



# Panorama Macroeconómico de América Latina Una Perspectiva Global

*Vulnerabilidades Macroeconómicas en un Mundo Incierto:  
Una Región, Tres Latinoaméricas*



BROOKINGS GLOBAL | CERES  
Economic and  
Social Policy in  
Latin America  
Initiative

SEPTIEMBRE 2014

Ernesto Talvi

# Panorama Macroeconómico de América Latina Una Perspectiva Global

*Vulnerabilidades Macroeconómicas en un Mundo Incierto:  
Una Región, Tres Latinoaméricas*

---

**ERNESTO TALVI**

Non Resident Senior Fellow y Director de la Brookings Global-CERES Economic & Social Policy in Latin America Initiative

---

**SEPTIEMBRE 2014**

**Brookings Global-CERES  
Economic and Social Policy in Latin America Initiative (ESPLA)**

---

## AGRADECIMIENTOS

Este informe fue escrito con la invaluable colaboración de mi colega Guillermo Vuletin, Fellow en la Brookings Global-CERES Economic & Social Policy in Latin America Initiative (ESPLA), y gracias al apoyo y al excelente trabajo del talentoso equipo de investigadores asociados de CERES, Santiago García da Rosa, Rafael Guntin y Rafael Xavier, y los asistentes de investigación, Federico Ganz y Mercedes Cejas. Mi reconocimiento por vuestra dedicación, habilidades técnicas y por formar parte de todos los interesantes debates que se llevaron a cabo durante la preparación de este informe.

También me gustaría expresar mi agradecimiento a Christina Golubski por supervisar la edición y producción de este informe. Finalmente, pero no por ello menos importante, mi agradecimiento a Julia Ruiz, asistente de investigación en ESPLA, por su apoyo en la edición de la última versión del informe y por sus valiosos comentarios.

Ernesto Talvi

---

# RESUMEN EJECUTIVO

Dependiendo del punto de vista, América Latina podría considerarse como una, dos o tres regiones. Desde la *perspectiva del ciclo económico*, la región puede ser considerada como una única región. Desde la *perspectiva del acceso a los mercados financieros internacionales y a la financiación multilateral*, América Latina podría ser considerada como dos regiones distintas, una con libre acceso y otra con acceso limitado. Desde la *perspectiva de la vulnerabilidad macroeconómica*, la región debería ser considerada como tres regiones distintas con tres desafíos de política económica muy diferentes. Ante estas complejidades, este informe pretende caracterizar y comprender tanto las similitudes como las diferencias entre los países de la región.

## El Ciclo Económico

Durante la década pasada, América Latina (LAC-7) mostró un período de crecimiento ininterrumpido con la única excepción del año siguiente a la crisis de Lehman.<sup>1</sup> Sin embargo, saltan a la vista dos fases de crecimiento muy distintas. Entre 2004 y 2011—sin incluir la interrupción temporal tras la crisis de Lehman—los países de LAC-7 crecieron a un promedio de 6,1 por ciento anual, muy por encima del promedio histórico de 3,7 por ciento desde principios de la década del 90. No obstante, desde 2012 las tasas de crecimiento disminuyeron significativamente y actualmente se espera que la región crezca a una tasa mediocre del 2 por ciento en 2014. Este patrón de fuerte expansión y posterior desaceleración ocurrió, en mayor o menor

medida, en todos los países de la región: Venezuela, Argentina y Brasil sufrieron las mayores reversiones de crecimiento y México la menor.

¿Qué se esconde detrás del boom de crecimiento y posterior desaceleración brusca en América Latina? El notable patrón de comovimiento en las fluctuaciones económicas de la región apunta a la relevancia de los factores externos. Este informe desarrolla un modelo empírico que se concentra en el rol de los factores externos con el fin de explicar las fluctuaciones económicas en América Latina. Estos factores incluyen las tasas de crecimiento de las economías avanzadas y de la China, los precios de las materias primas que LAC-7 produce y exporta y el costo de financiación internacional de las economías emergentes. Con muy pocos factores externos, este modelo reproduce con gran precisión el crecimiento de LAC-7, explicando más del 65 por ciento de las fluctuaciones del crecimiento regional. Asimismo, este modelo tiene la capacidad de explicar el comportamiento del crecimiento durante los períodos de boom y de enfriamiento con gran precisión.

