

# Situación económica y perspectivas para 2021 y 2022

# 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. Perspectivas para América Latina y el Caribe en 2021 y 2022

Bibliografía

## A. El contexto internacional

### 1. La pandemia de enfermedad por coronavirus (COVID-19) ha puesto de manifiesto las asimetrías existentes en la capacidad de respuesta de los distintos países ante la crisis

En términos de política fiscal, la capacidad que han tenido los países para implementar políticas expansivas orientadas a mitigar los efectos de la crisis y sentar las bases de la recuperación ha sido muy distinta. En 2020, las economías avanzadas movilaron 6,3 billones de dólares en medidas destinadas a gastos y alivio tributario y 5,2 billones de dólares en instrumentos de liquidez (un 12,7% y un 11,3% del PIB, respectivamente, en promedio), para paliar los efectos económicos y sociales de la pandemia (CEPAL, 2021a). En los países emergentes, en tanto, la respuesta de política fiscal alcanzó una magnitud menor: tan solo un 4% del PIB en gastos adicionales y alivio tributario (FMI, 2021a).

En muchas economías avanzadas se han aprobado paquetes de medidas enfocadas en sostener la actividad económica tanto a corto como a mediano plazo. En la Unión Europea, por ejemplo, se aprobó el marco financiero plurianual para el período 2021-2027, por 1,8 billones de euros, lo que representa cerca del doble de los recursos del marco financiero plurianual anterior. En el marco 2021-2027 se incluye un nuevo mecanismo temporario (NextGenerationUE) destinado a financiar un amplio plan de recuperación económica por unos 750.000 millones de euros. Otro ejemplo es el Plan de Rescate Estadounidense de 2021 (*American Rescue Plan Act*), que ofrece estímulos por 1,9 billones de dólares orientados a financiar la vacunación, fortalecer las redes sanitarias, brindar alivio económico a las familias, ampliar los beneficios del seguro de desempleo y mantener el apoyo a las empresas. Este plan de estímulo, sumado a los que se pusieron en práctica en 2020, eleva la respuesta fiscal de los Estados Unidos frente al COVID-19 a cerca de un 25% del PIB (CEPAL, 2021a).

La crisis agudizó la desigualdad que ya existía tanto entre países como en cada uno de ellos. En 2020, en un contexto de crisis mundial en que se perdieron más de 140 millones de empleos, la riqueza mundial aumentó un 7,4% debido al crecimiento de los mercados bursátiles, la apreciación del sector inmobiliario, las bajas tasas de interés y los ahorros imprevistos como consecuencia del confinamiento (CEPAL, 2021b). No obstante, el aumento de la riqueza no fue uniforme: mientras que creció un 12,4% en el Canadá y los Estados Unidos, un 9,2% en Europa y un 4,4% en China, en la India, se redujo un 4,4% y en América Latina y el Caribe cayó un 11,4%. Así, siguiendo el patrón histórico, el 1% de las personas más ricas concentraron cerca del 50% de la riqueza mundial (Credit Suisse Research Institute, 2021).

Por último, la crisis también puso de manifiesto la diferente capacidad de acceso de los países a las vacunas como mecanismo de control de los contagios. A pesar de que los resultados científicos y tecnológicos han sido inéditos en lo que respecta al desarrollo de varias vacunas distintas para enfrentar el COVID-19, existen marcadas diferencias entre un país y otro en el acceso a dichas vacunas y en las tasas efectivas de vacunación que pueden alcanzar. En particular, se ha producido una marcada concentración de la compra de vacunas por parte de los países más desarrollados, por lo cual, por ejemplo, al 22 de agosto de 2021, en la Unión Europea ya el 55,6% de la población había completado su pauta de vacunación, y en los Estados Unidos y el Canadá esta cifra alcanzaba el 53,0%, mientras que a nivel mundial solo era del 24,5%. En el caso de América Latina y el Caribe, la cifra ascendía al 24,8% (un 26,8% en América del Sur, un 22,4% en Centroamérica y México y solo un 5,8% en el Caribe)<sup>1</sup>.

