas se combinan con el fin de invertir en contratos de futuros u opciones de futuros, contratos de divisas fuera de la bolsa o permutas financieras.





## Anexo estadístico

---





**Cuadro A.1**  
América Latina y el Caribe: principales indicadores económicos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>Tasas anuales de variación</b>									
Producto interno bruto total <sup>b</sup>	6,2	4,5	2,8	2,9	1,2	-0,2	-1,0	1,1	0,9
Producto interno bruto por habitante <sup>b</sup>	4,9	3,3	1,6	1,7	0,1	-1,2	-2,1	0,1	-0,1
Precios al consumidor <sup>c</sup>	5,4	5,8	4,9	5,0	6,3	7,9	7,3	5,7	7,0
<b>Porcentajes</b>									
Desempleo urbano abierto	8,4	7,7	7,2	7,1	6,9	7,3	8,9	9,3	9,3
Deuda externa bruta total/PIB <sup>d e</sup>	23,9	23,0	25,4	27,3	30,5	35,1	38,0	37,1	40,0
Deuda externa bruta total/exportaciones de bienes y servicios <sup>d e</sup>	118,7	108,3	117,5	128,2	145,0	169,0	180,3	172,1	167,4
<b>Millones de dólares</b>									
<b>Balanza de pagos</b>									
Balanza de cuenta corriente	-100 143	-113 851	-147 193	-170 603	-183 337	-170 252	-99 620	-79 816	-97 035
Exportaciones FOB	892 266	1 107 530	1 128 505	1 119 395	1 087 836	927 584	896 464	995 188	1 078 477
Importaciones FOB	847 298	1 041 619	1 087 409	1 116 699	1 104 564	981 385	893 929	961 256	1 058 829
Balanza de servicios	-52 123	-69 191	-75 072	-79 801	-77 210	-54 452	-44 625	-45 575	-49 081
Balanza de renta	-155 851	-175 174	-176 863	-157 826	-156 859	-131 227	-132 990	-149 497	-156 229
Balanza de transferencias corrientes	62 863	64 603	63 646	64 329	67 567	69 319	75 586	81 391	88 655
<b>Balanzas de capital y financiera<sup>f</sup></b>									
Inversión extranjera directa neta	107 793	148 917	159 394	150 548	136 904	131 477	124 257	121 432	143 157
Otros movimientos de capital	78 147	71 072	44 651	35 813	83 802	11 004	-5 081	-22 687	-60 589
<b>Balanza global</b>									
Variación en activos de reserva <sup>g</sup>	-87 214	-106 407	-57 943	-16 179	-37 750	27 071	-19 260	-19 473	-14 246
Otro financiamiento	1 418	254	1 081	422	467	746	-136	583	28 615
Transferencia neta de recursos	31 506	45 069	28 263	28 957	64 314	12 000	-13 950	-50 169	-45 047
Reservas internacionales brutas	656 118	771 019	834 207	829 112	857 144	811 729	830 956	859 366	867 143
<b>Porcentajes del PIB</b>									
<b>Sector fiscal<sup>h</sup></b>									
Resultado global	-2,0	-1,7	-2,1	-2,6	-2,9	-3,1	-3,2	-3,1	-2,9
Resultado primario	-0,3	0,1	-0,3	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-0,4
Ingreso total	18,1	18,2	18,4	18,5	18,3	18,2	18,2	18,1	18,2
Ingresos tributarios	14,4	14,8	15,1	15,3	15,4	15,5	15,5	15,4	15,6
Gasto total	20,1	19,9	20,5	21,1	21,2	21,3	21,4	21,2	21,1
Gastos de capital	3,9	3,9	4,1	4,2	4,1	3,8	3,8	3,6	3,2
<b>Deuda pública del gobierno central<sup>e</sup></b>									
Deuda pública del sector público no financiero <sup>e</sup>	30,3	29,7	30,9	32,3	33,9	36,5	38,1	39,5	42,5
Deuda pública del sector público no financiero <sup>e</sup>	32,9	32,0	33,3	34,7	36,5	39,2	41,4	42,7	45,7

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

<sup>a</sup> Cifras preliminares.

<sup>b</sup> Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

<sup>c</sup> Promedio ponderado, no incluye Venezuela (República Bolivariana de).

<sup>d</sup> Estimaciones sobre la base de cifras en dólares a precios corrientes.

<sup>e</sup> Promedios simples de 19 países (no incluye Cuba).

<sup>f</sup> Incluye errores y omisiones.

<sup>g</sup> El signo menos (-) indica aumento de los activos de reserva.

<sup>h</sup> Gobierno central. Promedios simples de 16 países. No se incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba, Haití y Venezuela (República Bolivariana de).

**Cuadro A.2**

América Latina y el Caribe: producto interno bruto en tasas anuales de variación

(A precios constantes)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>América Latina y el Caribe<sup>b</sup></b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
<b>América Latina</b>	<b>6,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
Argentina	10,1	6,0	-1,0	2,4	-2,5	2,7	-2,1	2,7	-2,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4,1	5,2	5,1	6,8	5,5	4,9	4,3	4,2	4,2
Brasil	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,3	1,1	1,1
Chile	5,8	6,1	5,3	4,0	1,8	2,3	1,7	1,3	4,0
Colombia	4,3	7,4	3,9	4,6	4,7	3,0	2,1	1,4	2,6
Costa Rica	5,0	4,3	4,8	2,3	3,5	3,6	4,2	3,4	2,7
Cuba	2,4	2,8	3,0	2,8	1,0	4,4	0,5	1,8	1,1
Ecuador	3,5	7,9	5,6	4,9	3,8	0,1	-1,2	2,4	1,4
El Salvador	2,1	3,8	2,8	2,2	1,7	2,4	2,5	2,3	2,5
Guatemala	2,9	4,2	3,0	3,7	4,2	4,1	3,1	2,8	3,1
Haití	-5,5	5,5	2,9	4,2	2,8	1,2	1,5	1,2	1,5
Honduras	3,7	3,8	4,1	2,8	3,1	3,8	3,9	4,8	3,7
México	5,1	3,7	3,6	1,4	2,8	3,3	2,9	2,1	2,0
Nicaragua	4,4	6,3	6,5	4,9	4,8	4,8	4,6	4,7	-3,8
Panamá	5,8	11,3	9,8	6,9	5,1	5,7	5,0	5,3	3,7
Paraguay	11,1	4,2	-0,5	8,4	4,9	3,1	4,3	5,0	3,7
Perú	8,3	6,3	6,1	5,9	2,4	3,3	4,0	2,5	4,0
República Dominicana	8,3	3,1	2,7	4,9	7,6	7,0	6,6	4,6	7,0
Uruguay	7,8	5,2	3,5	4,6	3,2	0,4	1,7	2,6	1,6
Venezuela (República Bolivariana de)	-1,5	4,2	5,6	1,3	-3,9	-6,2	-17,0	-15,7	...
<b>El Caribe</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>
Antigua y Barbuda	-7,8	-2,0	3,4	-0,6	3,8	3,8	5,5	3,2	7,4
Bahamas	1,5	0,6	0,0	-3,0	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6
Barbados	-2,2	-0,8	-0,1	-1,4	-0,2	2,2	2,3	-0,2	-0,6
Belice	3,4	2,2	2,9	0,9	3,7	3,4	-0,6	1,4	3,0
Dominica	0,7	-0,2	-1,1	-1,0	4,5	-2,7	2,8	-8,8	4,0
Granada	-0,5	0,8	-1,2	2,4	7,3	6,5	3,7	4,4	4,1
Guyana	4,1	5,2	5,3	5,0	3,9	3,1	3,4	2,2	4,1
Jamaica	-1,5	1,7	-0,6	0,5	0,7	0,9	1,4	1,0	1,7
Saint Kitts y Nevis	1,5	3,2	-4,4	6,4	7,2	1,6	1,8	0,9	2,4
San Vicente y las Granadinas	-3,4	-0,4	1,4	1,8	1,2	1,3	1,9	1,0	2,2
Santa Lucía	0,3	4,1	-0,3	-2,0	0,0	0,3	3,9	3,3	1,5
Suriname	5,1	5,3	3,3	2,9	0,3	-3,4	-5,6	1,7	1,9
Trinidad y Tabago	3,3	-0,3	1,3	2,0	-1,0	1,8	-6,5	-1,9	1,9

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Cifras preliminares.<sup>b</sup> Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

**Cuadro A.3**

América Latina y el Caribe: producto interno bruto por habitante

*(Tasas anuales de variación)*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>América Latina y el Caribe<sup>b</sup></b>	<b>4,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>América Latina</b>	<b>5,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>
Argentina	9,0	4,9	-2,1	1,3	-3,5	1,7	-3,0	1,7	-3,4
Bolivia (Estado Plurinacional de)	2,4	3,5	3,4	5,1	3,8	3,2	2,7	2,6	2,7
Brasil	6,4	2,9	0,9	2,0	-0,4	-4,4	-4,1	0,3	0,3
Chile	4,8	5,1	4,3	3,1	0,9	1,4	0,8	0,5	3,2
Colombia	3,2	6,2	2,8	3,5	3,7	2,0	1,2	0,5	1,8
Costa Rica	3,6	3,0	3,6	1,1	2,4	2,6	3,2	2,4	1,8
Cuba	2,3	2,7	2,8	2,6	0,9	4,3	0,5	1,6	1,2
Ecuador	1,8	6,2	4,0	3,3	2,2	-1,4	-2,7	0,9	0,0
El Salvador	1,7	3,4	2,4	1,8	1,3	2,0	2,1	1,9	2,1
Guatemala	0,6	1,9	0,8	1,5	2,1	2,1	1,1	0,9	1,3
Haití	-6,9	4,0	1,4	2,8	1,4	-0,1	0,1	-0,1	0,3
Honduras	1,8	2,0	2,3	1,1	1,4	2,2	2,4	3,3	2,3
México	3,5	2,2	2,2	0,0	1,4	1,9	1,6	0,8	0,7
Nicaragua	3,1	5,0	5,2	3,7	3,6	3,6	3,4	3,6	-4,8
Panamá	4,0	9,5	8,0	5,2	3,4	4,1	3,3	3,7	2,2
Paraguay	9,7	2,8	-1,9	7,0	3,5	1,8	3,0	3,7	2,5
Perú	7,0	4,9	4,7	4,4	1,0	1,9	2,7	1,3	2,8
República Dominicana	6,9	1,8	1,4	3,6	6,3	5,8	5,4	3,4	5,9
Uruguay	7,5	4,8	3,2	4,3	2,9	0,0	1,3	2,2	1,2
Venezuela (República Bolivariana de)	-2,9	2,7	4,2	0,0	-5,1	-7,4	-18,1	-16,7	...
<b>El Caribe</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,4</b>
Antigua y Barbuda	-9,0	-3,1	2,3	-1,7	2,7	2,7	4,5	2,2	6,4
Bahamas	-0,1	-1,0	1,6	-4,3	-0,6	-0,6	-0,7	-1,0	0,6
Barbados	-2,6	-1,2	-0,5	-1,7	-0,5	1,9	2,0	-0,5	-0,8
Belice	0,9	-0,2	0,7	-1,4	1,5	1,3	-2,7	-0,7	1,0
Dominica	0,4	-0,6	-1,5	-1,5	4,0	-3,2	2,3	-9,3	3,5
Granada	-0,9	0,4	-1,5	1,9	6,9	6,1	3,3	3,9	3,6
Guyana	4,0	4,8	4,7	4,3	3,2	2,4	2,7	1,6	3,5
Jamaica	-1,9	1,3	-1,0	0,1	0,3	0,6	1,0	0,7	1,4
Saint Kitts y Nevis	0,4	2,1	-5,5	5,3	6,1	0,6	0,8	-0,1	1,5
San Vicente y las Granadinas	-3,4	-0,4	1,4	1,8	1,2	1,2	1,7	0,8	1,9
Santa Lucía	-0,6	3,4	-0,9	-2,5	-0,4	-0,2	3,4	2,8	1,0
Suriname	4,0	4,3	2,3	1,9	-0,7	-4,3	-6,4	0,8	1,0
Trinidad y Tabago	2,8	-0,8	0,8	1,5	-1,4	1,4	-6,8	-2,2	1,6

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Cifras preliminares.<sup>b</sup> Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

**Cuadro A.4**

América Latina y el Caribe: producto interno bruto en tasas interanuales de variación<sup>a</sup>  
(A precios constantes)

	2017				2018				2019
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1
Argentina	0,3	2,1	3,8	4,5	4,1	-3,8	-3,7	-6,1	-5,8
Belice	1,3	0,6	0,0	3,9	1,3	6,2	3,3	1,3	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	3,3	3,8	4,3	5,2	4,9	4,8	4,0	3,3	...
Brasil	0,1	0,6	1,4	2,2	1,2	0,9	1,3	1,1	0,5
Chile	-0,4	0,4	2,0	3,0	4,7	5,3	2,6	3,6	1,6
Colombia	1,2	1,3	1,6	1,3	2,0	2,9	2,6	2,7	2,8
Costa Rica	3,7	3,7	2,8	3,4	3,0	3,8	2,5	1,4	...
Ecuador	1,7	2,1	2,9	2,8	1,8	1,4	1,5	0,8	...
El Salvador	3,6	0,8	2,1	2,8	2,9	2,9	2,2	2,2	...
Guatemala	3,2	2,2	2,7	2,9	1,8	3,6	3,6	3,5	...
Honduras	5,7	3,6	5,6	4,3	3,0	4,0	3,4	4,5	...
Jamaica <sup>b</sup>	0,3	0,1	1,0	1,2	1,4	2,2	1,9	2,0	...
México	3,5	1,9	1,5	1,5	1,2	2,6	2,5	1,7	1,2
Nicaragua	7,3	4,0	3,6	4,1	2,4	-5,2	-4,4	-7,7	...
Panamá	6,6	5,1	5,2	4,4	4,0	3,1	3,6	4,0	...
Paraguay	7,8	2,4	4,6	5,0	5,4	6,6	1,4	1,2	-2,7
Perú	2,2	2,5	2,9	2,4	3,2	5,5	2,4	4,8	2,3
República Dominicana	5,5	3,1	3,1	6,5	6,6	7,2	7,4	6,6	...
Trinidad y Tabago	-5,9	-3,5	2,7	-1,4	3,0	2,9	-1,9	...	...
Uruguay	4,3	2,7	1,9	1,6	2,0	2,2	1,8	0,6	...
Venezuela (República Bolivariana de)	-12,2	-15,6	-15,8	-18,9	-18,1	-17,6	-22,5	...	...

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

<sup>a</sup> Sobre la base de cifras en moneda nacional.

<sup>b</sup> Producto interno bruto medido a precios básicos.

**Cuadro A.5**

América Latina y el Caribe: formación bruta de capital fijo<sup>a</sup>  
(En porcentajes del producto interno bruto)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>b</sup>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>19,4</b>	<b>20,5</b>	<b>21,4</b>	<b>21,5</b>	<b>21,5</b>	<b>20,8</b>	<b>19,8</b>	<b>18,6</b>	<b>18,2</b>	<b>18,7</b>
Argentina	14,5	16,6	18,4	17,3	17,3	16,5	16,7	16,0	17,5	16,9
Bahamas	26,4	26,2	27,6	30,1	27,6	30,8	24,9	25,4	28,0	24,9
Belice	20,1	15,3	14,8	14,3	17,7	18,0	21,7	23,4	20,3	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	16,1	16,6	19,5	19,0	19,9	20,7	20,7	20,6	22,1	21,9
Brasil	18,7	20,5	21,1	20,9	21,4	20,4	18,2	16,6	16,0	16,5
Chile	20,2	21,6	23,6	24,9	24,8	23,1	22,6	21,9	21,0	21,2
Colombia	20,3	21,1	23,4	23,3	23,6	25,2	24,2	23,7	22,6	22,8
Costa Rica	19,8	19,7	19,5	20,4	19,9	19,8	19,7	19,8	18,6	18,4
Ecuador	23,1	24,6	26,1	27,3	28,7	28,3	26,5	24,5	25,2	25,4
El Salvador	16,9	14,8	15,7	15,7	16,3	14,5	15,4	15,6	15,7	16,3
Guatemala	15,6	14,8	15,2	15,3	15,0	15,0	15,3	15,2	15,3	15,3
Honduras	22,1	21,6	24,3	24,2	23,1	22,5	24,4	...	...	...
México	21,7	21,6	22,5	22,7	21,7	21,7	22,1	21,7	20,9	20,6
Nicaragua	20,6	21,2	24,3	27,5	27,6	27,3	30,4	29,5	28,0	23,4
Paraguay	18,6	21,3	21,0	19,3	19,2	19,6	18,7	18,3	18,4	18,0
Perú	20,9	23,5	24,3	26,3	26,2	25,1	22,5	20,7	20,4	20,5
República Dominicana	23,3	25,2	23,9	23,1	21,5	22,5	25,3	26,4	25,4	26,9
Uruguay	17,7	19,1	19,4	22,1	22,0	21,8	19,7	19,1	15,7	15,0
Venezuela (República Bolivariana de)	19,6	18,7	18,7	21,9	19,6	17,0	14,4	9,5	6,2	...

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

<sup>a</sup> Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

<sup>b</sup> Cifras preliminares.

**Cuadro A.6**

América Latina y el Caribe: balanza de pagos

(En millones de dólares)

	Exportaciones de bienes FOB			Exportaciones de servicios			Importaciones de bienes FOB			Importaciones de servicios		
	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>896 464</b>	<b>995 188</b>	<b>1 078 477</b>	<b>155 262</b>	<b>165 418</b>	<b>160 324</b>	<b>893 929</b>	<b>961 256</b>	<b>1 058 829</b>	<b>199 887</b>	<b>210 993</b>	<b>209 405</b>
<b>América Latina</b>	<b>882 087</b>	<b>988 563</b>	<b>1 076 067</b>	<b>142 565</b>	<b>153 882</b>	<b>156 991</b>	<b>870 369</b>	<b>946 014</b>	<b>1 055 335</b>	<b>191 306</b>	<b>204 788</b>	<b>207 384</b>
Argentina	57 960	58 639	61 638	13 425	14 752	14 717	53 544	64 101	62 505	21 876	24 901	23 998
Bolivia (Estado Plurinacional de)	7 030	8 105	8 879	1 245	1 439	1 466	7 931	8 621	9 354	2 858	3 118	3 256
Brasil	184 453	217 243	239 034	33 300	34 478	34 023	139 416	153 215	185 447	63 747	68 329	67 974
Chile	60 718	68 859	75 452	9 526	10 195	10 273	55 855	61 500	70 783	12 840	13 590	14 269
Colombia	34 091	39 676	44 373	7 771	8 461	9 511	43 239	44 247	49 583	11 301	12 438	13 407
Costa Rica	10 100	10 808	11 477	8 537	8 704	9 092	14 526	15 150	15 871	3 427	3 704	3 847
Ecuador	17 425	19 618	22 123	2 140	2 191	2 540	15 858	19 307	22 386	3 194	3 294	3 249
El Salvador	4 322	4 667	4 735	2 549	2 557	2 798	8 976	9 512	10 671	1 741	1 824	1 997
Guatemala	10 581	11 100	11 079	2 784	2 854	2 805	15 767	17 110	18 366	3 026	3 267	3 480
Haití	995	992	1 078	607	566	571	3 183	3 618	4 556	1 014	1 072	1 060
Honduras	7 960	8 647	8 669	1 269	1 318	1 323	10 559	11 324	12 200	1 732	1 907	2 129
México	374 305	409 806	451 054	24 213	27 643	28 763	387 375	420 790	464 850	33 179	37 511	37 767
Nicaragua	3 772	4 143	4 169	1 394	1 558	1 343	6 292	6 549	5 802	1 000	1 029	929
Panamá	11 687	12 474	13 356	12 824	14 002	14 449	20 699	22 298	23 969	4 767	4 663	4 424
Paraguay	11 984	13 396	13 813	883	937	946	9 789	11 524	12 926	1 104	1 210	1 280
Perú	37 082	45 422	49 066	6 353	7 394	7 365	35 128	38 722	41 870	8 355	8 828	9 897
República Dominicana	9 840	10 135	10 908	8 309	8 857	9 284	17 399	17 734	20 209	3 370	3 307	3 399
Uruguay	10 379	10 804	11 488	4 156	5 016	4 925	8 463	8 668	9 123	3 336	3 517	3 732
Venezuela (República Bolivariana de)	27 403	34 030	33 677	1 281	959	798	16 370	12 023	14 866	9 440	7 280	7 289
<b>El Caribe</b>	<b>14 378</b>	<b>6 625</b>	<b>2 410</b>	<b>12 697</b>	<b>11 536</b>	<b>3 333</b>	<b>23 560</b>	<b>15 242</b>	<b>3 495</b>	<b>8 581</b>	<b>6 205</b>	<b>2 022</b>
Antigua y Barbuda	85	208	87	951	931	971	443	554	501	468	437	456
Bahamas	444	570	...	2 930	2 839	...	2 594	3 108	...	1 702	1 866	...
Barbados	835	803	...	1 249	1 297	...	1 792	1 833	...	-161	-223	...
Belice	443	458	...	526	581	...	916	846	...	216	241	...
Dominica	26	22	21	255	212	103	188	174	200	126	134	110
Granada	38	35	38	555	549	578	315	370	399	238	231	242
Guyana	1 434	1 042	...	166	31	...	1 341	1 027	...	447	62	...
Jamaica	1 195	1 306	...	3 218	3 523	...	4 169	5 149	...	2 167	2 363	...
Saint Kitts y Nevis	51	25	23	467	503	560	308	310	329	206	223	233
San Vicente y las Granadinas	47	...	...	239	...	...	295	...	...	119	...	...
Santa Lucía	125	129	117	951	931	971	576	576	567	343	353	371
Suriname	1 440	2 028	2 124	166	139	151	1 202	1 293	1 498	500	518	610
Trinidad y Tabago	8 214	...	...	1 025	...	...	9 422	...	...	2 210	...	...