## El Nuevo Contexto Global

Dada la importancia de los factores externos sobre la actividad económica de la región, no es posible evaluar el panorama macroeconómico de la región sin primero evaluar el panorama de los factores externos clave para el ciclo económico de América Latina. A pesar de que los riesgos globales no son

---

<sup>1</sup> LAC-7 refiere a los siete países latinoamericanos más grandes: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, que en conjunto representan el 93 % del PBI de la región. De aquí en adelante, los términos LAC-7, "la región" y América Latina se utilizarán indistintamente.

---

escasos, este informe descarta la ocurrencia de eventos extremos: una suba más brusca y abrupta de lo esperado de las tasas de interés en EE. UU.; el surgimiento de nuevos cuestionamientos sobre la viabilidad del euro como consecuencia de la fragilidad de la recuperación en la eurozona; un colapso de los precios de los inmuebles en la China que derive en una crisis financiera y una importante disminución de las tasas de crecimiento; o el incremento de las tensiones geopolíticas que lleven a un aumento brusco en los precios del petróleo y a una recesión mundial.

El supuesto subyacente de este informe sobre el panorama global se basa en las expectativas actuales del mercado sobre el crecimiento de las economías avanzadas y de la China, de los precios de las materias primas y de las tasas de interés en EE. UU.

Primero, se estima que EE. UU. crezca a una tasa promedio del 2,7 por ciento en 2014-2018, una tasa cercana a su promedio histórico del 3 por ciento, mientras que la eurozona se espera crezca sustancialmente por debajo de su promedio histórico. A pesar de que el nivel de actividad se encuentra significativamente por debajo del que se proyectaba previo a la crisis financiera, de que la política monetaria sigue siendo fuertemente expansiva y de que las tasas de interés se encuentran cercanas a cero, la eurozona aún es incapaz de replicar su tasa de crecimiento histórico y EE. UU. a duras penas la alcanza. Estas tendencias apuntan a una debilidad subyacente que ha llevado a que varios expertos empiecen a hablar del “estancamiento secular” como la nueva norma.

Segundo, el panorama para China apunta a una desaceleración gradual en las tasas de crecimiento debido al agotamiento de un modelo insostenible basado en la inversión e impulsado por el crédito, que le siguió al colapso post-crisis global del crecimiento liderado por las exportaciones.

Tercero, el panorama de crecimiento en las economías avanzadas y en la China es consistente con una disminución esperada de los precios de las materias primas producidas y exportadas por los países de LAC-7, y con un incremento gradual en las tasas de interés en EE. UU. que gradualmente provocarán un aumento en el costo de financiación internacional para los mercados emergentes.

¿Qué implica este panorama global para América Latina? Las proyecciones del modelo empírico desarrollado para este informe son consistentes con el la proyección media del mercado que estima un crecimiento del 3,3 por ciento para 2014-2018, cerca del crecimiento promedio histórico de la región desde los años 90 y de las estimaciones de crecimiento potencial del 3,6 por ciento y sustancialmente por debajo del crecimiento del período de boom 2004-2011. Este último hecho aplica para todas las economías de LAC-7 con la notable excepción de México.

### **¿Qué Implica el Nuevo Contexto Global? Vulnerabilidades Macroeconómicas y Crecimiento**

Después de una década de grandes expectativas sobre el futuro de la región, el nuevo y menos favorable contexto global hacen esperar un retorno a tasas de crecimiento mediocres. Esta reducción

en el dinamismo económico no ha sido inofensiva. Las tasas de crecimiento mediocres ya están generando un gran descontento social, reflejándose en protestas espontáneas que se han llevado a cabo recientemente en varios países de la región. Estas protestas, en su mayoría convocadas a través de las redes sociales, reflejan la preocupación de una emergente y aún vulnerable clase media que no solo teme por su bienestar económico, sino que también está insatisfecha con la calidad de los servicios públicos y con los niveles de inseguridad. Este malestar también se refleja en la considerable caída en los niveles de popularidad de los presidentes salientes durante el período de enfriamiento con respecto a la popularidad de los presidentes salientes durante el período de boom.