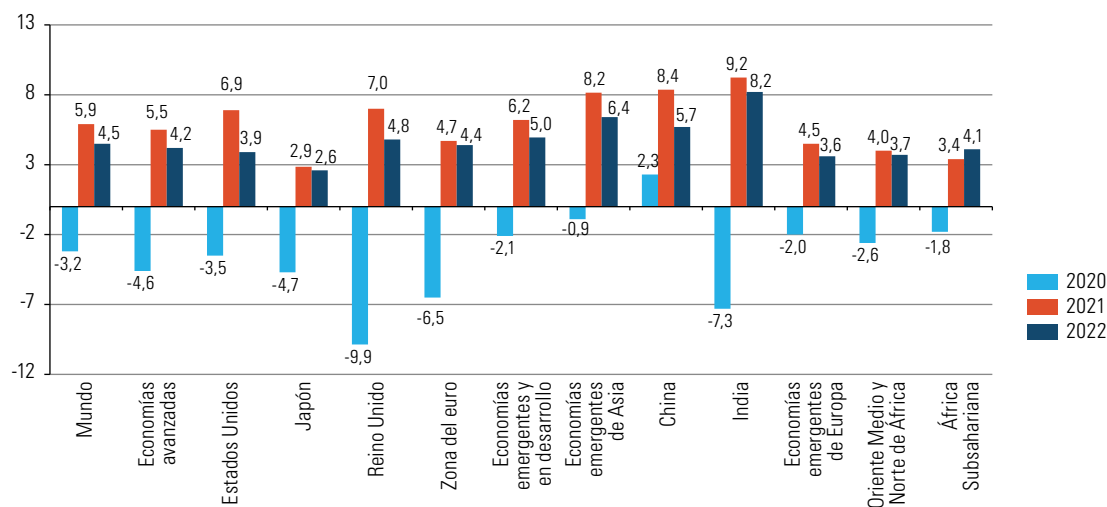
<sup>1</sup> Cifras al 22 de agosto o última cifra disponible. Cálculos sobre la base de cifras de Our World in Data [en línea] [www.ourworldindata.org](http://www.ourworldindata.org).

## 2. Después de que en 2020 la economía mundial sufriera la peor caída en décadas (-3,2%), el crecimiento esperado para 2021 es de casi un 6%

En 2021, el grupo de economías desarrolladas crecería un 5,5%, con una cifra de crecimiento de los Estados Unidos de casi un 7%<sup>2</sup>. La zona del euro, por su parte, crecería un 4,7%, mientras que el Japón crecería un 2,9% y el Reino Unido alrededor de un 7,0%. En el grupo de economías emergentes —que este año crecerían un 6,2%— se destacan China y la India con un crecimiento del 8,4% y el 9,2%, respectivamente. Por otra parte, se prevé un dinamismo menor en algunas subregiones en desarrollo como Oriente Medio y Norte de África (crecimiento del 4,0%) y África Subsahariana (3,4%) (véase el gráfico I.1).

Gráfico I.1

Regiones y países seleccionados: tasa de crecimiento del PIB 2020, y proyecciones 2021-2022 (En porcentajes)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), *OECD Economic Outlook*, vol. 2021, N° 1, París, OECD Publishing, mayo de 2021; Fondo Monetario Internacional (FMI), "World Economic Outlook update", julio de 2021 [en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/07/27/world-economic-outlook-update-july-2021>; Banco Mundial, *Global Economic Prospects*, Washington, D.C., junio de 2021; y Comisión Europea, *European Economic Forecast: Summer 2021*, Luxemburgo, julio de 2021.

**Nota:** En el caso de la India, el año fiscal comienza en abril y termina en marzo del año siguiente.

Para 2022 se espera que la economía mundial crezca un 4,5% en promedio. Las economías desarrolladas crecerían un 4,2% debido al rápido avance en los procesos de vacunación y los mayores estímulos fiscales en los Estados Unidos, mientras que las economías emergentes crecerían un 5,0%, nuevamente impulsadas por las economías emergentes y en desarrollo de Asia (6,4%), incluidas China y la India.

Lo que caracteriza el crecimiento de 2021 es la velocidad de recuperación, que difiere de un país a otro y también entre los distintos sectores de actividad en las economías. Como se mencionó, no solo la evolución de la pandemia y de los procesos de vacunación ha sido distinta, sino que también las economías han contado —y cuentan— con distintas capacidades para llevar a cabo políticas de mitigación del daño económico y social resultante de la crisis sanitaria.

La disparidad en los procesos de recuperación entre países y en cada uno pone en jaque la capacidad de sostener el crecimiento a mediano plazo, más allá del crecimiento

<sup>2</sup> Con la aprobación en marzo de un paquete de estímulo fiscal de 1,9 billones de dólares (alrededor del 9% del PIB), los pronósticos de crecimiento para la economía estadounidense se elevaron alrededor de 3 puntos porcentuales respecto de las proyecciones vigentes en diciembre de 2020.

proyectado para 2021 y 2022. Esta disparidad implica no solo un menor círculo virtuoso entre producción y demanda externa por parte de las economías, sino también la posible alteración del flujo normal de las cadenas de suministro y un posible aumento de las tendencias proteccionistas en el comercio. Los procesos de recuperación desiguales en los países —a nivel de sectores y grupos poblacionales afectados— exacerbaban aún más las inequidades y tensiones sociales que existen en varias regiones (El-Erian, 2021).