Cuadro A.6 (continuación)

	Balanza de bienes y servicios			Balanza de renta			Balanza de transferencias corrientes			Balanza de cuenta corriente		
	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>-42 216</b>	<b>-11 859</b>	<b>-29 460</b>	<b>-132 990</b>	<b>-149 497</b>	<b>-156 229</b>	<b>75 586</b>	<b>81 391</b>	<b>88 655</b>	<b>-99 620</b>	<b>-79 816</b>	<b>-97 035</b>
<b>América Latina</b>	<b>-37 023</b>	<b>-8 357</b>	<b>-29 660</b>	<b>-130 813</b>	<b>-147 477</b>	<b>-155 399</b>	<b>72 783</b>	<b>78 998</b>	<b>88 582</b>	<b>-95 053</b>	<b>-76 836</b>	<b>-96 477</b>
Argentina	-4 035	-15 611	-10 149	-12 192	-16 388	-18 629	1 123	401	1 300	-15 105	-31 598	-27 479
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-2 514	-2 195	-2 265	-621	-1 060	-975	1 228	1 385	1 251	-1 907	-1 871	-1 990
Brasil	14 590	30 178	19 636	-41 544	-40 045	-36 668	2 944	2 632	2 522	-24 009	-7 235	-14 510
Chile	1 550	3 965	673	-6 791	-11 379	-12 241	1 282	1 450	2 411	-3 960	-5 965	-9 157
Colombia	-12 678	-8 548	-9 106	-5 228	-8 405	-11 421	5 898	6 611	7 618	-12 008	-10 341	-12 908
Costa Rica	684	658	851	-2 452	-2 976	-3 193	510	503	464	-1 257	-1 815	-1 878
Ecuador	513	-792	-973	-1 843	-2 354	-2 794	2 654	2 665	2 409	1 324	-481	-1 358
El Salvador	-3 846	-4 111	-5 136	-1 246	-1 388	-1 472	4 542	5 034	5 366	-550	-465	-1 242
Guatemala	-5 428	-6 423	-7 962	-1 507	-1 363	-1 311	7 959	8 975	9 911	1 023	1 189	638
Haití	-2 595	-3 132	-3 966	48	54	53	2 464	2 832	3 577	-83	-246	-336
Honduras	-3 062	-3 266	-4 337	-1 508	-1 636	-1 600	4 003	4 493	4 934	-567	-409	-1 004
México	-22 036	-20 852	-22 800	-28 791	-28 380	-31 521	26 527	29 674	32 678	-24 300	-19 558	-21 643
Nicaragua	-2 126	-1 878	-1 219	-357	-364	-310	1 612	1 567	1 611	-871	-675	83
Panamá	-956	-485	-588	-3 559	-4 331	-4 408	-119	-125	-72	-4 634	-4 941	-5 067
Paraguay	1 974	1 599	553	-1 474	-1 216	-1 179	775	823	801	1 276	1 206	175
Perú	-49	5 266	4 665	-8 982	-11 523	-11 814	3 967	3 589	3 556	-5 064	-2 669	-3 594
República Dominicana	-2 619	-2 050	-3 416	-3 253	-3 794	-3 845	5 058	5 711	6 101	-815	-133	-1 160
Uruguay	2 736	3 635	3 558	-2 594	-3 362	-4 098	183	192	193	325	465	-348
Venezuela (República Bolivariana de)	2 874	15 686	12 320	-6 918	-7 567	-7 973	174	587	1 951	-3 870	8 706	6 298
<b>El Caribe</b>	<b>-5 193</b>	<b>-3 503</b>	<b>199</b>	<b>-2 177</b>	<b>-2 020</b>	<b>-831</b>	<b>2 803</b>	<b>2 393</b>	<b>73</b>	<b>-4 567</b>	<b>-2 980</b>	<b>-558</b>
Antigua y Barbuda	125	148	101	-109	-68	-72	-55	-46	-48	-39	34	-20
Bahamas	-922	-1 565	...	-421	-360	...	236	-55	...	-1 106	-1 981	...
Barbados	452	490	...	-237	-242	...	-421	-436	...	-206	-189	...
Belice	-163	-48	...	-109	-155	...	108	72	...	-163	-131	...
Dominica	-33	-74	-187	-20	-11	1	57	286	45	5	202	-141
Granada	40	-17	-25	-61	-104	-109	-12	-23	-25	-34	-144	-159
Guyana	-188	-161	...	-5	-15	...	320	102	...	128	75	...
Jamaica	-1 922	-2 684	...	-570	-421	...	2 389	2 392	...	-103	-713	...
Saint Kitts y Nevis	4	-5	21	-81	-65	-67	-26	-17	-19	-102	-86	-64
San Vicente y las Granadinas	-127	...	...	-25	...	...	30	...	...	-122	...	...
Santa Lucía	30	57	122	-107	-121	-125	21	17	17	-57	-47	14
Suriname	-96	355	167	-176	-457	-459	102	100	103	-170	-2	-189
Trinidad y Tabago	-2 392	...	...	-258	...	...	53	...	...	-2 598	...	...

Cuadro A.6 (conclusión)

	Balanzas de capital y financiera <sup>b</sup>			Balanza global			Variación de activos de reserva <sup>c</sup>			Otro financiamiento		
	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>119 176</b>	<b>98 745</b>	<b>82 568</b>	<b>19 556</b>	<b>18 929</b>	<b>-14 420</b>	<b>-19 260</b>	<b>-19 473</b>	<b>-14 246</b>	<b>-136</b>	<b>583</b>	<b>28 615</b>
<b>América Latina</b>	<b>114 629</b>	<b>94 986</b>	<b>81 930</b>	<b>19 576</b>	<b>18 150</b>	<b>-14 547</b>	<b>-19 378</b>	<b>-18 704</b>	<b>-14 079</b>	<b>-198</b>	<b>554</b>	<b>28 627</b>
Argentina	29 416	46 154	10 426	14 311	14 556	-17 052	-14 311	-14 556	-11 277	0	0	28 329
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-1 139	1 638	760	-3 046	-232	-1 230	3 046	232	1 230	0	0	0
Brasil	33 247	12 328	17 438	9 237	5 093	2 928	-9 237	-5 093	-2 928	0	0	0
Chile	5 765	3 215	10 554	1 805	-2 750	1 397	-1 805	2 750	-1 397	0	0	0
Colombia	12 173	10 887	14 095	165	545	1 187	-165	-545	-1 187	0	0	0
Costa Rica	1 022	1 397	2 268	-235	-419	390	235	419	-390	0	0	0
Ecuador	-117	-1 377	1 266	1 207	-1 859	-92	-1 763	1 808	-225	556	51	317
El Salvador	1 002	773	1 244	452	308	2	-452	-308	-2	0	0	0
Guatemala	368	1 377	319	1 392	2 566	957	-1 392	-2 566	-957	0	0	0
Haití	164	273	172	81	27	-164	-142	-202	25	61	175	139
Honduras	617	1 293	1 049	50	885	46	-66	-884	-50	16	-1	4
México	24 164	14 793	22 126	-136	-4 765	483	136	4 765	-483	0	0	0
Nicaragua	814	975	-596	-57	300	-513	57	-300	513	0	0	0
Panamá	5 961	3 644	4 612	1 327	-1 296	-455	-609	971	632	-718	325	-177
Paraguay	-318	-329	-358	957	877	-183	-957	-877	183	0	0	0
Perú	5 233	4 297	-36	168	1 629	-3 629	-168	-1 629	3 629	0	0	0
República Dominicana	1 707	861	1 994	892	728	835	-780	-731	-849	-112	3	14
Uruguay	-2 513	1 984	-61	-2 189	2 449	-408	2 189	-2 449	408	0	0	0
Venezuela (República Bolivariana de)	-2 938	-9 196	-5 343	-6 808	-490	955	6 808	490	-955	0	...	...
<b>El Caribe</b>	<b>4 548</b>	<b>3 759</b>	<b>638</b>	<b>-19</b>	<b>779</b>	<b>127</b>	<b>118</b>	<b>-769</b>	<b>-166</b>	<b>62</b>	<b>29</b>	<b>-12</b>
Antigua y Barbuda	13	-51	44	-26	-16	24	26	16	-24	0	0	0
Bahamas	1 201	2 485	...	95	504	...	-95	-504	...	0	0	...
Barbados	83	52	...	-123	-137	...	123	137	...	...	...	...
Belice	104	64	...	-59	-67	...	59	67	...	0	0	...
Dominica	91	-211	157	96	-10	16	0	0	0	0	0	0
Granada	44	164	147	10	20	-12	0	0	0	10	20	-12
Guyana	-181	-119	...	-53	-45	...	2	19	...	51	25	...
Jamaica	482	1 197	...	379	484	...	-379	-468	...	0	-16	...
Saint Kitts y Nevis	147	94	20	44	8	-44	0	0	0	0	0	0
San Vicente y las Granadinas	142	...	...	20	...	...	-20	...	...	0	...	...
Santa Lucía	43	62	-20	-13	15	-5	13	-15	5	0	0	0
Suriname	248	23	290	78	21	148	-78	-21	-148	0	0	0
Trinidad y Tabago	2 130	...	...	-467	...	...	467	...	...	0	...	...

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

<sup>a</sup> Cifras preliminares.

<sup>b</sup> Incluye errores y omisiones.

<sup>c</sup> El signo menos (-) indica aumento de los activos de reserva.

**Cuadro A.7**

América Latina: índices del comercio internacional de bienes

(Índices 2010=100)

	Índices de las exportaciones de bienes FOB								
	Valor			Volumen			Valor unitario		
	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>América Latina</b>	<b>100,9</b>	<b>113,0</b>	<b>123,0</b>	<b>119,0</b>	<b>123,9</b>	<b>126,7</b>	<b>84,7</b>	<b>91,2</b>	<b>97,1</b>
Argentina	84,9	85,8	90,2	90,1	89,8	89,2	94,1	95,6	101,1
Bolivia (Estado Plurinacional de)	109,8	126,6	138,7	127,8	124,7	121,5	85,9	101,5	114,2
Brasil	91,6	107,9	118,7	115,9	124,0	129,8	79,0	87,0	91,5
Chile	85,4	96,8	106,1	110,7	108,8	115,3	77,1	89,0	92,0
Colombia	83,6	97,3	108,9	146,9	144,1	140,1	56,9	67,5	77,7
Costa Rica	134,8	144,2	153,2	140,2	145,7	152,5	96,1	99,0	100,4
Ecuador	96,1	108,2	122,0	123,4	119,1	116,6	77,8	90,9	104,6
El Salvador	124,4	134,4	136,3	119,1	128,8	128,3	104,5	104,3	106,3
Guatemala	124,0	130,0	129,8	140,3	145,9	146,6	88,3	89,1	88,6
Haití	176,6	176,1	190,2	177,6	169,3	180,4	99,4	104,0	106,1
Honduras	127,1	138,0	138,4	145,6	157,4	159,6	87,2	87,7	86,7
México	125,2	137,1	150,9	133,9	140,5	147,9	93,6	97,6	102,0
Nicaragua	138,4	152,0	152,9	136,7	147,5	149,7	101,2	103,0	102,1
Panamá	92,2	98,4	105,4	94,4	99,4	104,4	97,7	99,0	100,9
Paraguay	114,4	127,9	131,9	122,2	135,5	135,2	93,6	94,4	97,6
Perú	103,6	126,9	137,0	121,2	131,4	133,5	85,4	96,5	102,7
República Dominicana	144,4	148,7	160,0	152,4	151,4	158,3	94,7	98,2	101,1
Uruguay	129,2	134,5	143,0	130,1	133,0	140,0	99,4	101,1	102,2
Venezuela (República Bolivariana de)	41,0	50,9	50,3	49,1	49,2	39,4	83,5	103,4	127,9
	Índices de las importaciones de bienes FOB								
	Valor			Volumen			Valor unitario		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>América Latina</b>	<b>105,3</b>	<b>114,5</b>	<b>127,7</b>	<b>108,9</b>	<b>114,3</b>	<b>120,2</b>	<b>96,7</b>	<b>100,1</b>	<b>106,2</b>
Argentina	98,9	118,4	115,4	112,0	128,2	119,7	88,3	92,3	96,4
Bolivia (Estado Plurinacional de)	141,9	154,2	167,3	109,9	116,8	121,6	129,1	132,0	137,7
Brasil	76,3	83,8	101,4	85,0	89,8	102,0	89,7	93,3	99,4
Chile	101,2	111,4	128,2	119,1	125,0	136,3	84,9	89,1	94,0
Colombia	112,6	115,2	129,1	134,8	136,0	144,6	83,5	84,7	89,3
Costa Rica	131,6	137,2	143,8	138,3	137,6	138,5	95,1	99,7	103,8
Ecuador	80,7	98,3	114,0	78,6	94,8	106,4	102,8	103,7	107,1
El Salvador	119,8	126,9	142,4	124,4	129,2	137,9	96,3	98,2	103,2
Guatemala	123,1	133,6	143,4	146,3	149,2	154,1	84,2	89,6	93,1
Haití	105,8	120,2	150,2	91,8	100,4	117,2	115,2	119,8	128,1
Honduras	118,5	127,1	137,0	122,5	123,5	125,8	96,8	103,0	108,9
México	128,4	139,4	154,0	123,1	130,3	139,1	104,3	107,0	110,7
Nicaragua	139,4	145,1	128,6	158,5	155,4	130,2	87,9	93,4	98,8
Panamá	120,2	129,5	139,2	115,8	120,3	125,0	103,8	107,7	111,3
Paraguay	102,0	120,1	134,7	103,1	116,4	126,0	99,0	103,2	106,9
Perú	121,9	134,4	145,3	124,3	130,0	131,9	98,1	103,4	110,2
República Dominicana	114,4	116,6	132,9	125,2	119,5	128,6	91,4	97,6	103,4
Uruguay	98,9	101,3	106,6	117,1	117,3	116,3	84,5	86,3	91,7
Venezuela (República Bolivariana de)	39,2	28,8	35,6	36,8	26,4	31,9	106,6	109,3	111,6

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Desarrollo Económico, cálculos propios para el *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2019*.

<sup>a</sup> Cifras preliminares.



**Cuadro A.8**

América Latina y el Caribe: exportaciones de bienes, FOB

*(En millones de dólares)*

	2017				2018				2019	
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>a</sup>
<b>América Latina</b>	<b>226 686</b>	<b>431 034</b>	<b>247 771</b>	<b>254 800</b>	<b>251 022</b>	<b>267 763</b>	<b>270 313</b>	<b>272 431</b>	<b>237 052</b>	<b>113 637</b>
Argentina	12 752	15 503	15 774	14 398	14 410	15 478	15 599	15 985	14 186	5 305 <sup>b</sup>
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1 652	1 922	2 165	2 006	2 078	2 386	2 351	2 090	1 956	...
Brasil	50 342	57 110	56 776	53 015	54 264	59 224	63 536	62 489	53 041	40 956
Chile	15 708	201 142	17 769	19 215	19 702	19 135	17 827	19 183	18 635	12 219
Colombia	8 798	9 064	9 666	10 353	9 693	10 800	10 829	10 513	9 593	3 867 <sup>b</sup>
Costa Rica	2 544	2 852	2 612	2 599	2 731	2 980	2 768	2 766	2 777	946 <sup>b</sup>
Ecuador	4 721	4 696	4 625	5 080	5 239	5 432	5 596	5 339	5 302	1 989 <sup>b</sup>
El Salvador	1 438	1 448	1 502	1 373	1 482	1 566	1 470	1 387	1 466	466 <sup>b</sup>
Guatemala	2 908	2 827	2 634	2 614	2 846	2 782	2 672	2 667	2 806	934 <sup>b</sup>
Honduras	2 218	2 336	2 146	1 947	2 296	2 274	2 170	1 929	...	...
México	94 709	102 657	101 851	110 183	105 242	113 842	114 063	117 426	108 052	39 447 <sup>b</sup>
Nicaragua	740	715	592	501	733	671	596	517	434 <sup>c</sup>	...
Panamá	3 064	3 297	2 899	3 215	3 476	3 576	3 379	2 924	...	...
Paraguay	2 462	1 859	2 345	2 014	2 304	2 597	2 161	1 983	3 231	2 241
Perú	10 164	10 519	11 766	12 468	11 785	12 709	12 032	12 371	11 184	3 719 <sup>b</sup>
República Dominicana	2 401	2 612	2 463	2 644	2 593	1 929	2 775	2 713	2 755	867 <sup>b</sup>
Uruguay	1 498	2 166	2 212	1 996	1 728	1 992	1 878	1 891	1 633	681 <sup>b</sup>
Venezuela (República Bolivariana de)	8 568	8 309	7 974	9 179	8 419	8 389	8 612	8 257	...	...

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Datos al mes de mayo.<sup>b</sup> Datos al mes de abril.<sup>c</sup> Datos al mes de febrero.

**Cuadro A.9**

América Latina y el Caribe: importaciones de bienes, CIF

*(En millones de dólares)*

		2017				2018				2019	
		Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>a</sup>
<b>América Latina</b>		<b>220 236</b>	<b>230 291</b>	<b>283 688</b>	<b>250 765</b>	<b>245 734</b>	<b>261 572</b>	<b>274 582</b>	<b>269 182</b>	<b>232 684</b>	<b>100 183</b>
Argentina	CIF	13 931	16 941	18 318	17 709	16 891	18 007	17 188	13 355	12 171	4 174 <sup>b</sup>
Bolivia (Estado Plurinacional de)	FOB	2 084	2 033	2 237	2 286	2 080	2 249	2 272	2 685	2 228	...
Brasil	FOB	36 532	35 999	40 470	40 214	43 244	41 964	51 537	45 882	42 136	28 600
Chile	FOB	14 605	14 585	15 578	16 541	16 335	17 441	17 897	18 878	16 455	11 236
Colombia	FOB	10 781	11 027	11 144	11 025	10 928	12 783	12 976	13 824	12 555	4 528 <sup>b</sup>
Costa Rica	CIF	3 897	3 921	3 859	4 251	3 877	4 336	3 967	4 362	4 011	1 309 <sup>b</sup>
Ecuador	CIF	4 471	4 789	5 241	5 509	5 265	5 759	6 022	6 147	5 573	2 010 <sup>b</sup>
El Salvador	CIF	2 497	2 622	2 647	2 827	2 687	3 059	3 074	3 008	2 905	983 <sup>b</sup>
Guatemala	CIF	4 388	4 413	44 027	5 007	4 475	5 138	4 989	5 122	4 772	1 622 <sup>b</sup>
Honduras	FOB	2 646	2 784	3 008	2 885	2 820	3 156	3 137	3 087	...	...
México	FOB	97 480	102 959	107 901	112 030	107 019	116 615	119 736	120 907	109 868	38 077 <sup>b</sup>
Nicaragua	FOB	1 325	1 378	1 400	1 559	1 367	1 265	1 072	1 136	701 <sup>c</sup>	...
Panamá	FOB	5 078	5 596	5 455	5 783	5 931	6 023	6 212	5 794	...	...
Paraguay	FOB	2 455	2 478	2 948	3 146	2 930	2 934	3 236	3 335	2 841	1 950
Perú	FOB	8 992	9 213	10 002	10 444	10 035	10 500	10 757	10 590	9 957	3 460 <sup>b</sup>
República Dominicana	CIF	4 181	4 346	4 374	4 800	4 600	3 459	5 197	5 347	4 789	1 563 <sup>b</sup>
Uruguay	FOB	1 757	1 893	2 020	2 241	1 881	2 149	2 194	2 082	1 723	671 <sup>b</sup>
Venezuela (República Bolivariana de)	FOB	3 140	3 316	3 061	2 506	3 369	4 735	3 121	3 641	...	...