El nuevo y menos favorable contexto global también implica desafíos macroeconómicos importantes para algunos países de la región. Pero primero, las buenas noticias: según el análisis de este informe, el fortalecimiento de la regulación y supervisión de los sistemas bancarios de la región durante la última década parecen haber rendido sus frutos. Como consecuencia, los bancos de la región se encuentran en una situación sólida para hacer frente al deterioro del contexto global y a las condiciones económicas más desfavorables, como el aumento de tasas de interés, menores precios de las materias primas, devaluaciones de las monedas locales y menores tasas de crecimiento. Si descartamos la ocurrencia de eventos extremos, no se espera que las condiciones económicas más desfavorables provoquen una crisis bancaria en ninguno de los principales países de la región. Por este motivo,

desde una perspectiva macroeconómica esta vez el eslabón débil no parece ser el sistema bancario.

La imagen es más heterogénea y menos optimista con respecto a la inflación, el panorama fiscal y la fortaleza en materia de liquidez internacional de los países de la región. Al evaluar la vulnerabilidad macroeconómica global de los países de la región considerando estas tres dimensiones macroeconómicas, emergen tres grupos prototípicos.

El primer grupo (**Chile, Colombia, Perú y México**) tiene libre acceso a los mercados internacionales y posee fundamentos macroeconómicos sólidos, es decir, un nivel de liquidez internacional elevado, una posición fiscal fuerte y un panorama positivo en materia de inflación.

El segundo grupo (**Argentina y Venezuela**) tiene acceso limitado a los mercados financieros internacionales y fundamentos macroeconómicos débiles, caracterizados por un nivel de liquidez internacional reducido, una posición fiscal vulnerable y un panorama negativo en materia de inflación.

Por último, **Brasil** puede clasificarse como un tercer caso intermedio. Tiene libre acceso a los mercados financieros internacionales pero muestra vulnerabilidades en algunas dimensiones macroeconómicas, en especial en el frente fiscal. Si bien la situación de Brasil es cuantitativamente distinta a la de los países con fundamentos macroeconómicos débiles, tampoco está totalmente alineada con el grupo de países con fundamentos sólidos.

Curiosamente y de acuerdo a las expectativas de los mercados, las proyecciones de crecimiento para los países LAC-7 para el quinquenio 2014-2018, agrupan a estos siete países de la misma forma en que se agrupan de acuerdo a sus vulnerabilidades macroeconómicas descrito anteriormente. Se espera que el primer grupo de países con fundamentos macroeconómicos sólidos (Chile, Colombia, Perú y México) se desempeñe por encima del crecimiento promedio de LAC-7, mientras que se espera que el segundo grupo de países con fundamentos económicos débiles (Argentina y Venezuela), se desempeñe significativamente por debajo del crecimiento promedio de la región. El panorama de crecimiento para Brasil, que forma parte del grupo intermedio con fundamentos mixtos, también está por debajo del pronóstico de crecimiento de LAC-7, pero se espera tenga un desempeño superior que Argentina y Venezuela.

### **Desafíos de Política Económica**

Desde una perspectiva de la vulnerabilidad macroeconómica, estos tres grupos de países enfrentan desafíos de política económica muy diferentes. Para los países con fundamentos macroeconómicos sólidos (Chile, Colombia, México y Perú), el desafío clave es consolidar la estabilidad macroeconómica en momentos que habrán de ser más complejos. Si bien la tarea no será fácil, estos países se encuentran extremadamente bien posicionados en los próximos años para ser considerados dentro del selecto grupo de países ya graduados en la gestión de políticas macroeconómicas.