### 3. Tras la caída del 5,4% sufrida en 2020, el volumen de comercio mundial logra una dinámica recuperación y para 2021 la Organización Mundial del Comercio (OMC) espera un crecimiento del 8%

En 2020, la caída del volumen de comercio de bienes llegó al 5,4%, una cifra menor a la esperada originalmente por la OMC, que en abril de ese año había pronosticado que el descenso podía llegar a un 32% en su escenario más pesimista.

Entre las causas de esta menor caída se encuentran los paquetes de estímulo fiscal y monetario que implementaron numerosos gobiernos. Estos fueron mucho mayores en magnitud y amplitud geográfica que los adoptados durante la crisis mundial de 2008 y ayudaron a evitar una mayor caída de la demanda mundial y el comercio (OMC, 2021).

A esto se suma que las restricciones impuestas a los viajes y los cierres de fronteras produjeron un efecto sustitución en el gasto desde estos servicios hacia los bienes. A la vez, la rápida adaptación de las empresas y los hogares al teletrabajo y la recuperación de las cadenas de producción permitieron mantener la generación de renta y la demanda. Por último, la gran mayoría de las medidas proteccionistas que se impusieron al principio de la pandemia, que hubiesen provocado una mayor contracción del comercio de bienes, se fueron retirando con el transcurso del tiempo (OMC, 2021).

En los primeros cinco meses de 2021, el comercio mundial crece a tasas interanuales de dos dígitos (véase el gráfico I.2.A), principalmente a causa de la base de comparación muy baja que constituyen los mismos meses de 2020. Por este motivo, estas tasas se irían moderando en el transcurso del año y, según la OMC, el volumen de comercio crecería, en promedio, un 8% en 2021. A nivel de regiones y países, el mayor crecimiento en los primeros cuatro meses del año se ha dado en China, donde es un 28% mayor que en igual período del año anterior (véase el gráfico I.2.B). Esto se debe tanto al efecto de base como al alza a nuevos niveles históricos. En términos de categorías, aquellas que se han beneficiado de una mayor demanda debido al cierre de actividades continúan mostrando mayor dinamismo. En particular, por ejemplo, las exportaciones de artículos electrónicos, muebles y juguetes están en niveles casi un 30% por encima de los registrados previo a la pandemia, mientras que, por el contrario, las exportaciones de bienes como automóviles han estado básicamente estancadas durante seis meses (Capital Economics, 2021a).

A pesar del rápido retorno al crecimiento, el comercio mundial ha estado afrontando una serie de riesgos desde el punto de vista de la oferta durante 2021. Estos riesgos están asociados a la escasez de algunas materias primas y bienes, cuellos de botella en las infraestructuras y canales logísticos, la alteración de los flujos de transporte, la falta de disponibilidad de trabajadores a raíz de la pandemia y la extensión de los plazos de transporte debido a nuevas normativas sanitarias y al encarecimiento de los fletes hasta niveles históricos. Estos desequilibrios podrían continuar hasta 2022 y, en algunos casos, incluso podrían llegar a hacer mella en la demanda<sup>3</sup>.