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Datos al mes de mayo.<sup>b</sup> Datos al mes de abril.<sup>c</sup> Datos al mes de febrero.

**Cuadro A.10**

América Latina: términos de intercambio de bienes FOB/FOB

(Índices 2010=100)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>a</sup>
<b>América Latina</b>	<b>100,0</b>	<b>108,0</b>	<b>104,4</b>	<b>102,1</b>	<b>97,8</b>	<b>88,4</b>	<b>87,7</b>	<b>91,2</b>	<b>92,5</b>
Argentina	100,0	110,3	114,8	107,5	105,3	100,6	106,6	103,6	104,9
Bolivia (Estado Plurinacional de)	100,0	118,1	112,3	100,4	95,1	76,9	66,5	76,9	82,9
Brasil	100,0	107,8	101,5	99,4	96,1	85,5	88,1	93,2	92,1
Chile	100,0	101,8	94,6	91,7	89,9	87,2	90,8	99,9	97,9
Colombia	100,0	114,7	108,4	100,6	91,5	68,9	68,1	79,7	87,0
Costa Rica	100,0	96,3	95,8	96,1	97,0	97,3	97,0	95,0	92,5
Ecuador	100,0	112,4	112,1	113,2	106,7	80,0	75,7	83,5	93,1
El Salvador	100,0	97,5	97,1	94,5	96,7	105,6	108,6	106,2	103,0
Guatemala	100,0	99,1	93,7	91,8	92,3	97,2	105,0	99,5	95,2
Haití	100,0	83,0	86,0	80,6	83,1	87,4	86,4	86,9	82,8
Honduras	100,0	108,4	94,6	88,6	90,4	84,6	87,4	84,7	79,2
México	100,0	106,8	102,9	102,8	97,6	93,0	89,7	91,2	92,1
Nicaragua	100,0	106,6	106,5	98,2	100,1	113,3	115,1	110,3	103,4
Panamá	100,0	97,8	98,2	97,7	99,7	97,1	94,1	92,0	90,7
Paraguay	100,0	102,4	103,4	102,8	103,3	95,5	94,6	91,5	91,2
Perú	100,0	107,9	105,3	99,0	93,3	87,5	87,1	93,4	93,2
República Dominicana	100,0	94,7	93,8	91,5	93,3	97,9	98,9	95,1	92,5
Uruguay	100,0	102,4	106,3	108,1	112,3	114,5	117,6	117,1	111,4
Venezuela (República Bolivariana de)	100,0	120,2	121,4	118,9	111,8	65,9	55,3	64,8	78,6

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Desarrollo Económico, cálculos propios para el *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2019*.

<sup>a</sup> Cifras preliminares.

**Cuadro A.11**

América Latina y el Caribe (países seleccionados): ingresos por remesas de trabajadores emigrados

(En millones de dólares)

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>a</sup>
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1 164	1 178	1 233	1 392	349	343	329	348	219 <sup>b</sup>	...
Brasil	2 128	2 459	2 365	2 300	617	654	661	633	693	228
Colombia	4 093	4 635	4 851	5 498	1 388	1 541	1 633	1 767	1 520	581
Costa Rica	559	518	515	527	112	126	131	131	...	...
Ecuador	2 462	2 378	2 602	2 840	715	767	768	780	...	...
El Salvador	4 139	4 257	4 544	4 985	1 225	1 426	1 332	1 408	1 298	478
Guatemala	5 544	6 285	7 160	8 192	2 019	2 380	2 425	2 464	2 205	865
Honduras	3 437	3 727	3 949	4 438	1 078	1 281	1 257	1 268	1 193	462
Jamaica	2 157	2 226	2 291	2 305	553	588	596	609	338 <sup>b</sup>	...
México	23 647	24 785	26 993	30 291	7 187	9 058	8 460	8 766	7 699	...
Nicaragua	1 136	1 193	1 264	1 391	353	371	373	404	384	...
Paraguay	422	461	547	587	142	148	130	149	127	...
Perú	2 637	2 725	2 884	3 051	774	811	809	831	800	...
República Dominicana	4 571	4 961	5 261	5 912	1 551	1 665	1 651	1 628	1 713	568

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

<sup>a</sup> Datos al mes de abril.

<sup>b</sup> Datos al mes de febrero.

**Cuadro A.12**América Latina y el Caribe: transferencia neta de recursos<sup>a</sup>*(En millones de dólares)*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>b</sup>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>31 506</b>	<b>45 069</b>	<b>28 263</b>	<b>28 957</b>	<b>64 314</b>	<b>12 000</b>	<b>-13 950</b>	<b>-50 169</b>	<b>-45 047</b>
<b>América Latina</b>	<b>34 525</b>	<b>48 398</b>	<b>31 895</b>	<b>31 836</b>	<b>64 621</b>	<b>13 048</b>	<b>-16 382</b>	<b>-51 938</b>	<b>-44 842</b>
Argentina	-8 767	-15 841	-14 921	-11 864	-1 240	611	17 224	29 766	20 126
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-707	923	-1 888	-1 840	-1 336	-811	-1 760	578	-215
Brasil	57 870	65 194	38 810	36 374	62 844	18 078	-8 297	-27 717	-19 230
Chile	-15 522	3 006	-2 493	-486	-3 796	-1 459	-1 026	-8 164	-1 687
Colombia	647	-1 945	1 762	5 224	11 678	13 252	6 945	2 482	2 675
Costa Rica	589	979	3 065	1 064	226	185	-1 429	-1 579	-925
Ecuador	-625	-522	-1 611	1 450	-1 286	-961	-1 404	-3 681	-1 211
El Salvador	-302	79	1 020	201	145	-225	-244	-615	-228
Guatemala	142	313	693	989	-105	-827	-1 139	14	-992
Haití	969	573	784	625	325	165	273	502	364
Honduras	546	521	32	894	225	-145	-874	-343	-547
México	13 638	22 166	9 708	11 231	9 644	-15 422	-4 627	-13 587	-9 395
Nicaragua	749	980	802	967	812	979	457	611	-905
Panamá	1 223	2 854	1 667	2 096	4 134	171	1 684	-362	27
Paraguay	-1 036	-603	-1 184	-1 127	-279	-1 775	-1 792	-1 545	-1 538
Perú	3 531	-5 495	7 738	1 214	-2 999	1 714	-3 749	-7 226	-11 850
República Dominicana	2 563	2 420	933	735	-882	-1 249	-1 659	-2 930	-1 837
Uruguay	-1 131	2 248	1 657	1 990	-428	-3 573	-5 107	-1 378	-4 159
Venezuela (República Bolivariana de)	-19 853	-29 453	-14 681	-17 901	-13 062	4 339	-9 856	-16 763	-13 316
<b>El Caribe</b>	<b>-3 019</b>	<b>-3 329</b>	<b>-3 632</b>	<b>-2 879</b>	<b>-307</b>	<b>-1 048</b>	<b>2 432</b>	<b>1 769</b>	<b>-205</b>
Antigua y Barbuda	146	88	140	191	23	-66	-95	-119	-29
Bahamas	627	992	1 162	1 096	1 499	829	780	2 125	...
Barbados	96	150	139	-38	188	-13	-154	-191	...
Belice	-107	-60	-30	72	78	-24	-4	-91	...
Dominica	70	67	81	23	29	18	71	-222	158
Granada	154	177	157	223	28	37	-7	80	27
Guyana	101	341	311	568	471	236	-134	-110	...
Jamaica	871	1 326	400	860	1 472	430	-88	760	0
Saint Kitts y Nevis	142	129	52	50	-7	-35	66	29	-48
San Vicente y las Granadinas	221	163	208	247	182	114	117	...	...
Santa Lucía	195	231	158	84	-54	-132	-64	-59	-144
Suriname	-720	-569	-175	-83	196	507	72	-434	-168
Trinidad y Tabago	-4 816	-6 364	-6 236	-6 173	-4 411	-2 950	1 872	...	...

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

<sup>a</sup> La transferencia neta de recursos se calcula como el total del ingreso neto de capitales menos el saldo de la balanza de renta (pagos netos de utilidades e intereses). El total del ingreso neto de capitales corresponde al saldo de las balanzas de capital y financiera más errores y omisiones, más préstamos y uso del crédito del Fondo Monetario Internacional y financiamiento excepcional. Las cifras negativas indican transferencias de recursos al exterior.

<sup>b</sup> Cifras preliminares.

**Cuadro A.13**América Latina y el Caribe: inversión extranjera directa neta<sup>a</sup>*(En millones de dólares)*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>b</sup>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>107 793</b>	<b>148 917</b>	<b>159 394</b>	<b>150 548</b>	<b>136 904</b>	<b>131 477</b>	<b>124 257</b>	<b>121 432</b>	<b>143 157</b>
<b>América Latina</b>	<b>105 293</b>	<b>147 058</b>	<b>158 812</b>	<b>149 696</b>	<b>134 853</b>	<b>129 529</b>	<b>122 771</b>	<b>119 289</b>	<b>142 561</b>
Argentina	10 368	9 352	14 269	8 932	3 145	10 884	1 474	10 361	10 071
Bolivia (Estado Plurinacional de)	672	859	1 060	1 750	690	556	246	633	344
Brasil	55 627	86 360	90 485	59 568	67 107	57 200	58 684	50 905	74 259
Chile	6 559	3 898	9 736	10 937	10 936	5 125	5 141	680	4 134
Colombia	947	6 227	15 646	8 557	12 268	7 505	9 333	10 147	6 231
Costa Rica	1 589	2 328	1 803	2 401	2 818	2 541	2 127	2 583	2 076
Ecuador	166	644	567	727	772	1 322	767	618	1 401
El Salvador	-226	218	466	179	306	396	348	889	840
Guatemala	782	1 009	1 205	1 262	1 282	1 104	1 068	1 001	821
Haití	178	119	156	162	99	106	105	375	105
Honduras	971	1 012	851	992	1 315	952	900	1 013	1 146
México	12 888	12 329	-952	33 664	24 640	25 143	29 821	28 825	26 414
Nicaragua	475	929	704	665	790	905	833	707	284
Panamá	2 363	2 956	3 254	3 612	4 130	3 966	4 652	4 631	5 391
Paraguay	462	581	697	245	412	308	371	456	454
Perú	8 018	7 340	11 867	9 334	2 823	8 125	5 583	6 360	6 469
República Dominicana	2 024	2 277	3 142	1 991	2 209	2 205	2 407	3 571	2 535
Uruguay	2 349	2 511	2 175	2 792	2 512	815	-1 117	-2 164	-636
Venezuela (República Bolivariana de)	-918	6 110	1 679	1 928	-3 401	370	27	-2 302	225
<b>El Caribe</b>	<b>2 500</b>	<b>1 859</b>	<b>582</b>	<b>852</b>	<b>2 051</b>	<b>1 948</b>	<b>1 486</b>	<b>2 143</b>	<b>596</b>
Antigua y Barbuda	97	65	133	95	42	94	67	98	106
Bahamas	872	667	526	382	251	76	74	595	...
Barbados	329	83	565	-62	...	...	...	...	...
Belice	95	95	193	92	138	59	31	25	...
Dominica	43	35	59	23	14	23	32	-3	-38
Granada	60	43	31	113	58	89	91	-3	-38
Guyana	198	247	278	201	238	117	6	141	...
Jamaica	169	144	411	631	584	921	564	857	0
Saint Kitts y Nevis	116	110	108	136	158	132	89	51	85
San Vicente y las Granadinas	97	86	115	160	108	48	90	...	...
Santa Lucía	121	81	74	92	53	86	117	118	115
Suriname	-248	218	169	187	-283	101	173	154	214
Trinidad y Tabago	549	-13	-2 080	-1 197	689	205	153	...	...

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Corresponde a la inversión directa en la economía declarante, una vez deducida la inversión directa de residentes de esa economía en el exterior. Incluye reinversión de utilidades.<sup>b</sup> Cifras preliminares.

**Cuadro A.14**América Latina y el Caribe: deuda externa bruta total<sup>a</sup>*(En millones de dólares, saldos a fin de período)*

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>América Latina y el Caribe</b>		<b>1 362 211</b>	<b>1 509 879</b>	<b>1 644 095</b>	<b>1 823 003</b>	<b>1 848 313</b>	<b>1 918 689</b>	<b>2 021 510</b>	<b>2 097 079</b>
<b>América Latina</b>		<b>1 343 644</b>	<b>1 491 410</b>	<b>1 624 400</b>	<b>1 802 350</b>	<b>1 825 805</b>	<b>1 894 299</b>	<b>1 995 853</b>	<b>2 071 274</b>
Argentina	Total	156 300	156 478	155 489	158 742	167 412	181 170	234 549	277 921
	Pública	92 632	91 861	91 444	98 229	101 659	121 760	161 289	197 330
	Privada	63 668	64 617	64 045	60 513	65 753	59 410	73 260	80 591
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Total	6 553	6 954	8 078	8 842	9 796	10 703	12 687	12 382
	Pública	3 837	4 525	5 584	6 036	6 613	7 268	9 428	10 178
	Privada	2 716	2 430	2 494	2 807	3 183	3 435	3 259	2 204
Brasil	Total	516 030	570 831	621 439	712 655	665 101	676 647	667 103	665 777
	Pública	77 300	82 245	122 641	139 051	130 587	130 274	125 492	129 139
	Privada	413 590	442 577	498 797	573 604	534 513	546 373	541 611	536 638
Chile	Total	100 973	122 668	136 351	152 135	160 904	166 974	181 513	184 440
	Pública	22 262	27 757	27 994	31 285	31 831	35 679	47 437	50 895
	Privada	78 711	94 912	108 357	120 849	129 073	131 295	134 076	133 545
Colombia	Total	75 622	78 784	92 073	101 404	111 927	120 414	124 481	132 025
	Pública	42 487	46 116	52 216	59 767	66 158	71 078	71 870	72 997
	Privada	33 135	32 669	39 856	41 637	45 769	49 336	52 611	59 028
Costa Rica	Total	11 286	15 381	19 629	21 671	24 030	25 565	27 159	28 655
	Pública	4 345	7 428	7 428	8 919	10 312	10 907	10 938	11 626
	Privada	6 941	7 953	12 201	12 752	13 717	14 658	16 221	17 029
Ecuador	Total	15 210	15 913	18 744	24 115	27 813	34 181	40 397	44 296
	Pública	9 973	10 768	12 920	17 582	20 226	25 680	31 750	35 730
	Privada	5 237	5 145	5 824	6 533	7 588	8 787	8 647	8 566
El Salvador	Total	11 858	13 353	14 035	14 800	15 217	16 376	16 474	16 661
	Pública	6 663	7 636	7 764	8 673	8 553	9 169	9 414	9 236
	Privada	5 195	5 717	6 271	6 127	6 664	7 207	7 060	7 425
Guatemala	Total	14 021	15 339	17 826	20 031	20 885	21 651	23 153	22 574
	Pública	6 027	6 823	7 429	7 510	7 878	8 393	8 673	8 531
	Privada	7 993	8 516	10 396	12 521	13 007	13 258	14 480	14 043
Haití	Pública	727	1 126	1 503	1 875	1 993	2 019	2 107	2 124
Honduras	Total	4 208	4 861	6 709	7 184	7 456	7 499	8 600	9 019
	Pública	3 218	3 664	5 202	5 569	5 927	6 108	7 145	7 378
	Privada	990	1 197	1 507	1 616	1 530	1 391	1 455	1 641
México	Total	210 535	225 267	258 752	285 412	296 396	314 200	333 392	342 020
	Pública	116 420	125 726	134 436	147 666	162 210	180 986	193 981	202 355
	Privada	94 115	99 541	124 316	137 747	134 187	133 214	139 411	139 664
Nicaragua	Pública	8 126	8 957	9 677	10 132	10 543	11 028	11 516	11 667
	Pública	4 263	4 481	4 724	4 796	4 804	5 042	5 546	5 950
	Privada	3 863	4 476	4 953	5 336	5 739	5 986	5 970	5 717
Panamá	Pública	10 858	10 782	12 231	14 352	15 648	16 689	18 390	20 575
Paraguay	Total	3 970	4 563	4 780	5 839	6 197	6 540	7 585	8 288
	Pública	2 291	2 241	2 677	3 680	3 993	4 822	5 592	6 402
	Privada	1 679	2 322	2 103	2 159	2 203	1 717	1 992	1 885
Perú	Total	47 977	59 376	60 823	69 215	73 274	74 645	76 499	77 787
	Pública	24 275	26 510	24 079	23 951	26 781	29 617	32 953	34 912
	Privada	23 702	32 866	36 744	45 264	46 493	45 028	43 547	42 875
República Dominicana	Pública	12 761	13 888	16 132	17 280	16 928	18 170	19 124	21 860
Uruguay	Total	18 345	36 104	37 767	40 898	43 311	39 970	41 157	41 994
	Pública	14 436	16 662	18 044	18 953	18 954	17 942	18 628	19 207
	Privada	3 909	19 439	19 721	21 946	24 357	22 028	22 528	22 787
Venezuela (República Bolivariana de)	Total	118 285	130 785	132 362	135 767	150 976	149 859	149 967	151 209
	Pública	103 140	113 112	112 103	117 217	129 153	128 056	128 768	131 320
	Privada	15 145	17 673	20 259	18 550	21 823	21 803	21 199	19 889

Cuadro A.14 (conclusión)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>El Caribe</b>		<b>18 567</b>	<b>18 469</b>	<b>19 695</b>	<b>20 653</b>	<b>22 509</b>	<b>24 390</b>	<b>25 657</b>	<b>25 805</b>
Antigua y Barbuda	Pública	473	443	577	560	573	562	584	637
Bahamas	Pública	1 045	1 465	1 616	2 095	2 176	2 373	3 234	3 172
Barbados	Pública	1 385	1 322	1 434	1 462	1 462	1 443	1 413	1 485
Belice	Pública	1 032	1 029	1 083	1 127	1 177	1 203	1 256	1 267
Dominica	Pública	242	263	275	287	285	270	267	253
Granada	Pública	585	537	618	634	613	602	533	561
Guyana	Pública	1 206	1 358	1 246	1 216	1 143	1 162	1 248	1 322
Jamaica	Pública	8 626	8 256	8 310	8 659	10 314	10 244	10 103	9 937
Saint Kitts y Nevis	Pública	389	345	345	284	214	199	156	149
San Vicente y las Granadinas	Pública	328	329	354	387	399	477	387	387
Santa Lucía	Pública	464	481	485	526	509	529	598	597
Suriname	Pública	601	707	878	942	1 156	1 870	2 046	2 060
Trinidad y Tabago	Pública	2 191	1 934	2 474	2 473	2 489	3 454	3 831	3 978

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

<sup>a</sup> Incluye la deuda con el Fondo Monetario Internacional.

**Cuadro A.15**

América Latina y el Caribe: diferencial de bonos soberanos, EMBI+ y EMBI Global  
(En puntos básicos, a fin de periodo)

		2014	2015	2016	2017	2018				2019	
						Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Mayo
<b>América Latina</b>	<b>EMBI +</b>	<b>491</b>	<b>584</b>	<b>483</b>	<b>466</b>	<b>471</b>	<b>547</b>	<b>524</b>	<b>608</b>	<b>540</b>	<b>594</b>
Argentina	EMBI +	719	438	455	351	420	610	623	817	774	985
Belice	EMBI Global	819	822	1837	771	753	750	761	858	845	811
Bolivia (Estado Plurinacional de)	EMBI Global	277	250	83	203	209	295	202	378	280	282
Brasil	EMBI +	259	523	328	240	248	332	293	276	253	274
Chile	EMBI Global	169	253	158	117	128	144	124	166	133	145
Colombia	EMBI +	196	321	227	174	182	198	169	231	186	210
Ecuador	EMBI Global	883	1 266	647	459	544	761	622	826	592	619
El Salvador	EMBI Global	414	634	536	383	380	450	445	515	447	496
Jamaica	EMBI Global	485	469	375	304	295	340	297	346	318	344
México	EMBI +	182	232	232	189	191	211	180	241	206	227
Panamá	EMBI +	189	218	186	112	132	148	115	170	135	145
Paraguay	EMBI Global	291	338	281	200	218	245	214	260	222	245
Perú	EMBI +	181	246	175	111	132	141	109	141	106	122
República Dominicana	EMBI Global	381	421	407	275	292	348	305	331	318	348
Uruguay	EMBI Global	208	280	244	146	168	200	156	207	170	194
Venezuela (República Bolivariana de)	EMBI +	2 295	2 658	2 138	5 780	4 422	5 367	5 730	6 799	5 071	5 498

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras proporcionadas por JPMorgan Emerging Markets Bond Index (EMBI).