Para los países con fundamentos macroeconómicos débiles, los desafíos son enormes. En la medida que el contexto global se vuelve menos favorable, Argentina necesita recuperar urgentemente la confianza para detener la fuga de capitales y la pérdida de reservas internacionales y resucitar la actividad económica. Para esto, Argentina deberá reparar sus relaciones con los acreedores internacionales y los organismos multilaterales para salir de una posición de default técnico y restablecer el acceso normal a los mercados de crédito, deberá eliminar los controles de cambio y los controles a la salida de capitales, deberá unificar el mercado cambiario, deberá eliminar progresivamente muchas otras distorsiones introducidas al sistema de precios (en especial asociadas a la provisión de los servicios públicos), deberá realizar las correcciones necesarias en las finanzas públicas para restaurar la solvencia fiscal y de esa manera poner fin a la financiación inflacionaria de los déficits fiscales. Si Argentina empezase a actuar en esta dirección, podría comenzar a recuperarse rápidamente de su situación actual. Existen muchos ejemplos de países en donde este tipo de problemas, aparentemente inmanejables, se resolvieron en un período relativamente corto.

Los desafíos para Venezuela, si bien son cualitativamente similares a los de Argentina, son de otra envergadura. Para empezar, Venezuela tiene tres tipos de cambio oficiales y un déficit fiscal mucho mayor y atrasos en los pagos con muchos acreedores, excepto con los tenedores de bonos extranjeros. Más importante aún, el proceso de restauración de la confianza en Venezuela

probablemente implique ir más allá que simplemente corregir el rumbo de las políticas macroeconómicas hacia políticas más razonables y creíbles, ya que es el proceso político (las instituciones, el estado de derecho y el sistema de pesos y contrapesos ) el que está fracturado.

Para los países con fundamentos macroeconómicos mixtos, como Brasil, el desafío es tener la capacidad de reaccionar a tiempo para corregir cualquier deterioro incipiente. En el caso de Brasil esto significa, principalmente, evitar un crecimiento acelerado de los niveles de deuda pública que pueda eventualmente comprometer su calificación de crédito y derivar en mayores costos de financiación y en una reducción de los plazos de vencimiento de las deudas. Todo lo cual implicaría un aumento más acelerado de la deuda pública y un mayor debilitamiento de la posición de liquidez internacional. Si Brasil pretende evitar este círculo vicioso, deberá reaccionar antes de que sea demasiado tarde.

Un contexto global menos favorable también significa que la región no podrá contar con que los factores externos sigan siendo viento de cola que sustente altas tasas de crecimiento. Si se quiere evitar un crecimiento mediocre en los próximos años entonces todos los países, tanto aquellos con fundamentos macroeconómicos sólidos como los que tienen fundamentos débiles, deberán realizar

reformas que revitalicen el crecimiento. México ha reimpulsado recientemente el proceso de reforma, es hora de otros países en la región tomen cartas en el asunto.

Si bien los desafíos futuros parecen enormes, este es precisamente el momento de ser optimistas. En la última década, caracterizada por un entorno externo favorable que facilitó tasas de crecimiento muy altas en la región, los incentivos para realizar reformas o ajustes macroeconómicos políticamente debilitantes y complejos fueron bajos. Después de todo, la mayoría de los países estaban obteniendo buenos resultados sin ellos.

Con una perspectiva caracterizada por un contexto global más desfavorable y con tasas de crecimiento mediocre, los incentivos para el cambio pueden aumentar significativamente. De hecho, es precisamente en momentos difíciles cuando habitualmente se toman las decisiones políticamente complejas. Estemos o no de acuerdo con las políticas adoptadas, las recientes reformas y los ajustes macroeconómicos en los países periféricos de Europa son un testimonio de esta afirmación. Como alguna vez escribiera un economista famoso, es en los momentos difíciles cuando “lo políticamente imposible se vuelve políticamente inevitable”. Resta comprobar si la nueva generación de líderes de la región está a la altura de las circunstancias.



## BROOKINGS

1775 Massachusetts Avenue, NW  
Washington, DC 20036  
202-797-6000  
[www.brookings.edu/global](http://www.brookings.edu/global)

## CERES

Antonio Costa 3476  
11300 Montevideo  
Uruguay  
+598 26287644  
[www.ceres-uy.org](http://www.ceres-uy.org)