**Cuadro A.16**

América Latina y el Caribe: primas por canje de riesgo soberano de incumplimiento de crédito a cinco años (CDS)  
(En puntos básicos, a fin de periodo)

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Argentina	2 987	5 393	419	232	272	451	590	814	792	945
Brasil	201	495	281	162	164	270	262	210	174	151
Chile	94	129	83	49	51	61	44	65	46	41
Colombia	141	243	164	105	107	125	112	160	110	95
México	103	170	156	106	109	134	113	157	125	113
Panamá	109	182	127	67	70	76	58	88	69	59
Perú	115	188	108	72	82	89	74	97	69	55
Venezuela (República Bolivariana de)	3 155	4 868	3 750	...	...	11 154	9 284	8 236	7 785	5 611

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



**Cuadro A.17**América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos<sup>a</sup>

(En millones de dólares)

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2
<b>Total</b>	<b>133 056</b>	<b>79 033</b>	<b>129 364</b>	<b>144 202</b>	<b>47 509</b>	<b>22 826</b>	<b>9 577</b>	<b>15 855</b>	<b>22 209</b>	<b>21 742</b>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>129 743</b>	<b>75 863</b>	<b>124 528</b>	<b>140 355</b>	<b>45 658</b>	<b>21 649</b>	<b>9 286</b>	<b>13 899</b>	<b>19 909</b>	<b>21 730</b>
Argentina	1 941	3 586	33 783	27 676	10 250	1 987	880	250	-	-
Bahamas	300	-	-	750	-	-	-	-	-	-
Barbados	2 500	320	-	-	-	-	-	-	-	-
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-	-	-	1 000	-	-	-	-	-	-
Brasil	45 364	7 188	20 481	32 066	10 800	3 129	1 500	3 550	7 700	6 051
Chile	13 768	7 650	5 336	14 449	3 737	3 461	392	1 045	2 774	1 780
Colombia	9 200	6 400	4 061	7 842	1 371	970	3 445	2 410	2 410	50
Costa Rica	1 000	1 127	500	300	-	-	-	-	-	-
Ecuador	2 000	1 500	2 750	5 800	3 000	-	-	-	1 400	-
El Salvador	800	300	-	951	-	-	-	-	-	-
Guatemala	1 100	-	700	1 330	-	-	-	-	-	1 200
Honduras	-	-	-	850	-	-	-	-	-	-
Jamaica	1 800	2 925	364	869	-	-	-	-	600	-
México	37 592	30 375	41 539	29 222	12 458	7 282	1 769	2 370	3 101	6 205
Panamá	1 935	1 700	2 200	3 321	-	1 425	-	1 211	-	1 800
Paraguay	1 000	280	600	500	530	-	-	-	800	732
Perú	5 944	6 407	1 960	9 062	1 694	1 120	-	3 063	273	1 412
República Dominicana	1 500	3 500	1 870	2 017	1 818	-	1 300	-	-	2 500
Suriname	-	-	636	-	-	-	-	-	-	-
Trinidad y Tabago	-	-	1 600	-	-	525	-	-	-	-
Uruguay	2 000	2 605	1 147	2 350	-	1 750	-	-	850	-
Venezuela (República Bolivariana de)	-	-	5 000	-	-	-	-	-	-	-
<b>Emisiones supranacionales</b>	<b>3 313</b>	<b>3 171</b>	<b>4 837</b>	<b>3 847</b>	<b>1 851</b>	<b>1 177</b>	<b>291</b>	<b>1 956</b>	<b>2 300</b>	<b>12</b>
Banco Centroamericano para la Integración Económica (BICE)	505	521	887	382	264	316	32	160	198	-
Banco de Desarrollo del Caribe (BDC)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Latinoamericano de Comercio Exterior (BLADEX)	-	-	73	-	-	-	-	-	-	-
Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)	2 808	2 650	3 376	3 465	1 587	861	259	1 796	2 102	12
Corporación Interamericana de Inversiones (CII)	-	-	500	-	-	-	-	-	-	-

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras proporcionadas por LatinFinance Bonds Database y Bloomberg.<sup>a</sup> Se incluyen las emisiones soberanas, bancarias y empresariales.**Cuadro A.18**

América Latina y el Caribe: índices de las bolsas de valores

(Índices nacionales a fin de periodo, 31 diciembre 2005=100)

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Argentina	556	757	1 096	1 948	2 016	1 687	2 168	1 963	2 166	2 700
Brasil	149	130	180	228	255	217	237	263	285	302
Chile	196	187	211	283	282	270	269	260	268	258
Colombia	122	90	106	121	119	131	131	118	137	132
Costa Rica	88	80	114	116	110	102	98	92	80	78
Ecuador	168	161	150	185	188	196	204	202	201	201
Jamaica	73	144	184	276	282	293	343	364	371	448
México	242	241	256	277	259	268	278	234	243	242
Perú	308	205	324	416	428	412	407	403	439	429
Trinidad y Tabago	108	109	113	119	118	116	114	122	124	131
Venezuela (República Bolivariana de)	133	500	1 067	42 100	154 900	3 097 733	11 421 933	53 508 667	285 596 333	615 128 333

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

**Cuadro A.19**

América Latina y el Caribe: reservas internacionales brutas

*(En millones de dólares, saldos a fin de periodo)*

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Mayo
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>857 144</b>	<b>811 729</b>	<b>830 956</b>	<b>859 366</b>	<b>874 913</b>	<b>870 334</b>	<b>848 910</b>	<b>867 143</b>	<b>885 950</b>	<b>879 172</b>
<b>América Latina</b>	<b>838 882</b>	<b>794 866</b>	<b>814 069</b>	<b>842 692</b>	<b>858 664</b>	<b>854 139</b>	<b>834 989</b>	<b>851 371</b>	<b>871 713</b>	<b>879 172</b>
Argentina	31 443	25 563	38 772	55 055	61 726	61 881	49 003	65 806	66 187	64 744
Bolivia (Estado Plurinacional de)	15 123	13 056	10 081	10 261	9 805	9 522	8 729	8 946	7 947	8 253
Brasil	363 551	356 464	365 016	373 972	379 577	379 500	380 738	374 715	384 165	386 162
Chile	39 957	38 459	39 883	38 708	37 337	37 576	37 457	38 909	37 902	39 457
Colombia	47 328	46 740	46 683	47 637	47 614	47 497	47 520	48 402	51 267	51 979
Costa Rica	7 211	7 834	7 574	7 150	8 474	8 090	7 469	7 501	8 356	7 759
Ecuador <sup>a</sup>	3 949	2 496	4 259	2 451	4 868	3 167	2 693	2 677	3 973	4 084
El Salvador	2 693	2 787	3 238	3 567	3 403	3 809	3 947	3 569	3 869	4 571
Guatemala	7 333	7 751	9 160	11 770	11 741	11 979	12 309	12 756	12 759	14 070
Haití	1 163	977	1 105	1 258	1 181	1 209	1 253	1 309	1 335	...
Honduras	3 570	3 874	4 100	5 012	5 064	5 108	4 850	5 073	5 050	5 247
México	195 682	177 597	178 025	175 450	177 601	178 009	177 040	176 384	182 071	185 417
Nicaragua	2 147	2 353	2 296	2 593	2 723	2 482	2 125	2 080	1 940	1 987 <sup>b</sup>
Panamá	3 994	3 911	4 511	3 531	2 811	2 915	2 221	2 932	677	598 <sup>b</sup>
Paraguay	6 891	6 200	7 144	8 146	8 771	8 440	7 959	8 010	8 324	7 946
Perú	62 353	61 537	61 746	63 731	62 230	59 113	57 998	60 288	63 151	66 421
República Dominicana	4 862	5 266	6 047	6 781	7 577	6 598	7 329	7 628	7 354	6 981
Uruguay	17 555	15 634	13 436	15 959	16 397	17 779	15 908	15 557	16 356	15 552
Venezuela (República Bolivariana de)	22 077	16 367	10 992	9 662	9 762	9 466	8 439	8 830	9 029	7 945
<b>El Caribe</b>	<b>18 262</b>	<b>16 863</b>	<b>16 887</b>	<b>16 674</b>	<b>16 249</b>	<b>16 195</b>	<b>13 921</b>	<b>15 773</b>	<b>14 237</b>	<b>13 708</b>
Antigua y Barbuda <sup>a</sup>	297	356	330	314	319	339	...	328	...	...
Bahamas	787	808	902	1 408	1 597	1 588	1 316	1 197	1 392	1 587
Barbados	467	434	315	237	206	213	289	525	532	...
Belice	483	432	371	306	294	301	288	287	268	262
Dominica <sup>a</sup>	100	125	221	211	246	226	...	189	...	...
Granada <sup>a</sup>	158	189	201	195	189	193	...	231	...	...
Guyana	666	599	616	584	499	473	453	528	516	525
Jamaica	2 473	2 914	3 291	3 781	3 657	3 687	3 569	3 532	3 605	3 579
Saint Kitts y Nevis <sup>a</sup>	318	280	313	357	320	356	...	355	...	...
San Vicente y las Granadinas <sup>a</sup>	156	165	191	180	179	174	...	168	...	...
Santa Lucía <sup>a</sup>	235	298	289	307	308	295	...	275	...	...
Suriname	625	330	381	424	447	533	541	581	573	605
Trinidad y Tabago	11 497	9 933	9 466	8 370	7 988	7 816	7 465	7 575	7 351	7 151

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Se refiere a las reservas internacionales netas.<sup>b</sup> Datos al mes de abril.

**Cuadro A.20**

América Latina y el Caribe: tipo de cambio real efectivo<sup>a,b</sup>  
(Índices 2005=100, valores medios del periodo)

	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>c</sup>				2019 <sup>c</sup>	
					Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>d</sup>
<b>América Latina y el Caribe<sup>e</sup></b>	<b>83,5</b>	<b>84,4</b>	<b>85,4</b>	<b>84,2</b>	<b>85,5</b>	<b>86,5</b>	<b>86,3</b>	<b>86,2</b>	<b>86,0</b>	<b>86,6</b>
Barbados	87,9	84,4	82,9	80,8	80,2	81,2	79,4	78,7	78,4	76,1
Bolivia (Estado Plurinacional de)	74,9	65,6	62,6	64,8	64,7	62,0	58,1	57,8	58,2	57,7
Brasil	85,4	106,2	101,8	94,3	95,1	101,4	105,1	100,0	98,2	102,1
Chile	105,4	109,4	108,4	105,1	99,7	100,4	103,0	104,7	103,2	104,4
Colombia	84,5	104,3	108,7	105,7	99,4	94,0	94,7	100,7	98,0	100,8
Costa Rica	77,4	73,5	75,0	79,2	79,4	78,3	77,9	81,0	81,5	80,2
Dominica	111,6	110,4	109,9	111,1	113,2	112,8	111,8	110,8	110,0	109,7
Ecuador	93,3	85,1	83,8	87,4	88,6	86,8	84,2	83,3	83,4	83,9
El Salvador	104,6	103,7	103,9	107,1	106,0	103,8	101,7	101,2	101,5	102,2
Guatemala	83,3	77,9	73,5	69,8	69,6	69,3	68,8	69,3	68,6	68,1
Honduras	82,8	82,6	84,1	85,9	85,6	84,9	83,9	83,0	83,2	83,1
Jamaica	105,9	104,9	115,1	125,4	105,1	93,0	89,4	84,7	83,1	85,6
México	108,0	122,2	140,8	137,9	134,8	139,6	133,1	136,6	131,4	131,0
Nicaragua	105,5	100,9	104,0	113,0	105,2	97,8	94,8	94,4	93,3	93,5
Panamá	89,0	85,5	84,6	86,2	88,3	87,5	86,3	85,9	86,7	86,8
Paraguay	66,0	67,1	69,7	71,8	70,7	67,5	64,9	66,1	68,3	69,3
Perú	93,0	94,9	96,4	93,4	95,8	94,5	92,1	92,9	92,1	91,4
República Dominicana	118,9	115,8	117,2	123,0	122,2	118,6	115,9	116,2	116,6	116,6
Trinidad y Tabago	67,1	61,2	62,0	64,0	65,0	65,3	63,5	62,6	62,9	63,5
Uruguay	74,3	74,1	74,7	72,2	66,5	64,7	62,6	63,7	62,4	65,2

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

<sup>a</sup> El índice del tipo de cambio real efectivo mundial se calcula ponderando los índices de tipo de cambio real de cada socio comercial por la participación del comercio —exportaciones más importaciones— con ese socio en el total del comercio del país.

<sup>b</sup> Una moneda se deprecia en términos reales efectivos cuando este índice aumenta y se aprecia cuando disminuye.

<sup>c</sup> Cifras preliminares.

<sup>d</sup> Datos al mes de mayo.

<sup>e</sup> El índice del tipo de cambio real efectivo extrarregional excluye el comercio con otros países de América Latina y el Caribe.

**Cuadro A.21**

América Latina y el Caribe: tasa de participación

*(Tasas anuales medias)*

			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2018 <sup>a</sup>	2019 <sup>a</sup>
			Primer trimestre								
<b>América Latina y el Caribe<sup>b</sup></b>		<b>Global</b>	<b>62,2</b>	<b>62,1</b>	<b>61,9</b>	<b>61,9</b>	<b>62,0</b>	<b>62,2</b>	<b>62,3</b>	...	...
Argentina <sup>c</sup>	Áreas urbanas	Global	59,3	58,9	58,3	57,7 <sup>d</sup>	57,5 <sup>e</sup>	57,8	58,5	58,5	58,9
		Mujeres	47,6	47,1	46,9	46,4 <sup>d</sup>	46,9 <sup>e</sup>	47,1	48,7	48,5	49
		Hombres	72,2	72,0	70,9	70,1 <sup>d</sup>	69,4 <sup>e</sup>	69,7	69,6	69,8	69,8
Bahamas	Total nacional	Global	72,5	73,2	73,7	74,3	77,1	80,5	82,8	...	...
		Mujeres	69,5	70,1	70,1	71,7	73,1	74,7	76,7	...	...
		Hombres	75,8	76,9	77,8	79,5	81,7	83,7	85,5	...	...
Barbados	Total nacional	Global	66,2	66,7	63,8	65,1	66,5	65,3	64,8	...	...
		Mujeres	61,1	61,8	60,4	61,7	62,8	61,5	60,6	...	...
		Hombres	72,0	72,3	67,7	68,7	70,4	69,7	69,4	...	...
Belice	Total nacional	Global	65,8	64,0	63,6	63,2	64	64,1	65,5	...	...
		Mujeres	52,6	49,8	49,2	48,7	50,3	50,2	52,9	...	...
		Hombres	79,2	78,3	78,2	77,8	78	78,2	78,3	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>f</sup>	Total nacional	Global	61,2	63,4	65,8	61,0	66,0	67,4	70,8	...	...
		Mujeres	52,6	54,8	57,1	50,4	56,1	58,3	63,0	...	...
		Hombres	70,4	72,6	75,0	72,1	76,4	76,8	79,1	...	...
Brasil	Total nacional	Global	61,4	61,3	61,0	61,3	61,4	61,7	61,6	61,7	61,7
		Mujeres	50,8	50,7	50,6	51,2	51,4	52,3	52,5	52,3	52,8
		Hombres	73,1	72,9	72,5	72,4	72,3	72,0	71,7	71,9	71,6
Chile	Total nacional	Global	59,5	59,6	59,8	59,7	59,5	59,7	59,7	59,9	59,5
		Mujeres	47,6	47,7	48,4	48,2	48,0	48,5	49,1	49,3	48,9
		Hombres	71,9	71,8	71,6	71,5	71,3	71,2	70,6	71,0	70,4
Colombia	Total nacional	Global	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	64,0	63,2	63,5
		Mujeres	54,1	53,9	54,0	54,8	54,5	54,5	53,8	52,7	53,3
		Hombres	75,4	74,9	74,9	75,2	74,9	74,8	74,6	74,1	74,2
Costa Rica	Total nacional	Global	62,5	62,2	62,6	61,2	58,4	58,8	60,7	57,7	62,4
		Mujeres	48,4	48,6	49,2	48,1	44,3	44,5	46,9	42,7	50,3
		Hombres	76,2	75,5	75,9	74,3	72,4	73,0	74,3	72,6	74,4
Cuba	Total nacional	Global	74,2	72,9	71,9	67,1	65,2	63,4	63,8	...	...
		Mujeres	57,4	57,3	56,3	52,6	50,9	49,4	49,5	...	...
		Hombres	89,5	87,1	86,2	80,4	78,2	76,2	76,9	...	...
Ecuador <sup>g</sup>	Total nacional	Global	61,7	62,1	63,2	66,2	68,2	68,8	67,0	68,1	66,5
		Mujeres	47,4	47,7	48,5	52,7	56,2	56,9	55,0	55,6	54,4
		Hombres	76,9	77,2	78,8	80,5	81,0	81,0	79,7	81,4	79,1
El Salvador	Total nacional	Global	63,2	63,6	63,6	62,8	62,1	61,9	61,3	...	...
		Mujeres	47,9	49,3	49,3	47,8	46,7	46,3	46,1	...	...
		Hombres	81,4	80,7	80,7	80,7	80,2	80,6	79,5	...	...
Guatemala	Total nacional	Global	65,4	60,6	60,9	60,7	60,8	61,0	60,2 <sup>h</sup>	...	...
		Mujeres	45,7	40,6	40,6	38,9	39,2	39,2	39,2 <sup>h</sup>	...	...
		Hombres	87,6	83,4	83,8	84,7	85,0	85,3	84,2 <sup>h</sup>	...	...
Honduras	Total nacional	Global	50,8	53,7	56,0	58,3	57,5	59,0	60,4	...	...
		Mujeres	33,8	37,2	40,6	44,1	43,0	43,8	46,0	...	...
		Hombres	69,2	72,1	73,6	74,4	74,0	76,0	76,3	...	...
Jamaica	Total nacional	Global	61,9	63,0	62,8	63,1	64,8	65,1	64,1	63,9	64,2 <sup>i</sup>
		Mujeres	54,9	56,2	55,9	56,3	58,6	59,1	58,0	58,0	58,6 <sup>i</sup>
		Hombres	69,1	70,0	70,0	70,3	71,2	71,3	70,4	70,0	70,0 <sup>i</sup>

Cuadro A.21 (conclusión)

			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>a</sup>	2019 <sup>a</sup>	
			Primer trimestre								
México <sup>j</sup>	Total nacional	Global	59,2	60,3	59,8	59,8	59,7	59,3	59,6	59,0	59,5
		Mujeres	43,0	43,9	43,1	43,4	43,4	43,0	43,5	42,6	43,7
		Hombres	77,1	78,5	78,3	78,0	77,7	77,6	77,4	77,1	76,9
Nicaragua	Total nacional	Global	76,8	75,8	74,0	72,4	73,6	73,5	71,7	...	...
		Mujeres	66,6	65,1	63,0	60,9	63,1	63,2	61,6	...	...
		Hombres	87,7	87,3	85,8	84,6	84,9	84,7	82,6	...	...
Panamá	Total nacional	Global	63,4	64,1	64,0	64,2	64,4	64,0	65,4	66,6	65,9 <sup>k</sup>
		Mujeres	48,0	49,2	49,8	50,8	51,1	51,2	52,8	54,2	54,3 <sup>k</sup>
		Hombres	80,1	79,7	79,4	78,4	78,6	77,6	78,8	79,6	78,4 <sup>k</sup>
Paraguay <sup>l</sup>	Total nacional	Global	64,3	62,6	61,6	62,1	62,64	71,0	71,9	71,9	73,6
		Mujeres	53,8	51,9	49,6	50,2	50,8	57,8	59,4	58,4	61,3
		Hombres	74,7	73,8	74,1	74,1	74,5	84,4	84,5	85,5	86,2
Perú	Total nacional	Global	73,6	73,2	72,3	71,6	72,2	72,4	72,2	73,0	72,9
		Mujeres	64,8	64,5	63,3	62,3	63,3	64,0	64,2	64,1	64,4
		Hombres	82,4	82,0	81,4	81,0	81,2	81,0	80,2	82,0	81,5
República Dominicana <sup>m</sup>	Total nacional	Global	59,0	58,7	59,1	61,8	62,3	62,2	63,6	62,9	64,9
		Mujeres	44,0	43,7	44,0	48,1	48,9	49,0	50,4	49,9	52,0
		Hombres	74,4	74,1	74,6	76,3	76,6	76,1	77,8	76,7	78,8
Trinidad y Tabago	Total nacional	Global	61,8	61,3	61,9	60,6	59,7	59,2	...	...	...
		Mujeres	...	...	51,8	50,1	50,1	49,5	...	...	...
		Hombres	...	...	72,2	71,2	69,5	68,9	...	...	...
Uruguay	Total nacional	Global	64,0	63,6	64,7	63,8	63,4	62,9	62,4	62,6	62,4
		Mujeres	55,6	56,4	55,9	55,4	55,3	55,0	54,9	54,7	55,2
		Hombres	73,5	73,9	74,3	72,9	72,3	71,4	70,7	71,2	70,2
Venezuela (República Bolivariana de)	Total nacional	Global	63,9	64,3	65,3	63,7	64,0	...	...	...	...
		Mujeres	50,1	50,6	52,1	49,8	50,2	...	...	...	...
		Hombres	77,8	78,1	78,7	77,9	77,9	...	...	...	...

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

<sup>a</sup> Cifras preliminares.

<sup>b</sup> Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar. Las series regionales son promedios ponderados de los datos nacionales (sin Belice y Nicaragua) e incluyen ajustes por falta de información y cambios metodológicos.

<sup>c</sup> El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión. Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

<sup>d</sup> El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

<sup>e</sup> El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

<sup>f</sup> Nueva medición a partir de 2016; los datos no son comparables con la serie anterior.

<sup>g</sup> Hasta 2013, diciembre de cada año. A partir de 2014, promedio del año.

<sup>h</sup> El dato se refiere a la medición de junio.

<sup>i</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.

<sup>j</sup> Nueva medición a partir de 2013; los datos no son comparables con la serie anterior.

<sup>k</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de marzo.

<sup>l</sup> Nueva medición a partir de 2017; los datos no son comparables con la serie anterior.

<sup>m</sup> Nueva medición a partir de 2015; los datos no son comparables con la serie anterior.

**Cuadro A.22**América Latina y el Caribe: desempleo urbano abierto<sup>a</sup>

(Tasas anuales medias)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>b</sup>	2018 <sup>b</sup>	2019 <sup>b</sup>
											Primer trimestre
<b>América Latina y el Caribe<sup>c</sup></b>		<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	...	...
Argentina <sup>d</sup>	Áreas urbanas	7,2	7,2	7,1	7,3	6,5 <sup>e</sup>	8,5 <sup>e</sup>	8,4	9,2	9,1	10,1
Bahamas <sup>g</sup>	Total nacional	15,9	14,4	15,8	14,8	13,4	12,2	10,0	10,4	...	...
Barbados <sup>g</sup>	Total nacional	11,2	11,6	11,6	12,3	11,3	9,7	10,0	10,1	...	...
Belice <sup>g</sup>	Total nacional	...	15,3	13	11,6	10,1	9,5	9,3	9,4	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>h</sup>	Total urbano	...	3,8	3,2	4,0	3,5	4,4	4,9	4,6	...	...
Brasil	Veinte regiones metropolitanas <sup>i</sup>	3,8	3,2	4,0	3,5	4,4	4,7	5,1	4,9	...	...
Chile	Total urbano	6,0	8,2	8,0	7,8	9,3	13,0	14,5	14,2	14,8	14,3
Colombia <sup>g</sup>	Cabeceras municipales	7,4	6,7	6,2	6,7	6,4	6,8	6,9	7,3	7,3	7,2
Colombia <sup>j</sup>	Cabeceras municipales	11,8	11,4	10,7	10,0	9,8	10,3	10,5	10,9	12,0	13,0
Costa Rica <sup>k</sup>	Total urbano	11,1	10,8	10,0	9,4	9,2	9,7	9,9	10,3	11,4	12,4
Cuba	Total nacional	7,7	9,8	9,1	9,5	9,7	9,6	9,0	10,3	10,4	11,5
Ecuador <sup>g</sup>	Total urbano	3,2	3,5	3,3	2,7	2,5	2,0	1,7	1,7	...	...
Ecuador <sup>j</sup>	Total urbano	6,0	4,9	4,7	5,1	5,4	6,8	5,6	5,2	5,7	5,8
El Salvador <sup>g</sup>	Total urbano	5,0	4,2	4,0	4,3	4,7	5,9	5,0	4,7	5,3	5,1
Guatemala	Total urbano	6,6	6,2	5,6	6,7	6,5	6,9	6,8	6,1	...	...
Honduras	Total urbano	3,1	4,0	3,8	4,0	3,2	3,4	3,2	3,9 <sup>l</sup>	...	...
Jamaica <sup>g</sup>	Total nacional	6,8	5,6	6,0	7,5	8,8	9,0	8,2	8,0	...	...
Jamaica <sup>j</sup>	Total nacional	12,6	13,9	15,2	13,7	13,5	13,2	11,7	9,1	9,6	8,0 <sup>m</sup>
México	Total urbano	8,4	9,3	10,3	9,4	9,5	9,0	7,7	5,6	5,7	5,2 <sup>m</sup>
Nicaragua	Total urbano	5,6	5,4	5,4	5,3	4,7	4,3	3,8	3,6	3,4	3,7
Panamá <sup>g</sup>	Total urbano	8,1	8,7	7,7	8,5	7,7	6,3	5,2	7,5	...	...
Panamá <sup>j</sup>	Total urbano	5,4	4,8	4,7	5,4	5,8	6,4	6,9	7,1	6,9	7,2 <sup>n</sup>
Paraguay <sup>o</sup>	Asunción y áreas urbanas del Departamento Central	6,9	7,9	7,7	7,8	6,5	7,7	6,9	7,1	8,1	7,6 <sup>n</sup>
Perú	Total urbano	5,1	4,7	4,8	4,5	4,4	5,2	5,0	4,8	6,5	6,2
República Dominicana	Total urbano <sup>p</sup>	6,7	7,2	7,9	7,2	7,9	7,9	6,1	6,1	5,9	6,1
Trinidad y Tabago	Total nacional	5,1	5,0	3,6	3,3	3,5	4,0	4,8	...	...	...
Uruguay	Total urbano	6,6	6,7	6,7	6,9	7,8	8,2	8,3	8,6	9,2	9,1
Venezuela (República Bolivariana de)	Total nacional	8,3	8,1	7,8	7,2	7,0	7,3	...	...	...	...

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de las encuestas de hogares de los países.

<sup>a</sup> Porcentaje de población desempleada con respecto a la población económicamente activa.

<sup>b</sup> Cifras preliminares.

<sup>c</sup> Promedio ponderado con ajustes por falta de información y diferencias y cambios metodológicos. Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar.

<sup>d</sup> El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión. Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

<sup>e</sup> El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

<sup>f</sup> El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

<sup>g</sup> Incluye el desempleo oculto.

<sup>h</sup> Nueva medición a partir de 2016; los datos no son comparables con la serie anterior.

<sup>i</sup> Hasta 2011, seis áreas metropolitanas.

<sup>j</sup> Incluye un ajuste de las cifras de la fuerza de trabajo por la exclusión del desempleo oculto.

<sup>k</sup> Nueva medición a partir de 2012; los datos no son comparables con la serie anterior.

<sup>l</sup> El dato se refiere a la medición de junio.

<sup>m</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.

<sup>n</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de marzo.

<sup>o</sup> Nueva medición a partir de 2017; los datos no son comparables con la serie anterior.

<sup>p</sup> Hasta 2014, total nacional.

**Cuadro A.23**América Latina y el Caribe: tasa de ocupación<sup>a</sup>*(Tasas anuales medias)*

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>b</sup>	2018 <sup>b</sup>	2019 <sup>b</sup>
		Primer trimestre									
<b>América Latina y el Caribe<sup>c</sup></b>		<b>57,9</b>	<b>58,2</b>	<b>58,1</b>	<b>58,1</b>	<b>57,8</b>	<b>57,2</b>	<b>57,2</b>	<b>57,3</b>	...	...
Argentina <sup>d</sup>	Áreas urbanas	55,2	55,0	54,7	54,0	53,9 <sup>e</sup>	52,6 <sup>f</sup>	52,9	53,1	53,2	52,9
Bahamas	Total nacional	60,6	62,1	61,6	62,8	64,3	67,7	72,5	74,2	...	...
Barbados	Total nacional	60,0	58,5	58,9	56,0	57,7	60,0	58,8	58,3	...	...
Belice	Total nacional	...	55,7	55,9	56,6	56,8	57,9	58,1	59,0	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>g</sup>	Total nacional	64,2	59,7	61,5	64,3	58,9	63,8	64,9	68,4	...	...
Brasil <sup>h</sup>	Total nacional	56,0	56,9	56,9	56,8	56,1	54,3	53,9	54,1	53,6	53,9
Chile	Total nacional	55,5	55,7	56,0	56,0	56,0	55,6	55,7	55,5	55,8	55,4
Colombia	Total nacional	56,8	57,9	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,8	57,8	56,0
Costa Rica <sup>h</sup>	Total nacional	56,0	56,2	56,4	56,6	55,4	52,8	53,5	54,4	51,8	55,4
Cuba	Total nacional	73,6	71,6	70,5	70,0	65,4	63,8	62,4	62,7	...	...
Ecuador <sup>i</sup>	Total nacional	59,9	59,1	59,5	60,4	63,3	64,6	65,5	64,3	65,1	63,4
El Salvador	Total nacional	58,6	59,4	59,9	58,4	57,8	57,9	57,6	57,4	...	...
Guatemala	Total nacional	59,2	63,5	58,7	59,1	59,2	59,2	59,4	58,6 <sup>j</sup>	...	...
Honduras	Total nacional	49,7	48,9	51,6	53,1	54,0	53,2	55,1	57,0	...	...
Jamaica	Total nacional	54,4	53,3	53,4	54,2	54,6	56,2	57,5	58,2	57,7	59,1 <sup>k</sup>
México <sup>l</sup>	Total nacional	55,6	56,3	57,3	56,9	57,2	57,4	57,3	57,6	57,1	57,5
Nicaragua	Total nacional	71,2	72,3	71,5	69,1	68,1	70,2	70,8	67,8	...	...
Panamá	Total nacional	59,1	60,8	61,5	60,9	60,9	60,8	60,1	61,5	62,7	61,7 <sup>m</sup>
Paraguay <sup>n</sup>	Total nacional	57,3	61,5	60,1	58,6	58,7	58,9	66,7	67,4	66,6	68,5
Perú	Total nacional	70,9	70,8	70,3	69,6	68,9	69,2	69,5	69,5	69,2	69,2
República Dominicana <sup>o</sup>	Total nacional	54,5	55,2	54,6	55,4	57,3	57,9	58,7	60,0	59,5	61,1
Trinidad y Tabago	Total nacional	58,2	58,8	59,1	59,9	58,5	57,4	56,3	...	...	...
Uruguay	Total nacional	60,7	59,9	59,5	60,4	59,0	58,4	57,9	57,2	57,1	56,9
Venezuela (República Bolivariana de)	Total nacional	59,0	58,7	59,3	60,4	59,2	59,3	...	...	...	...

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Porcentaje de población ocupada con respecto a la población en edad de trabajar.<sup>b</sup> Cifras preliminares.<sup>c</sup> Promedio ponderado con ajustes por falta de información y diferencias y cambios metodológicos. Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar.<sup>d</sup> El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión. Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.<sup>e</sup> El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.<sup>f</sup> El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.<sup>g</sup> Nueva medición a partir de 2016; los datos no son comparables con la serie anterior.<sup>h</sup> Nueva medición a partir de 2012; los datos no son comparables con la serie anterior.<sup>i</sup> Hasta 2013, diciembre de cada año. A partir de 2014, promedio del año.<sup>j</sup> El dato se refiere a la medición de junio.<sup>k</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.<sup>l</sup> Nueva medición a partir de 2013; los datos no son comparables con la serie anterior.<sup>m</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de marzo.<sup>n</sup> Nueva medición a partir de 2017; los datos no son comparables con la serie anterior.<sup>o</sup> Nueva medición a partir de 2015; los datos no son comparables con la serie anterior.

**Cuadro A.24**

América Latina y el Caribe: indicadores de empleo registrado

(Índices 2010=100)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	2019 <sup>a</sup>
										Primer trimestre	
Argentina <sup>b</sup>	100,0	105,0	107,0	109,6	110,9	114,0	114,3	115,3	115,6	116,2	114,7 <sup>c</sup>
Brasil <sup>d</sup>	100,0	106,6	111,4	114,8	117,2	115,2	110,6	108,7	109,7	109,0	110,4 <sup>c</sup>
Chile <sup>e</sup>	100,0	105,7	112,1	115,8	117,9	120,1	122,2	123,4	127,8	128,3	132,3 <sup>c</sup>
Costa Rica <sup>f</sup>	100,0	103,1	106,7	109,0	110,7	112,6	116,3	119,7	122,1	122,0	122,4 <sup>g</sup>
El Salvador <sup>f</sup>	100,0	103,3	105,5	111,0	113,5	115,1	117,3	118,3	120,3	120,3	122,9 <sup>h</sup>
Guatemala <sup>f</sup>	100,0	104,3	107,1	110,4	111,8	114,2	117,4	118,6	119,6	...	...
Jamaica <sup>i</sup>	100,0	99,4	99,0	100,4	...	...	...	...	...	...	...
México <sup>j</sup>	100,0	104,3	109,2	113,0	117,0	122,0	126,7	132,2	137,6	135,8	139,8 <sup>c</sup>
Nicaragua <sup>f</sup>	100,0	108,1	116,6	125,9	132,8	144,6	160,3	170,9	153,0	169,8	141,5 <sup>h</sup>
Panamá <sup>k</sup>	100,0	110,3	117,8	122,5	126,1	127,2	125,4	126,8	123,3	123,4	120,8 <sup>l</sup>
Perú <sup>m</sup>	100,0	105,4	109,6	112,7	114,8	115,8	118,3	120,7	125,4	123,7	126,7 <sup>c</sup>
Uruguay <sup>n</sup>	100,0	104,9	108,9	110,9	111,7	110,1	108,9	109,4	108,9	110,4	110,5 <sup>l</sup>

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Cifras preliminares.<sup>b</sup> Asalariados cotizantes del sistema de pensiones.<sup>c</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio enero a abril.<sup>d</sup> Trabajadores cubiertos por la legislación social y laboral.<sup>e</sup> Trabajadores dependientes cotizantes del sistema de pensiones.<sup>f</sup> Trabajadores cubiertos por la seguridad social.<sup>g</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio enero a mayo.<sup>h</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio enero a febrero.<sup>i</sup> Trabajadores de empresas con 10 o más empleados.<sup>j</sup> Trabajadores privados cubiertos por la legislación social y laboral.<sup>k</sup> Hasta 2012, trabajadores cubiertos por la seguridad social. A partir de 2013, trabajadores de pequeñas, medianas y grandes empresas de la industria manufacturera, el comercio y los servicios.<sup>l</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden al primer trimestre.<sup>m</sup> Puestos de trabajo reportados a la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria. Hasta 2015, trabajadores de empresas con 10 o más empleados.<sup>n</sup> Puestos de trabajo que generan cotizaciones a la seguridad social.**Cuadro A.25**

América Latina: indicadores de subempleo por horas

(En porcentajes de los ocupados)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>a</sup>	2018 <sup>a</sup>	2018	2019 <sup>a</sup>
										Primer trimestre	
Argentina <sup>b c</sup>	Áreas urbanas	9,1	9,3	9,2	9,6	9,0 <sup>d</sup>	11,5 <sup>e</sup>	11,4	12,3	10,8	13,1
Brasil <sup>f</sup>	Áreas urbanas	...	6,8	5,5	4,9	5,4	5,3	6,6	7,2	6,8	7,4
Chile <sup>g</sup>	Total nacional	11,9	11,5	11,6	11,3	10,3	10,9	9,9	9,8	9,1	9,2
Colombia <sup>h</sup>	Total nacional	11,2	12,1	11,8	10,1	10,3	9,9	9,5	8,9	8,0	10,1
Costa Rica <sup>i</sup>	Total nacional	13,4	11,3	12,5	12,8	12,4	9,0	8,1	8,7	7,2	8,6
Ecuador <sup>f</sup>	Total nacional	9,1	7,9	9,9	10,6	11,7	15,7	17,0	15,4	15,3	16,4
El Salvador <sup>f</sup>	Total nacional	3,4	5,8	5,8	6,7	6,8	7,7	7,6	6,3	...	...
Honduras <sup>j</sup>	Total nacional	10,4	10,5	11,7	12,5	14,1	11,5	11,8	14,2	...	...
México <sup>j</sup>	Total nacional	8,6	8,5	8,3	8,1	8,3	7,6	7,1	6,9	6,8	6,8
Panamá <sup>k</sup>	Total nacional	1,5	2,4	2,5	2,0	2,5	2,3	2,5	3,7	...	...
Paraguay <sup>k</sup>	Asunción y áreas urbanas del Departamento Central <sup>l</sup>	6,1	5,3	4,7	4,8	4,6	4,0	5,5	5,3	5,2	7,2
Perú <sup>b</sup>	Lima metropolitana	12,4	12,0	11,6	11,3	10,4	11,3	11,5	13,6	13,2	13,0
Uruguay <sup>f</sup>	Total nacional	7,2	7,1	6,8	6,6	7,1	8,3	8,4	8,5	8,6	9,5

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Cifras preliminares.<sup>b</sup> Ocupados que trabajan menos de 35 horas semanales, desean trabajar más y están disponibles para hacerlo.<sup>c</sup> El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión. Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.<sup>d</sup> El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.<sup>e</sup> El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.<sup>f</sup> Ocupados que trabajan menos de 40 horas semanales, desean trabajar más y están disponibles para hacerlo.<sup>g</sup> Ocupados que trabajan menos de 30 horas semanales, desean trabajar más y están disponibles para hacerlo. A partir de 2017, ocupados que trabajan dos tercios de la jornada completa establecida, desean trabajar más y están disponibles para hacerlo.<sup>h</sup> Ocupados que trabajan menos de 48 horas semanales, desean trabajar más y están disponibles para hacerlo.<sup>i</sup> Ocupados que desean trabajar más que lo que su ocupación actual les permite.<sup>j</sup> Ocupados que trabajan menos de 36 horas semanales, desean trabajar más y están disponibles para hacerlo.<sup>k</sup> Ocupados que trabajan menos de 30 horas semanales, desean trabajar más y están disponibles para hacerlo.<sup>l</sup> A partir de 2017, total nacional.



**Cuadro A.26**América Latina: salario medio real<sup>a</sup>

(Índices 2010=100)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>b</sup>	2018 <sup>b</sup>	2019 <sup>b</sup>
									Promedio enero a abril	
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>c</sup>	98,2	99,3	100,3	101,8	107,7	109,5	111,5 <sup>d</sup>	...	...	...
Brasil <sup>e</sup>	101,4	104,9	107,4	108,4	108,9	107,6	110,2	110,0	110,0	110,2 <sup>f</sup>
Chile <sup>g</sup>	102,5	105,8	109,9	111,9	113,9	115,4	119,0	121,3	121,2	123,8
Colombia <sup>h</sup>	100,3	101,3	104,0	104,5	105,7	103,4	106,6	107,7	105,7	107,7
Costa Rica <sup>i</sup>	105,7	107,1	108,5	110,7	115,2	118,2	119,6	121,7	121,5	124,3
El Salvador <sup>j</sup>	97,1	97,3	97,8	98,5	100,9	102,3	103,4	103,4	102,6	103,9 <sup>j</sup>
Guatemala <sup>i</sup>	100,4	104,4	104,3	106,8	110,4	108,2	107,2	107,9	...	...
México <sup>k</sup>	101,1	101,2	101,3	101,7	103,2	104,1	102,9	103,7	103,9	106,6
Nicaragua <sup>i</sup>	100,1	100,5	100,7	102,4	105,1	107,5	109,1	114,1	109,7	113,7 <sup>j</sup>
Panamá <sup>l</sup>	100,1	103,5	103,8	109,5	113,1	117,5	120,4	126,1	118,9	122,8 <sup>f</sup>
Paraguay <sup>m</sup>	102,8	103,5	105,7	107,0	107,5	108,2	108,5	110,4	...	...
Perú <sup>n</sup>	108,4	111,0	114,7	117,9	117,5	122,2	121,8	125,8	122,1	123,6
Uruguay <sup>o</sup>	104,0	108,4	111,7	115,4	117,3	119,1	122,6	122,8	124,2	125,6
Venezuela (República Bolivariana de) <sup>p</sup>	103,0	109,1	104,3	...	...	...	...	...	...	...

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Cifras deflactadas por el índice oficial de precios al consumidor de cada país.<sup>b</sup> Cifras preliminares.<sup>c</sup> Índice de salario medio del sector privado.<sup>d</sup> Dato corresponde al promedio de marzo y junio.<sup>e</sup> Trabajadores del sector privado amparados por la legislación social y laboral. Nueva serie a partir de 2013.<sup>f</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden al primer trimestre.<sup>g</sup> Índice general de remuneraciones por hora.<sup>h</sup> Industria manufacturera. Nueva serie a partir de 2015.<sup>i</sup> Salario medio declarado de los cotizantes al seguro social.<sup>j</sup> Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio de enero y febrero.<sup>k</sup> Salario medio declarado de los cotizantes privados a la seguridad social.<sup>l</sup> Salario medio declarado de los afiliados al seguro social. A partir de 2013, corresponde a trabajadores de pequeñas, medianas y grandes empresas de la industria manufacturera, el comercio y los servicios.<sup>m</sup> Índice de sueldos y salarios.<sup>n</sup> Ingreso medio del sector formal. Hasta 2015, salarios de trabajadores dependientes en Lima metropolitana.<sup>o</sup> Índice medio de salarios.<sup>p</sup> Índice de remuneraciones.

## Cuadro A.27

América Latina y el Caribe: indicadores monetarios

(Variación porcentual respecto del mismo período del año anterior)

		2014	2015	2016	2017	2018				2019	
						Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>a</sup>
<b>América Latina</b>											
Argentina	Base monetaria	19,7	33,2	27,9	31,0	26,5	30,4	38,6	38,5	30,1	30,5
	Dinero (M1)	26,1	31,6	20,2	29,4	24,2	30,2	23,7	17,3	9,4	12,6 <sup>b</sup>
	M2	23,1	33,2	23,9	28,0	32,4	35,0	40,5	42,5	30,3	27,4 <sup>b</sup>
	Depósitos en moneda extranjera	51,7	38,5	172,5	96,1	20,9	72,0	107,4	121,6	117,9	141,4 <sup>b</sup>
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Base monetaria	9,5	19,2	3,9	0,1	10,0	13,3	9,3	3,2	6,1	...
	Dinero (M1)	15,4	9,4	9,6	2,0	5,8	9,2	6,9	4,1	3,5	...
	M2	18,8	18,4	12,5	7,7	12,0	13,3	11,1	7,4	6,0	...
	Depósitos en moneda extranjera	-3,4	3,7	-1,0	-2,7	-4,3	-2,9	-4,6	-4,8	-1,0	...
Brasil	Base monetaria	7,2	3,0	3,2	6,2	5,1	5,4	8,0	6,5	5,4	4,6
	Dinero (M1)	5,1	-1,1	0,2	4,4	6,8	9,0	9,5	7,7	6,6	2,5
	M2	4,6	-0,9	3,7	12,2	13,0	11,7	12,2	13,3	12,0	9,4
Chile	Base monetaria	5,3	9,6	11,4	7,1	1,4	5,9	11,9	4,6	13,7	5,0
	Dinero (M1)	12,1	14,3	6,4	8,7	12,7	12,8	11,3	10,6	8,9	10,5
	M2	7,7	11,3	9,8	4,9	9,7	10,4	8,7	10,5	6,7	6,6
	Depósitos en moneda extranjera	29,0	18,7	8,0	-2,8	1,8	5,8	-0,7	7,3	8,8	8,5
Colombia	Base monetaria	16,7	15,0	8,8	1,3	8,4	6,3	6,8	7,6	6,9	12,1
	Dinero (M1)	14,8	10,4	3,9	1,1	5,4	6,6	7,3	7,4	8,2	10,9
	M2	12,9	10,2	10,5	5,7	6,2	5,2	5,5	5,4	5,5	7,2
Costa Rica	Base monetaria	11,7	11,1	10,1	7,5	6,4	3,9	3,5	2,7	2,6	4,6
	Dinero (M1)	12,3	9,6	17,8	1,7	0,7	4,6	5,6	6,8	7,0	4,1
	M2	14,0	8,9	4,1	0,5	-1,2	-1,6	-2,5	-0,1	1,9	1,0
	Depósitos en moneda extranjera	15,9	0,8	1,4	11,6	1,9	0,6	-0,8	8,6	10,7	6,8
Ecuador	Base monetaria	17,5	16,9	22,8	12,9	4,1	5,0	5,9	3,3	2,1	2,3 <sup>b</sup>
	Dinero (M1)	14,4	10,6	10,4	13,1	7,9	5,2	5,5	3,8	2,9	3,8 <sup>b</sup>
	M2	14,5	6,7	6,6	13,5	9,9	8,3	8,3	7,0	5,6	5,7 <sup>b</sup>
El Salvador	Base monetaria	2,8	1,2	3,5	9,3	9,0	5,9	4,2	3,2	7,1	7,7
	Dinero (M1)	4,0	4,9	3,9	6,5	8,8	8,4	6,2	0,2	6,1	4,2
	M2	1,3	2,9	5,6	7,1	8,7	8,4	7,4	4,8	5,5	5,3
Guatemala	Base monetaria	5,8	12,1	9,7	11,3	11,5	6,5	8,5	8,7	8,3	10,8
	Dinero (M1)	5,2	11,9	6,1	7,7	9,6	7,3	7,6	8,1	8,8	11,3
	M2	8,1	11,5	7,9	8,4	9,4	8,7	8,5	8,7	8,8	9,8
	Depósitos en moneda extranjera	9,4	6,0	4,2	-1,9	1,4	6,0	8,4	11,4	11,1	4,8
Haití	Base monetaria	-1,0	15,4	26,2	15,6	10,4	14,8	16,1	17,4	12,7	5,2 <sup>b</sup>
	Dinero (M1)	8,7	12,7	6,0	16,6	17,4	21,4	26,0	24,3	16,4	...
	M2	8,4	12,5	8,5	13,5	12,6	16,1	22,0	21,6	16,0	...
	Depósitos en moneda extranjera	8,5	18,5	27,7	18,2	6,4	-0,6	5,0	11,0	20,6	...
Honduras	Base monetaria	9,7	16,6	14,9	18,8	13,5	8,6	6,0	5,0	2,2	8,5 <sup>b</sup>
	Dinero (M1)	8,4	18,9	10,2	18,2	11,0	4,8	6,8	5,3	3,0	4,8 <sup>b</sup>
	M2	9,1	12,7	10,9	18,4	13,0	10,4	9,4	7,9	6,6	7,2 <sup>b</sup>
	Depósitos en moneda extranjera	7,3	11,3	8,3	16,3	4,4	6,4	5,4	3,6	7,3	6,9 <sup>b</sup>
México	Base monetaria	13,5	20,1	15,9	10,9	8,8	10,1	11,6	10,2	5,8	4,7
	Dinero (M1)	13,9	16,1	11,9	10,0	8,7	10,2	10,8	10,2	7,2	5,8
	M2	11,1	11,7	10,6	9,5	9,7	11,1	12,3	12,1	8,8	6,1
	Depósitos en moneda extranjera	26,1	39,7	30,2	29,6	13,8	20,3	0,6	-10,6	-7,8	-4,4
Nicaragua	Base monetaria	12,9	17,4	11,3	7,4	7,7	12,0	6,1	-9,3	-10,0	-3,3 <sup>b</sup>
	Dinero (M1)	16,4	21,0	9,5	8,9	10,5	7,4	-4,3	-12,2	-13,3	-16,3 <sup>b</sup>
	M2	16,4	21,0	9,5	8,9	10,5	7,4	-4,3	-12,2	-13,3	-16,3 <sup>b</sup>
	Depósitos en moneda extranjera	19,5	16,5	14,0	11,6	10,2	0,4	-12,3	-19,1	-21,9	-23,6 <sup>b</sup>

Cuadro A.27 (continuación)

		2014	2015	2016	2017	2018				2019	
						Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>a</sup>
Panamá	Base monetaria	-1,2	28,5	7,9	3,2	4,8	6,2	5,8	4,0	10,9	...
	Dinero (M1)	15,1	-0,4	0,2	0,5	0,9	3,0	-2,0	2,5	-0,7	...
	M2	13,3	4,8	6,1	5,4	4,1	3,4	1,8	2,7	2,1	...
Paraguay	Base monetaria	8,3	11,3	2,7	11,1	15,2	16,6	13,5	8,3	6,5	4,2
	Dinero (M1)	9,6	11,6	3,1	14,2	14,7	13,9	8,5	4,1	5,2	0,5
	M2	10,6	11,2	3,9	13,2	14,4	13,1	9,7	6,5	7,5	5,0
	Depósitos en moneda extranjera	29,3	22,3	13,9	1,8	2,9	6,9	1,6	4,8	7,5	5,2
Perú	Base monetaria	-8,6	-0,9	3,3	5,5	8,5	8,3	7,8	7,9	5,6	6,7
	Dinero (M1)	6,4	6,6	5,1	7,9	15,4	13,7	12,9	12,1	9,8	11,1
	M2	8,0	5,2	7,8	11,0	14,6	13,2	12,9	12,3	10,6	11,0
	Depósitos en moneda extranjera	15,2	20,8	9,6	-4,7	6,3	7,4	6,2	5,8	1,6	4,8
República Dominicana	Base monetaria	3,3	22,1	9,1	1,7	-3,1	-3,5	-3,0	4,4	7,6	13,6
	Dinero (M1)	13,6	12,9	13,9	6,2	17,2	18,0	13,6	6,3	5,3	7,5
	M2	11,2	10,7	12,2	7,5	9,8	10,3	7,5	5,0	5,3	6,4
	Depósitos en moneda extranjera	11,5	11,9	8,9	9,9	10,1	11,3	15,2	14,5	12,7	11,4
Uruguay	Base monetaria	11,0	11,5	10,9	13,2	0,3	-0,5	-1,3	5,2	4,3	12,2
	Dinero (M1)	6,1	7,1	2,2	13,1	6,2	8,8	4,3	2,8	8,3	8,3
	M2	8,7	9,4	11,1	15,4	11,0	13,1	10,0	8,8	10,1	11,4
	Depósitos en moneda extranjera	25,8	26,6	17,2	-6,9	-0,1	6,0	9,7	11,4	14,0	17,7
Venezuela (República Bolivariana de)	Base monetaria	86,5	95,2	144,2	873,1	2 950,8	6 932,4	22 338,1	38 944,8	99 509,2	79 552,4
	Dinero (M1)	69,5	85,1	116,6	551,7	2 220,8	7 004,1	23 616,6	53 256,7	102 128,2	58 599,4
	M2	69,1	84,9	116,4	544,9	2 202,9	6 957,3	2 262,2	5 222,8	102 119,9	58 750,7
<b>El Caribe</b>											
Antigua y Barbuda	Base monetaria	22,7	19,6	12,5	-17,1	3,7	1,8	3,0	13,5	5,9	... <sup>c</sup>
	Dinero (M1)	11,5	4,4	12,0	12,6	13,3	7,3	9,1	5,7	9,3	... <sup>c</sup>
	M2	3,5	2,5	0,1	5,1	5,3	4,3	5,3	4,3	4,6	... <sup>c</sup>
	Depósitos en moneda extranjera	20,0	17,0	17,3	18,3	45,7	41,7	23,8	22,6	12,0	... <sup>c</sup>
Bahamas	Base monetaria	13,8	-1,8	24,7	9,9	19,0	23,4	3,0	-12,5	-14,3	...
	Dinero (M1)	8,4	18,7	9,0	13,6	9,0	8,4	4,6	3,5	2,1	...
	M2	0,1	1,5	2,7	4,9	2,4	2,3	0,6	-0,3	-0,7	...
	Depósitos en moneda extranjera	-1,5	-19,9	1,2	32,2	-2,9	12,9	63,9	45,6	49,4	...
Barbados	Base monetaria	5,8	31,5	24,1	12,5	-2,3	-3,0	2,6	...	...	...
	Dinero (M1)	9,4	14,1	15,0	9,3	5,6	4,7	...	...	...	...
	M2	1,5	3,4	4,3	2,6	1,5	1,8	...	...	...	...
Belice	Base monetaria	18,8	24,6	12,6	-11,9	-16,3	-7,5	-5,8	-8,0	-4,3	-6,8 <sup>b</sup>
	Dinero (M1)	14,0	14,6	10,3	-4,9	6,3	8,0	7,4	4,2	2,7	5,9 <sup>b</sup>
Dominica	Base monetaria	14,6	22,9	40,7	25,4	0,5	7,2	1,7	-14,5	-30,7	...
	Dinero (M1)	2,2	7,8	18,1	13,2	63,0	56,3	46,8	13,6	-12,7	...
	M2	6,5	4,3	6,0	7,5	24,4	23,1	17,8	5,5	-5,5	...
	Depósitos en moneda extranjera	13,5	1,3	3,2	-20,6	-24,3	-28,3	19,5	16,4	8,6	...
Granada	Base monetaria	19,7	10,2	5,6	1,7	-3,8	-2,6	8,5	6,5	12,1	...
	Dinero (M1)	24,1	20,6	11,1	3,0	10,2	12,7	10,7	10,4	10,6	...
	M2	5,2	3,7	1,7	0,9	4,0	4,5	4,3	4,1	4,4	...
	Depósitos en moneda extranjera	7,8	17,4	35,9	10,2	7,4	-7,8	-4,0	7,2	22,7	...
Guyana	Base monetaria	2,5	14,3	13,5	6,2	2,7	12,8	14,6	12,3	11,2	6,1
	Dinero (M1)	10,1	7,9	7,1	9,0	8,0	9,0	8,7	9,8	11,9	13,9
Jamaica	Base monetaria	43,3	-4,1	10,7	15,2	12,5	8,5	15,4	14,2	18,0	25,4
	Dinero (M1)	5,0	15,7	21,8	11,2	15,9	21,0	23,0	20,0	15,9	18,0
	M2	2,6	9,9	15,2	24,1	22,7	22,2	16,4	13,3	13,2	16,2
	Depósitos en moneda extranjera	9,2	13,6	19,4	21,0	12,7	7,2	10,4	11,9	12,2	11,7

Cuadro A.27 (conclusión)

		2014	2015	2016	2017	2018				2019	
						Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>a</sup>
Saint Kitts y Nevis	Base monetaria	11,5	-13,3	15,8	2,3	2,3	8,2	-3,2	7,4	8,2	...
	Dinero (M1)	1,5	10,8	-0,7	-7,9	-5,6	-0,5	-0,7	1,6	26,2	...
	M2	6,4	5,9	0,2	-4,2	0,1	1,9	2,0	1,4	7,2	...
	Depósitos en moneda extranjera	46,4	16,3	-6,3	-5,9	-12,2	-11,7	-14,9	-12,8	-8,7	...
San Vicente y las Granadinas	Base monetaria	19,5	15,6	8,9	2,4	2,4	-6,9	1,5	-5,3	3,4	...
	Dinero (M1)	5,8	8,6	10,0	4,6	-1,0	-3,0	1,2	3,7	7,2	...
	M2	8,1	5,6	4,6	3,6	1,0	-0,5	0,3	0,8	3,0	...
	Depósitos en moneda extranjera	15,8	17,6	6,4	-7,4	-8,7	-6,1	6,7	-20,1	4,9	...
Santa Lucía	Base monetaria	9,6	28,5	3,3	-4,9	7,8	7,5	11,3	-2,5	-12,0	...
	Dinero (M1)	7,1	3,0	6,5	8,3	5,6	6,5	13,7	10,1	6,2	...
	M2	-1,0	1,6	3,1	1,3	0,1	0,5	3,6	3,8	2,7	...
	Depósitos en moneda extranjera	45,0	20,1	11,1	5,5	-14,3	-18,5	-3,5	-3,8	8,7	...
Suriname	Base monetaria	-7,2	-6,2	30,3	23,9	19,8	16,6	26,7	33,3	38,1	60,3 <sup>b</sup>
	Dinero (M1)	5,4	-4,5	15,0	14,1	11,0	8,1	16,8	22,5	29,5	38,5 <sup>b</sup>
	M2	8,1	-2,4	12,4	11,7	11,0	10,6	16,8	21,2	26,8	30,9 <sup>b</sup>
	Depósitos en moneda extranjera	11,4	9,9	85,5	20,3	7,8	7,6	4,7	3,1	-0,1	-2,9 <sup>b</sup>
Trinidad y Tabago	Base monetaria	8,0	-7,9	-7,3	-8,4	-5,2	-4,6	3,6	-3,8	-7,2	-7,2 <sup>b</sup>
	Dinero (M1)	19,8	0,0	1,2	-1,9	-0,7	-4,1	2,3	2,9	-0,3	1,9 <sup>b</sup>
	M2	11,6	3,8	2,8	-1,4	-0,7	-1,8	0,9	2,1	1,8	2,6 <sup>b</sup>
	Depósitos en moneda extranjera	-5,7	1,6	7,3	0,4	-1,8	-0,1	-1,0	-2,2	0,8	1,3 <sup>b</sup>

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

<sup>a</sup> Datos al mes de mayo.

<sup>b</sup> Datos al mes de abril.

<sup>c</sup> Datos al mes de febrero.

**Cuadro A.28**

América Latina y el Caribe: crédito interno

*(Variación porcentual respecto del mismo período del año anterior)*

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>a</sup>
<b>América Latina</b>										
Argentina	24,4	35,2	25,0	35,0	22,5	34,7	48,8	57,0	47,4	39,6 <sup>b</sup>
Bolivia (Estado Plurinacional de)	17,6	16,7	18,5	16,9	14,2	14,2	13,7	12,7	...	...
Brasil	9,5	9,0	9,5	7,5	3,1	2,8	1,6	4,9	5,7	7,6
Chile	7,6	20,0	8,8	5,5	10,5	11,3	8,8	10,2	8,0	7,8 <sup>b</sup>
Colombia	12,2	16,6	8,4	9,8	10,9	8,4	10,6	7,4	8,8 <sup>c</sup>	...
Costa Rica	19,4	13,1	13,5	11,0	7,0	5,2	4,9	6,5	5,3	3,8
Ecuador	16,2	10,1	5,6	12,0	3,1	10,1	13,7	14,7	15,7	10,9 <sup>b</sup>
El Salvador	9,5	7,3	8,1	4,4	6,0	5,8	3,1	2,7	3,6	3,6
Guatemala	12,0	12,0	6,0	2,2	0,6	2,4	4,6	5,1	4,3	2,9
Haití	30,4	18,2	10,2	11,7	18,9	19,4	27,9	27,5	23,1	...
Honduras	7,0	7,8	7,4	17,0	18,9	16,6	17,4	16,2	11,4	10,5 <sup>b</sup>
México	9,9	12,6	14,1	8,0	8,8	13,7	10,0	8,1	5,7	6,9 <sup>b</sup>
Nicaragua	11,6	11,8	14,2	15,7	7,8	3,0	-2,0	-6,8	...	...
Panamá	15,9	5,8	10,4	10,3	10,9	9,7	9,1	6,0	4,3	...
Paraguay	12,0	26,0	5,9	-1,1	5,8	11,0	15,0	16,9	15,1	18,6
Perú	43,0	21,2	12,8	11,3	37,5	46,4	37,4	31,0	13,8	3,2
República Dominicana	11,6	15,0	14,5	8,6	10,2	10,7	8,5	7,9	11,1	13,4
Uruguay	18,6	12,9	33,4	4,1	-11,2	-18,0	4,0	12,2	7,1	38,4
Venezuela (República Bolivariana de) <sup>d</sup>	63,8	74,5	100,1	302,9	3 118,1	9 969,9	119 947,3	414 319,8	550 201,0	264 530,8
<b>El Caribe</b>										
Antigua y Barbuda	-0,4	-5,9	-10,5	5,1	-2,6	-3,5	-1,4	0,7	4,6 <sup>c</sup>	...
Bahamas	0,0	0,7	0,7	1,9	-4,0	-4,9	-5,0	-0,2	0,6	...
Barbados	2,3	3,2	7,4	2,4	...	...	...	...	...	...
Belice	-0,6	8,9	18,5	2,5	4,3	7,8	7,8	5,1	4,1	6,2 <sup>b</sup>
Dominica	1,7	-1,8	-24,3	-24,6	-13,6	20,2	38,2	63,0	64,6 <sup>c</sup>	...
Granada	-9,0	-10,2	-11,2	-6,7	-1,1	-2,6	-9,5	-8,8	-10,3 <sup>c</sup>	...
Guyana	16,0	11,3	11,3	9,3	13,2	22,7	22,5	18,0	14,3	12,8
Jamaica	14,2	-2,2	4,7	5,6	-5,0	3,3	23,1	28,0	31,3	30,3
Saint Kitts y Nevis	-18,7	-79,9	-78,8	105,8	52,0	55,5	-25,1	-53,5	15,8 <sup>c</sup>	...
San Vicente y las Granadinas	3,5	5,4	0,3	0,1	3,3	5,0	1,9	1,7	2,5 <sup>c</sup>	...
Santa Lucía	-3,1	-12,2	-6,1	-8,0	-8,4	-7,3	-5,5	-4,9	-3,4 <sup>c</sup>	...
Suriname	21,5	23,5	33,8	13,3	10,8	-7,5	-9,8	-4,5	2,4	8,4 <sup>b</sup>
Trinidad y Tabago	-23,8	3,2	36,6	13,5	13,2	9,3	18,0	10,4	5,7	17,4 <sup>b</sup>

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Datos al mes de mayo.<sup>b</sup> Datos al mes de abril.<sup>c</sup> Datos al mes de febrero.<sup>d</sup> Crédito otorgado por los bancos comerciales, universales y de desarrollo.

**Cuadro A.29**

América Latina y el Caribe: tasa de interés de referencia de política monetaria

*(En tasas medias)*

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2
<b>América Latina</b>										
Argentina	26,7	27,0	28,8	26,4	27,5	36,8	48,3	65,1	55,5	69,0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	5,1	2,7	2,5	2,4	2,5	2,2	2,5	2,5	2,5	2,5 <sup>a</sup>
Brasil	11,0	13,6	14,2	9,8	6,8	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 <sup>b</sup>
Chile	3,7	3,1	3,5	2,7	2,5	2,5	2,5	2,8	2,9	2,8
Colombia	3,9	4,7	7,1	6,0	4,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Costa Rica	4,9	3,5	1,8	3,5	4,9	5,0	5,0	5,2	5,2	4,8
Guatemala	4,6	3,3	3,0	3,0	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8 <sup>b</sup>
Haití	4,8	12,3	14,7	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	15,3
Honduras	7,0	6,5	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,8	5,8 <sup>b</sup>
México	3,2	3,0	4,2	6,8	7,4	7,6	7,8	8,0	8,3	8,3 <sup>b</sup>
Paraguay	6,7	6,1	5,7	5,4	5,3	5,3	5,3	5,3	5,0	4,8 <sup>b</sup>
Perú	3,8	3,4	4,2	3,8	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8 <sup>b</sup>
República Dominicana	6,3	5,4	5,1	5,4	5,3	5,3	5,5	5,5	5,5	5,5
Venezuela (República Bolivariana de)	6,4	6,2	6,5	6,4	6,5	6,2	6,1	6,0	6,1 <sup>c</sup>	...
<b>El Caribe</b>										
Antigua y Barbuda	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 <sup>a</sup>
Bahamas	4,5	4,5	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0 <sup>a</sup>
Barbados	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0 <sup>d</sup>	...
Belice	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0 <sup>a</sup>
Dominica	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 <sup>a</sup>
Granada	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 <sup>a</sup>
Guyana	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0 <sup>a</sup>
Jamaica	5,8	5,5	5,1	4,2	2,8	2,4	2,0	1,9	1,5	1,0 <sup>b</sup>
Saint Kitts y Nevis	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 <sup>a</sup>
San Vicente y las Granadinas	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 <sup>a</sup>
Santa Lucía	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5 <sup>a</sup>
Trinidad y Tabago	2,8	4,1	4,8	4,8	4,8	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0 <sup>b</sup>

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Datos al mes de abril.<sup>b</sup> Datos al mes de mayo.<sup>c</sup> Datos al mes de enero.<sup>d</sup> Datos al mes de febrero.

**Cuadro A.30**

América Latina y el Caribe: tasas de interés activas representativas

(En tasas medias)

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2 <sup>a</sup>
<b>América Latina</b>										
Argentina <sup>b</sup>	29,3	28,2	33,3	26,8	29,6	36,6	54,6	70,4	59,5	70,0
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>c</sup>	6,5	6,4	6,2	6,0	6,4	6,2	6,3	6,6	6,7	5,0
Brasil <sup>d</sup>	45,0	49,5	53,7	49,9	46,6	44,9	44,8	44,2	44,8	45,2
Chile <sup>e</sup>	10,8	9,3	10,4	11,5	11,1	10,1	10,4	10,6	10,1	8,9
Colombia <sup>f</sup>	12,1	12,1	14,7	13,7	12,1	12,3	12,4	11,7	12,2	12,1
Costa Rica <sup>g</sup>	16,6	15,9	14,7	14,5	15,1	15,4	16,1	15,8	13,7	13,9
Ecuador <sup>h</sup>	8,1	8,3	8,7	7,9	7,5	7,2	7,7	8,5	8,5	8,6
El Salvador <sup>i</sup>	6,0	6,2	6,4	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6	6,5	6,7
Guatemala <sup>g</sup>	13,8	13,2	13,1	13,1	13,0	13,0	12,9	12,8	12,8	12,7
Haití <sup>j</sup>	18,6	18,8	19,7	18,0	18,1	18,2	17,4	17,2	17,1	17,0
Honduras <sup>g</sup>	20,6	20,7	19,3	19,3	18,1	17,9	17,6	17,6	17,4	17,3
México <sup>k</sup>	28,6	28,5	26,8	27,0	27,4	27,8	28,9	29,0	29,6 <sup>l</sup>	...
Nicaragua <sup>m</sup>	13,5	12,0	11,4	10,9	9,8	10,1	11,1	12,5	12,5	13,1
Panamá <sup>n</sup>	6,9	6,5	6,6	6,8	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1	7,1 <sup>o</sup>
Paraguay <sup>p</sup>	15,7	14,4	15,6	14,3	12,6	13,2	12,9	12,8	12,4	13,5
Perú <sup>q</sup>	15,7	16,1	16,5	16,8	15,6	14,2	14,2	14,2	14,4	14,5
República Dominicana <sup>g</sup>	13,9	14,9	15,1	13,9	12,2	12,3	13,0	12,7	12,9	12,9
Uruguay <sup>r</sup>	17,2	17,0	17,6	15,4	14,3	14,3	14,1	14,1	13,7	12,8
Venezuela (República Bolivariana de) <sup>s</sup>	17,1	19,9	21,4	21,5	22,1	21,8	21,6	22,0	29,5	31,3
<b>El Caribe</b>										
Antigua y Barbuda <sup>t</sup>	9,6	8,7	9,2	9,0	9,0	9,1	8,5	8,4	...	...
Bahamas <sup>u</sup>	11,8	12,3	12,5	11,8	11,4	11,3	11,6	11,3	10,3	10,4 <sup>o</sup>
Barbados <sup>t</sup>	7,0	6,9	6,7	6,6	6,7	6,6	6,7	6,7	6,7	... <sup>v</sup>
Belice <sup>w</sup>	10,9	10,3	9,8	9,5	9,2	9,2	9,1	9,0	9,1	9,2 <sup>o</sup>
Dominica <sup>t</sup>	8,8	8,6	8,2	8,0	7,9	7,8	7,6	7,6	...	...
Granada <sup>t</sup>	9,1	8,8	8,4	8,2	7,9	7,7	7,6	7,6	...	...
Guyana <sup>s</sup>	11,1	10,8	10,7	10,6	10,5	10,4	10,4	10,3	9,2	8,9
Jamaica <sup>w</sup>	17,2	17,0	16,5	14,9	14,4	14,1	14,1	13,8	13,3	13,3 <sup>o</sup>
Saint Kitts y Nevis <sup>t</sup>	8,8	8,5	8,5	8,5	8,4	8,4	8,1	8,1	...	...
San Vicente y las Granadinas <sup>t</sup>	9,3	9,3	9,1	8,7	8,5	8,4	8,4	8,4	...	...
Santa Lucía <sup>t</sup>	8,4	8,5	8,2	8,1	8,0	8,1	8,0	7,9	...	...
Suriname <sup>x</sup>	12,3	12,6	13,5	14,4	14,3	14,3	14,2	14,3	14,8	14,9
Trinidad y Tabago <sup>t</sup>	7,5	8,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,1	9,3	9,3	9,3

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Datos al mes de mayo.<sup>b</sup> Préstamos al sector privado no financiero en moneda nacional a tasa fija y repactable, documentos a sola firma hasta 89 días de plazo.<sup>c</sup> Tasa nominal en moneda nacional para operaciones a 60-91 días.<sup>d</sup> Tasa de interés sobre el crédito personal total para persona físicas.<sup>e</sup> Operaciones no reajustables, tasas activas 90-360 días.<sup>f</sup> Promedio ponderado de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería para los días hábiles del mes.<sup>g</sup> Promedio ponderado de las tasas activas en moneda nacional.<sup>h</sup> Tasa de interés activa efectiva referencial para el segmento comercial corporativo.<sup>i</sup> Tasa básica activa hasta un año.<sup>j</sup> Promedio de las tasas mínimas y máximas de préstamos.<sup>k</sup> Promedio de la tasa de interés por límite de crédito de tarjetas de crédito de la banca múltiple y la tasa del CAT (Costo Anual Total).<sup>l</sup> Datos al mes de febrero.<sup>m</sup> Promedio ponderado de las tasas activas de corto plazo del sistema, en moneda nacional.<sup>n</sup> Tasa de interés al crédito de comercio a un año.<sup>o</sup> Datos al mes de abril.<sup>p</sup> Tasa de préstamos comerciales en moneda nacional.<sup>q</sup> Tasa activa de mercado, promedio de las operaciones realizadas en los últimos 30 días hábiles.<sup>r</sup> Crédito a empresas a 30-367 días.<sup>s</sup> Tasa de operaciones activas, promedio de los seis principales bancos comerciales.<sup>t</sup> Promedio ponderado de las tasas de préstamos.<sup>u</sup> Promedio ponderado de las tasas de interés sobre préstamos y sobregiros.<sup>v</sup> Datos al mes de enero.<sup>w</sup> Promedio ponderado de las tasas sobre préstamos personales, comerciales, construcciones residenciales y otros.<sup>x</sup> Promedio de las tasas de préstamo.

**Cuadro A.31**

América Latina y el Caribe: precios al consumidor

(Variación porcentual en 12 meses)

	2014	2015	2016	2017	2018				2019	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Mayo
<b>América Latina y el Caribe<sup>a</sup></b>	<b>6,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>
<b>América Latina</b>										
Argentina <sup>b</sup>	23,9	27,5	38,5	25,0	25,6	29,5	40,3	47,1	54,1	56,8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	5,2	3,0	4,0	2,7	2,7	3,2	0,9	1,5	1,1	1,7
Brasil	6,4	10,7	6,3	2,9	2,7	4,4	4,5	3,7	4,6	4,7
Chile	4,8	4,4	2,7	2,3	1,8	2,5	3,1	2,6	2,5	2,8
Colombia	3,7	6,8	5,7	4,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3
Costa Rica	5,1	-0,8	0,8	2,6	2,6	2,1	2,2	2,0	1,4	2,3
Cuba <sup>c</sup>	2,1	2,4	-3,0	0,6	1,5	1,9	2,0	2,4	2,8	4,3
Ecuador	3,7	3,4	1,1	-0,2	-0,2	-0,7	0,2	0,3	-0,1	0,4
El Salvador	0,5	1,0	-0,9	2,0	0,9	0,9	1,4	0,4	0,7	0,8
Guatemala	2,9	3,1	4,2	5,7	4,1	3,8	4,6	2,3	4,2	4,5
Haití	6,4	12,5	14,3	13,3	12,9	13,0	14,5	16,5	17,7	18,6
Honduras	5,8	2,4	3,3	4,7	4,4	4,1	4,4	4,2	4,1	5,1
México	4,1	2,1	3,4	6,8	5,0	4,6	5,0	4,8	4,0	4,3
Nicaragua	0,0	2,9	3,1	5,8	5,0	5,3	4,8	3,4	4,7	5,8
Panamá	1,0	0,3	1,5	0,5	0,6	1,2	0,8	0,2	-0,2	0,0
Paraguay	4,2	3,1	3,9	4,5	4,1	4,4	4,0	3,2	2,8	3,8
Perú	3,2	4,4	3,2	1,4	0,4	1,4	1,3	2,2	2,2	2,7
República Dominicana	1,6	2,3	1,7	4,2	3,9	4,6	3,3	1,2	1,5	1,3
Uruguay	8,3	9,4	8,1	6,6	6,7	8,1	8,3	8,0	7,8	7,7
Venezuela (República Bolivariana de)	68,5	180,9	274,4	862,6	2 127,9	10 470,7	44 950,5	130 060,2	329 567,6	282 972,8 <sup>d</sup>
<b>El Caribe</b>										
Antigua y Barbuda	1,3	0,9	-1,1	2,4	0,3	1,5	1,2	1,7	1,2	...
Bahamas	0,2	2,0	0,8	1,8	0,7	1,9	3,7	2,0	3,6	... <sup>e</sup>
Barbados	2,3	-2,3	3,8	6,6	6,2	5,5	1,5	0,6	1,1	... <sup>e</sup>
Belice	-0,2	-0,6	1,1	1,0	-0,6	0,6	1,0	-0,1	0,3	0,0
Dominica	0,5	-0,5	0,6	0,6	0,7	1,0	1,6	2,8	1,6	...
Granada	-0,6	1,1	0,9	0,5	0,4	0,7	1,2	1,4	0,9	...
Guyana	1,2	-1,8	1,4	1,5	0,6	1,3	1,5	1,6	2,0	2,7 <sup>d</sup>
Jamaica	6,2	3,7	1,7	5,2	3,9	2,8	4,3	2,4	3,4	4,8
Saint Kitts y Nevis	-0,5	-2,4	0,0	0,8	-0,1	-0,8	-2,0	-0,8	-0,2	...
San Vicente y las Granadinas	0,1	-2,1	1,0	3,0	3,1	2,4	2,3	1,4	1,3	1,0 <sup>d</sup>
Santa Lucía	3,7	-2,6	-2,8	2,0	1,9	1,9	2,1	1,6	2,1	...
Suriname	3,9	25,2	49,2	9,3	8,7	7,0	5,5	5,4	4,1	4,7
Trinidad y Tabago	8,5	1,5	3,1	1,3	0,8	0,9	1,1	1,0	1,5	1,1

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Promedio ponderado, (no se incluye Venezuela (República Bolivariana de)).<sup>b</sup> A partir del 2017, se efectúa un empalme con los datos correspondientes al Gran Buenos Aires, a fines de comparación interanual.<sup>c</sup> Se refiere a los mercados en moneda nacional.<sup>d</sup> Datos al mes de abril.<sup>e</sup> Datos al mes de febrero.



**Cuadro A.32**

América Latina y el Caribe: balances fiscales

*(En porcentajes del PIB)*

	Resultado primario				Resultado global			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
<b>América Latina y el Caribe<sup>a</sup></b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,1</b>
<b>América Latina<sup>b</sup></b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>
Argentina	-1,9	-2,1	-2,8	-1,6	-3,7	-5,7	-5,8	-5,2
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>c</sup>	-3,6	-2,8	-4,4	...	-4,5	-3,4	-5,0	...
Brasil	-1,9	-2,5	-1,8	-1,7	-9,1	-7,6	-7,7	-7,3
Chile	-1,5	-2,0	-1,9	-0,8	-2,1	-2,7	-2,7	-1,6
Colombia	-0,8	-1,6	-1,1	-0,6	-3,0	-4,0	-3,7	-3,1
Costa Rica	-3,0	-2,4	-3,0	-2,3	-5,7	-5,2	-6,1	-5,9
Cuba	...	...	...	...	-0,4	...	...	...
Ecuador	-2,1	-3,6	-3,5	-0,9	-3,8	-5,6	-5,9	-3,6
El Salvador	1,5	1,9	3,0	2,3	-1,2	-0,9	-0,1	-1,1
Guatemala	-0,1	0,4	0,1	-0,3	-1,5	-1,1	-1,3	-1,8
Haití <sup>d</sup>	0,3	0,9	0,7	-2,4	0,1	0,6	0,4	-2,7
Honduras	-0,5	-0,3	0,0	0,9	-3,0	-2,7	-2,7	-2,1
México <sup>e</sup>	-1,2	-0,2	1,2	0,4	-3,4	-2,5	-1,1	-2,0
Nicaragua	0,3	0,4	0,5	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-2,0
Panamá	-2,0	-2,1	-1,4	-1,1	-3,7	-3,8	-3,1	-2,9
Paraguay	-0,9	-0,5	-0,5	-0,6	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Perú	-1,0	-1,1	-1,8	-0,8	-2,0	-2,2	-2,9	-2,0
República Dominicana	0,3	0,5	0,0	1,2	-2,4	-2,4	-2,4	-2,0
Uruguay	-0,5	-1,0	-0,3	0,7	-2,8	-3,7	-3,0	-2,1
Venezuela (República Bolivariana de)	...	...	...	...	-0,1	...	...	...
<b>El Caribe<sup>f</sup></b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,2</b>
Antigua y Barbuda	4,6	2,2	0,1	0,1	2,2	-0,4	-2,4	-2,3
Bahamas <sup>g</sup>	-0,3	-3,4	-0,8	0,6	-2,6	-5,6	-3,4	-2,1
Barbados <sup>h,i</sup>	-2,1	2,4	3,3	3,6	-9,4	-5,8	-4,8	-0,3
Belice <sup>h</sup>	-4,8	-1,8	1,4	2,2	-7,3	-4,3	-1,3	-0,3
Dominica	0,0	15,6	-3,6	...	-1,7	13,9	-5,2	...
Granada	2,1	4,7	5,8	6,2	-1,2	1,8	3,2	4,2
Guyana	-0,4	-3,4	-3,4	-2,5	-1,4	-4,4	-4,5	-3,6
Jamaica <sup>h</sup>	7,3	7,7	7,6	7,6	-0,3	-0,2	0,5	1,2
Saint Kitts y Nevis	7,7	6,4	3,4	6,9	5,8	4,8	1,9	5,5
San Vicente y las Granadinas	0,9	4,3	1,2	1,2	-1,3	2,2	-1,2	-1,0
Santa Lucía	1,3	2,8	1,9	2,2	-2,1	-0,5	-1,2	-0,9
Suriname <sup>d</sup>	-8,3	-7,5	-4,4	-7,6	-10,7	-11,2	-8,7	-11,1
Trinidad y Tabago <sup>i</sup>	0,5	-2,9	-6,0	-1,0	-1,7	-5,5	-9,0	-3,4

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Promedios simples de los 28 países informados. La cobertura corresponde al gobierno central.<sup>b</sup> Promedios simples para 16 países. No incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba, Haití, y Venezuela (República Bolivariana de).<sup>c</sup> Gobierno general.<sup>d</sup> Incluye discrepancia estadística.<sup>e</sup> Sector público federal.<sup>f</sup> Promedios simples para 12 países. No incluye Dominica.<sup>g</sup> Años fiscales, del primero de julio al 30 de junio.<sup>h</sup> Años fiscales, del primero de abril al 31 de marzo.<sup>i</sup> Sector público no financiero.<sup>j</sup> Años fiscales, del primero de octubre al 30 de septiembre.

**Cuadro A.33**

América Latina y el Caribe: composición de los ingresos tributarios

*(En porcentajes del PIB)*

	Ingresos tributarios		Contribuciones a la seguridad social		Impuestos directos		Impuestos indirectos		Otros impuestos	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
<b>América Latina y el Caribe<sup>a</sup></b>	<b>22,0</b>	<b>22,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>11,4</b>	<b>11,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
<b>América Latina<sup>a</sup></b>	<b>20,4</b>	<b>20,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
Argentina	30,1	28,9	6,9	6,3	8,4	8,1	14,0	14,3	0,7	0,2
Bolivia (Estado Plurinacional de)	27,3	26,0	6,1	5,6	4,1	4,0	13,1	12,6	3,9	3,7
Brasil	32,0	32,9	8,9	8,8	9,1	9,4	13,7	14,3	0,4	0,3
Chile	20,1	21,1	1,4	1,4	7,9	8,6	10,9	11,0	-0,2	0,0
Colombia	20,4	22,0	3,0	4,8	8,6	8,4	8,0	8,0	0,9	0,8
Costa Rica	21,9	22,0	7,4	7,6	5,2	5,3	8,7	8,4	0,6	0,6
Cuba	43,5	...	5,4	...	12,0	...	23,2	...	2,9	...
Ecuador	20,3	20,9	4,5	4,4	5,5	6,4	9,9	9,8	0,3	0,3
El Salvador	20,0	20,2	2,3	2,3	7,4	7,4	10,3	10,5	0,0	0,0
Guatemala	12,4	12,2	2,1	2,1	3,9	3,7	6,4	6,4	0,1	0,1
Haití <sup>b</sup>	14,3	13,3	0,7	0,7	3,7	3,3	7,9	7,3	2,0	2,0
Honduras	22,8	23,1	3,3	3,4	6,7	6,9	11,6	11,6	1,2	1,2
México	16,1	16,0	2,1	2,2	7,9	7,7	5,8	5,8	0,2	0,3
Nicaragua	23,0	22,2	5,7	5,9	6,9	7,1	9,6	8,4	0,8	0,8
Panamá	15,2	15,1	5,7	5,6	4,9	5,2	4,5	4,3	0,1	0,0
Paraguay <sup>c</sup>	13,8	13,5	3,7	3,5	2,5	2,4	7,6	7,5	0,0	0,0
Perú	15,6	16,9	2,0	2,0	6,4	6,7	7,1	7,9	0,2	0,3
República Dominicana	13,8	13,8	0,1	0,1	4,9	4,8	8,9	8,9	0,0	0,0
Uruguay	27,2	28,6	7,7	8,9	8,7	9,0	10,8	10,8	0,0	0,0
Venezuela (República Bolivariana de)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>El Caribe<sup>a</sup></b>	<b>24,2</b>	<b>25,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>14,2</b>	<b>15,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Antigua y Barbuda	19,2	19,1	3,4	3,6	2,3	2,3	12,2	12,3	1,2	0,9
Bahamas <sup>d</sup>	17,3	17,0	2,2	2,2	1,0	1,0	14,1	13,7	0,0	0,0
Barbados <sup>e</sup>	34,5	35,0	6,3	6,3	9,8	10,7	17,9	17,2	0,5	0,9
Belice <sup>e</sup>	28,4	29,7	2,2	2,2	7,4	7,6	18,8	19,8	0,0	0,0
Dominica	28,7	33,9	4,2	4,4	5,5	4,0	18,9	25,6	0,0	0,0
Granada	25,2	25,3	3,2	3,3	5,4	5,5	16,6	16,5	0,0	0,0
Guyana	26,1	28,8	2,8	2,9	9,7	10,8	13,6	15,0	0,0	0,0
Jamaica <sup>e</sup>	27,2	27,9	1,1	1,1	8,4	8,6	17,8	18,2	0,0	0,0
Saint Kitts y Nevis	22,6	23,5	4,1	4,2	6,2	6,8	12,3	12,4	0,0	0,0
San Vicente y las Granadinas	27,8	26,7	3,3	3,5	9,6	8,4	14,9	14,8	0,0	0,0
Santa Lucía	22,5	22,5	2,3	2,3	5,5	5,5	14,7	14,8	0,0	0,0
Suriname	14,6	16,1	0,7	0,7	7,3	8,0	6,7	7,4	0,0	0,0
Trinidad y Tabago <sup>b</sup>	20,8	22,9	3,1	2,9	11,3	12,7	6,4	7,2	0,0	0,0

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Promedios simples. No incluye Cuba y Venezuela (República Bolivariana de).<sup>b</sup> Años fiscales, del primero de octubre al 30 de septiembre.<sup>c</sup> Excluye la recaudación tributaria de los gobiernos subnacionales.<sup>d</sup> Años fiscales, del primero de julio al 30 de junio.<sup>e</sup> Años fiscales, del primero de abril al 31 de marzo.

**Cuadro A.34**

América Latina y el Caribe: ingresos y gastos públicos

(En porcentajes del PIB)

	Ingreso total		Gasto total		Gastos corrientes		Pagos de intereses		Gastos de capital	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
<b>América Latina y el Caribe<sup>a</sup></b>	<b>21,4</b>	<b>22,0</b>	<b>24,3</b>	<b>24,2</b>	<b>18,0</b>	<b>18,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>
<b>América Latina<sup>b</sup></b>	<b>18,1</b>	<b>18,2</b>	<b>21,2</b>	<b>21,1</b>	<b>15,4</b>	<b>15,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>
Argentina	18,3	17,3	24,1	22,6	19,3	17,6	3,0	3,6	1,9	1,4
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>c</sup>	29,3	...	34,3	...	21,6	...	0,7	...	12,0	...
Brasil	21,1	21,8	28,8	29,1	21,9	22,5	5,9	5,6	1,0	1,0
Chile	20,9	22,0	23,7	23,6	19,1	19,1	0,8	0,8	3,8	3,7
Colombia	15,7	15,3	19,3	18,4	14,6	14,3	2,6	2,5	2,1	1,5
Costa Rica	14,4	14,3	20,5	20,2	15,4	15,2	3,1	3,5	2,0	1,4
Cuba	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Ecuador	17,4	18,7	23,3	22,3	12,6	13,2	2,4	2,7	8,3	6,4
El Salvador	19,2	19,3	19,2	20,3	13,5	13,9	3,1	3,4	2,7	3,0
Guatemala	10,8	10,6	12,1	12,3	8,5	8,5	1,4	1,4	2,2	2,4
Haití <sup>d</sup>	13,8	13,2	12,7	13,9	11,3	11,8	0,3	0,3	1,1	1,9
Honduras	20,3	20,3	23,0	22,4	15,0	14,1	2,7	3,0	5,3	5,3
México <sup>e</sup>	22,6	21,7	23,6	23,8	17,8	18,2	2,3	2,5	3,6	3,1
Nicaragua	18,7	17,4	19,2	19,4	13,4	13,8	1,1	1,1	4,8	4,6
Panamá	13,9	13,9	17,1	16,7	9,2	9,2	1,7	1,8	6,1	5,7
Paraguay	14,2	13,9	15,3	15,1	11,1	11,4	0,6	0,7	3,6	3,0
Perú	18,6	19,9	21,5	21,9	15,6	15,7	1,1	1,3	4,8	5,0
República Dominicana	14,9	15,0	17,3	17,0	11,4	11,2	2,4	3,2	3,5	2,6
Uruguay	28,8	30,6	31,8	32,7	27,8	28,4	2,7	2,8	1,3	1,5
Venezuela (República Bolivariana de)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>El Caribe<sup>f</sup></b>	<b>25,8</b>	<b>27,0</b>	<b>28,3</b>	<b>28,2</b>	<b>21,4</b>	<b>22,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
Antigua y Barbuda	19,7	19,6	22,1	21,9	18,1	17,7	2,5	2,4	1,5	1,8
Bahamas <sup>g</sup>	16,7	19,4	20,2	21,5	15,4	16,9	2,6	2,7	2,2	1,9
Barbados <sup>h</sup> i	30,2	30,6	35,0	30,9	25,0	24,9	8,1	3,9	1,8	2,0
Belice <sup>h</sup>	29,8	30,7	31,2	31,0	24,3	24,4	2,7	2,6	4,1	4,1
Dominica	47,3	...	52,5	...	31,5	...	1,7	...	19,4	...
Granada	25,6	25,8	22,4	21,6	17,2	16,8	2,6	2,0	2,6	2,8
Guyana	28,2	29,8	32,7	33,4	23,6	25,1	1,1	1,1	8,0	7,2
Jamaica <sup>h</sup>	29,6	31,1	29,1	29,8	19,5	20,2	7,1	6,4	2,5	3,3
Saint Kitts y Nevis	31,5	37,3	29,6	31,8	22,9	24,6	1,5	1,4	5,2	5,8
San Vicente y las Granadinas	29,8	28,2	31,0	29,2	24,4	23,9	2,4	2,3	4,2	3,1
Santa Lucía	22,6	23,0	23,8	23,9	16,3	18,0	3,1	3,2	4,4	2,8
Suriname <sup>d</sup>	22,2	22,3	29,6	33,3	22,9	25,7	3,0	3,4	3,7	4,2
Trinidad y Tabago <sup>i</sup>	24,0	26,7	33,0	30,0	27,7	25,5	3,0	2,4	2,3	2,1

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Promedios simples de los 28 países informados. La cobertura corresponde al gobierno central.<sup>b</sup> Promedios simples para 16 países. No incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba, Haití, y Venezuela (República Bolivariana de).<sup>c</sup> Gobierno general.<sup>d</sup> Incluye discrepancia estadística.<sup>e</sup> Sector público federal.<sup>f</sup> Promedios simples para 12 países. No incluye Dominica.<sup>g</sup> Años fiscales, del primero de julio al 30 de junio.<sup>h</sup> Años fiscales, del primero de abril al 31 de marzo.<sup>i</sup> Sector público no financiero.<sup>j</sup> Años fiscales, del primero de octubre al 30 de septiembre.

**Cuadro A.35**

América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del sector público no financiero

*(En porcentajes del PIB)*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>América Latina y el Caribe<sup>a</sup></b>	<b>51,6</b>	<b>53,4</b>	<b>54,8</b>	<b>55,5</b>	<b>56,6</b>	<b>58,0</b>	<b>59,2</b>	<b>59,5</b>
<b>América Latina<sup>a</sup></b>	<b>32,0</b>	<b>33,3</b>	<b>34,7</b>	<b>36,5</b>	<b>39,2</b>	<b>41,4</b>	<b>42,7</b>	<b>45,7</b>
Argentina <sup>b</sup>	38,9	40,4	43,5	44,7	52,6	53,1	56,6	86,0
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>c</sup>	33,7	31,3	30,4	30,0	31,6	34,1	37,2	38,7
Brasil <sup>d</sup>	50,8	55,2	56,7	58,9	66,5	70,0	74,0	77,2
Chile	17,6	18,9	20,5	24,2	27,6	30,7	31,9	34,1
Colombia	43,1	40,7	43,1	46,0	50,1	54,9	54,4	57,6
Costa Rica	37,2	41,5	44,1	46,9	49,2	52,8	58,3	63,3
Ecuador	18,3	21,1	24,0	29,6	33,0	38,2	44,5	45,1
El Salvador	50,3	53,3	51,3	51,8	52,2	52,8	52,3	51,4
Guatemala	23,9	24,5	24,7	24,5	24,3	24,1	23,9	24,8
Haití <sup>e f</sup>	23,9	28,0	30,5	35,1	39,7	40,8	35,1	32,7
Honduras	32,8	34,9	43,4	44,7	43,5	47,1	49,0	50,1
México <sup>g</sup>	34,1	33,9	36,8	40,1	44,2	49,4	46,9	46,8
Nicaragua	32,6	32,0	31,5	30,7	30,4	31,8	34,3	38,0
Panamá	36,9	35,3	34,9	36,5	37,4	37,4	37,5	39,5
Paraguay	8,1	10,7	10,8	13,5	15,1	17,3	18,2	19,4
Perú	22,0	20,4	19,6	20,0	20,9	22,7	23,1	24,3
República Dominicana	28,5	32,2	37,4	36,0	35,1	37,0	38,9	39,6
Uruguay	43,4	45,7	41,5	44,6	52,2	50,2	51,7	54,1
Venezuela (República Bolivariana de) <sup>f</sup>	25,1	27,5	32,9	28,5	31,7	31,1	...	...
<b>El Caribe<sup>h</sup></b>	<b>78,8</b>	<b>81,2</b>	<b>82,5</b>	<b>81,7</b>	<b>80,8</b>	<b>81,1</b>	<b>82,1</b>	<b>78,6</b>
Antigua y Barbuda	92,2	86,8	100,1	98,1	85,5	80,3	80,6	77,2
Bahamas	53,4	57,5	65,4	71,3	69,7	73,0	78,5	80,0
Barbados	109,6	120,3	131,5	137,0	144,2	151,2	148,4	126,3
Belice	70,7	72,8	78,5	75,6	78,8	87,3	95,0	93,7
Dominica	67,5	77,6	77,3	77,6	74,1	68,4	77,8	76,3
Granada	98,7	101,4	103,7	96,9	88,6	80,0	69,7	64,3
Guyana	66,7	63,6	58,1	51,8	48,7	45,9	47,0	45,6
Jamaica	131,4	133,9	135,5	131,8	128,1	122,1	106,7	102,7
Saint Kitts y Nevis	128,9	126,1	92,2	71,7	62,8	59,8	59,6	57,5
San Vicente y las Granadinas	69,9	68,6	71,4	80,5	79,0	82,9	75,3	73,1
Santa Lucía	60,8	67,2	68,9	69,5	66,6	66,2	65,1	65,9
Suriname <sup>f</sup>	26,8	27,1	36,5	33,7	50,9	57,4	86,9	81,4
Trinidad y Tabago	48,1	52,2	53,8	66,5	73,5	80,1	76,6	78,3

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Promedios simples. No incluye Venezuela (República Bolivariana de).<sup>b</sup> Sector público nacional.<sup>c</sup> Incluye la deuda externa del sector público no financiero y la deuda interna del gobierno central.<sup>d</sup> Gobierno general.<sup>e</sup> No incluye los compromisos del sector público con los bancos comerciales.<sup>f</sup> Gobierno central.<sup>g</sup> Sector público federal.<sup>h</sup> Promedios simples.

**Cuadro A.36**

América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del gobierno central

*(En porcentajes del PIB)*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>América Latina y el Caribe<sup>a</sup></b>	<b>46,5</b>	<b>48,1</b>	<b>49,3</b>	<b>50,4</b>	<b>51,6</b>	<b>52,6</b>	<b>54,1</b>	<b>54,8</b>
<b>América Latina<sup>a</sup></b>	<b>29,7</b>	<b>30,9</b>	<b>32,3</b>	<b>33,9</b>	<b>36,5</b>	<b>38,1</b>	<b>39,5</b>	<b>42,5</b>
Argentina <sup>b</sup>	38,9	40,4	43,5	44,7	52,6	53,1	56,6	86,0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	34,5	29,1	28,4	27,7	29,5	31,4	34,4	36,0
Brasil <sup>c</sup>	50,8	55,2	56,7	58,9	66,5	70,0	74,0	77,2
Chile	11,0	11,9	12,8	15,1	17,4	21,3	23,6	25,6
Colombia	36,5	34,5	37,1	40,2	45,0	46,0	47,0	50,7
Costa Rica	29,9	34,3	35,9	38,5	41,0	44,9	48,7	52,9
Ecuador	17,3	20,1	22,9	27,5	30,9	35,7	41,3	42,6
El Salvador	47,6	50,9	49,2	49,6	49,7	49,6	48,3	47,6
Guatemala	23,7	24,3	24,6	24,3	24,2	24,0	23,8	24,7
Haiti <sup>d</sup>	23,9	28,0	30,5	35,1	39,7	40,8	35,1	32,7
Honduras	32,8	34,4	43,4	44,4	44,4	46,1	47,8	48,7
México	27,3	27,8	29,8	31,7	34,1	37,0	35,2	35,3
Nicaragua	31,8	31,2	30,8	30,2	29,9	30,5	33,9	37,6
Panamá	36,4	34,8	34,4	36,2	37,1	37,0	37,3	39,3
Paraguay	6,9	9,5	9,7	12,1	13,3	15,1	15,7	16,7
Perú	18,4	18,3	17,3	18,2	19,7	21,6	21,7	22,2
República Dominicana	28,3	31,5	37,2	35,9	34,4	36,2	38,0	38,8
Uruguay	38,4	40,2	36,9	39,2	47,2	46,1	47,9	50,3
Venezuela (República Bolivariana de)	25,1	27,5	32,9	28,5	31,7	31,1	....	....
<b>El Caribe<sup>e</sup></b>	<b>69,8</b>	<b>72,0</b>	<b>72,8</b>	<b>73,2</b>	<b>72,5</b>	<b>72,7</b>	<b>74,3</b>	<b>71,8</b>
Antigua y Barbuda	77,1	72,2	77,9	82,3	69,9	66,5	65,4	63,7
Bahamas	42,3	45,1	52,6	57,4	56,5	59,6	64,9	66,2
Barbados	96,8	106,3	116,2	121,9	129,5	138,4	136,9	125,4
Belice	70,7	72,8	78,5	75,6	78,4	83,8	92,4	91,1
Dominica	54,6	64,6	64,6	64,8	64,0	57,5	65,2	64,9
Granada	87,8	91,4	94,6	89,6	82,7	75,7	65,7	60,4
Guyana <sup>f</sup>	66,7	63,6	58,1	51,8	48,7	45,9	47,0	45,6
Jamaica <sup>f</sup>	131,4	133,9	135,5	131,8	128,1	122,1	106,7	102,7
Saint Kitts y Nevis	105,0	99,7	71,3	59,9	50,6	48,5	47,8	42,8
San Vicente y las Granadinas	58,5	61,2	59,1	68,8	67,5	66,6	68,2	67,1
Santa Lucía	54,1	61,5	64,0	65,6	63,3	63,6	61,0	62,1
Suriname	26,8	27,1	36,5	33,7	50,9	57,4	86,9	81,4
Trinidad y Tabago	35,8	36,4	37,5	48,2	52,8	59,8	58,3	59,7

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.<sup>a</sup> Promedios simples. No incluye Venezuela (República Bolivariana de).<sup>b</sup> Sector público nacional.<sup>c</sup> Gobierno general.<sup>d</sup> No incluye los compromisos del sector público con los bancos comerciales.<sup>e</sup> Promedios simples.<sup>f</sup> Sector público.



---

# Publicaciones recientes de la CEPAL

## *ECLAC recent publications*

---

[www.cepal.org/publicaciones](http://www.cepal.org/publicaciones)

---

### Informes Anuales/*Annual Reports*

También disponibles para años anteriores/*Issues for previous years also available*



Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2018  
*Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2018*



La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2018  
*Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean 2018*



Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2018  
*Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2018*



Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2018  
*Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean 2018*



Panorama Social de América Latina 2018  
*Social Panorama of Latin America 2018*



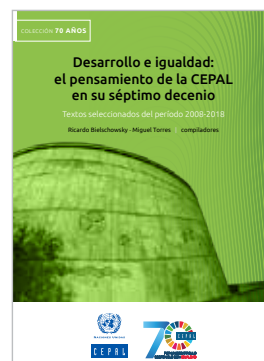
Perspectivas del Comercio Internacional de América Latina y el Caribe 2018  
*International Trade Outlook for Latin America and the Caribbean 2018*

## El Pensamiento de la CEPAL/ECLAC *Thinking*

Desarrollo e igualdad: el pensamiento de la CEPAL en su séptimo decenio.  
Textos seleccionados del período 2008-2018

La ineficiencia de la desigualdad  
*The Inefficiency of Inequality*

Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible  
*Horizons 2030: Equality at the centre of sustainable development*  
*Horizontes 2030: a igualdade no centro do desenvolvimento sustentável*



## Libros y Documentos Institucionales/*Institutional Books and Documents*

Acuerdo Regional sobre el Acceso a la Información, la Participación Pública y el Acceso a la Justicia en Asuntos Ambientales en América Latina y el Caribe  
*Regional Agreement on Access to Information, Public Participation and Justice in Environmental Matters in Latin America and the Caribbean*

Hacia una agenda regional de desarrollo social inclusivo: bases y propuesta inicial  
*Towards a regional agenda for inclusive social development: bases and initial proposal*



## Libros de la CEPAL/ECLAC *Books*

Logros y desafíos de la integración centroamericana: aportes de la CEPAL

Envejecimiento, personas mayores y Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible: perspectiva regional y de derechos humanos

La inclusión financiera para la inserción productiva y el papel de la banca de desarrollo

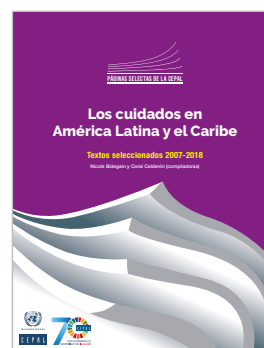


## Páginas Selectas de la CEPAL/ECLAC *Select Pages*

Los cuidados en América Latina y el Caribe. Textos seleccionados 2007-2018

Empleo en América Latina y el Caribe. Textos seleccionados 2006-2017

Desarrollo inclusivo en América Latina. Textos seleccionados 2009-2016





**Revista CEPAL/CEPAL Review**



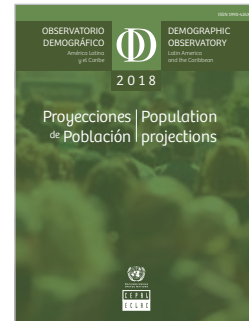
**Series de la CEPAL/ECLAC Series**



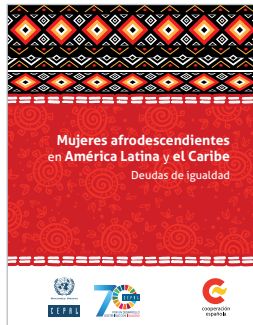
**Notas de Población**



**Observatorio Demográfico  
Demographic Observatory**



**Documentos de Proyectos  
Project Documents**



**Metodologías de la CEPAL**



**Coediciones/Co-editions**



**Copublicaciones/Co-publications**



# Suscríbase y reciba información oportuna sobre las publicaciones de la CEPAL

## Subscribe to receive up-to-the-minute information on ECLAC publications



[www.cepal.org/es/suscripciones](http://www.cepal.org/es/suscripciones)

[www.cepal.org/en/suscripciones](http://www.cepal.org/en/suscripciones)



[www.cepal.org/publicaciones](http://www.cepal.org/publicaciones)

 [facebook.com/publicacionesdelacepal](https://facebook.com/publicacionesdelacepal)

Las publicaciones de la CEPAL también se pueden adquirir a través de:  
ECLAC publications also available at:

**shop.un.org**

United Nations Publications  
PO Box 960  
Herndon, VA 20172  
USA

Tel. (1-888)254-4286  
Fax (1-800)338-4550  
Contacto/Contact: [publications@un.org](mailto:publications@un.org)  
Pedidos/Orders: [order@un.org](mailto:order@un.org)

[www.cepal.org](http://www.cepal.org)



Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)  
Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)  
[www.cepal.org](http://www.cepal.org)