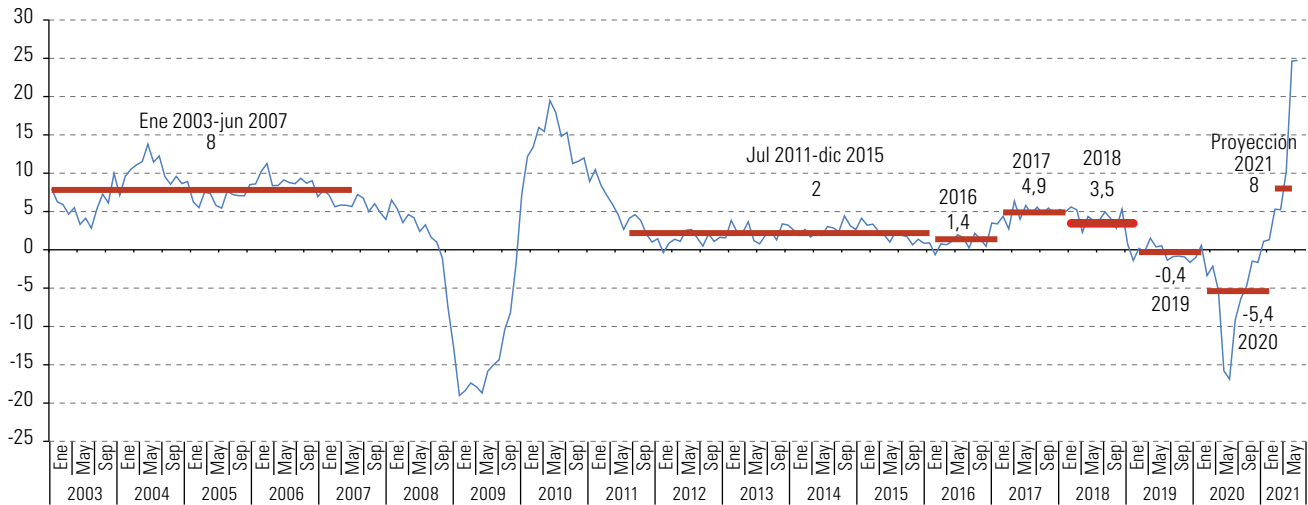
<sup>3</sup> Véase Capital Economics, Global Trade Monitor 25 de agosto de 2021; C. Barría, "Nunca había visto algo así": la gran escasez de productos que afecta al mundo (y por qué puede producirse un "efecto látigo)", BBC News mundo, 13 de agosto de 2021 [en línea] <https://www.bbc.com/mundo/noticias-58080678> y J. Hoffmann, "How to cushion consumers from high maritime freight rates", United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 27 de julio de 2021 [en línea] <https://unctad.org/news/how-cushion-consumers-high-maritime-freight-rates>.

**Gráfico I.2**

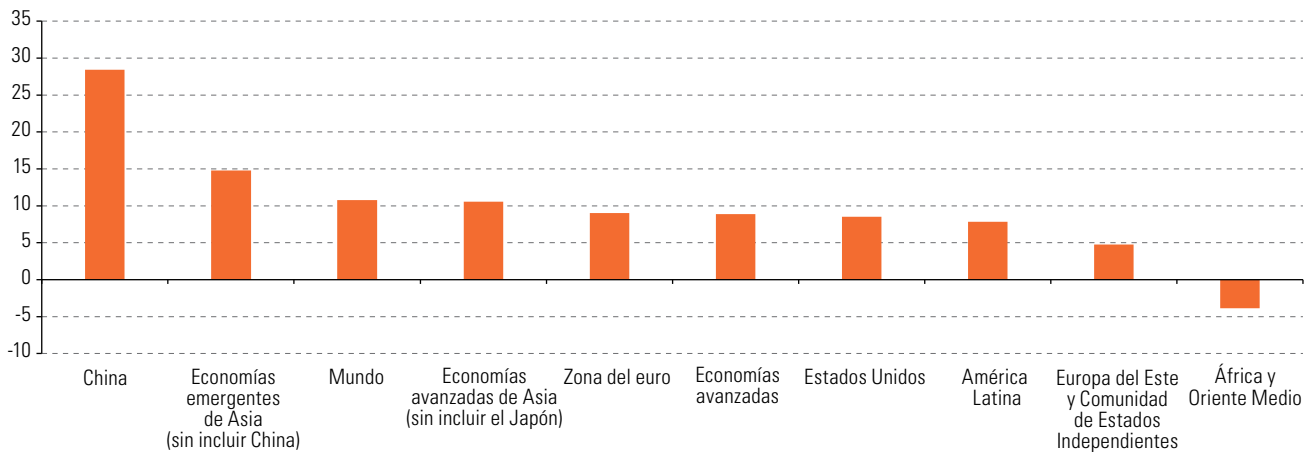
**Volumen del comercio mundial**

(En porcentajes, sobre la base de un índice desestacionalizado)

**A. Tasa de variación interanual, enero de 2003 a mayo de 2021**



**B. Por subregiones y países seleccionados, variación del acumulado de enero a mayo de 2021 frente a enero a mayo de 2020**



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

Por el lado de los servicios, la OMC proyecta que estos no recuperarían los niveles previos a la crisis hasta que se haya superado la pandemia (en 2020, la exportación de servicios comerciales cayó un 20% en dólares corrientes, los servicios de viajes bajaron un 63% y los servicios de transporte se redujeron un 19%).

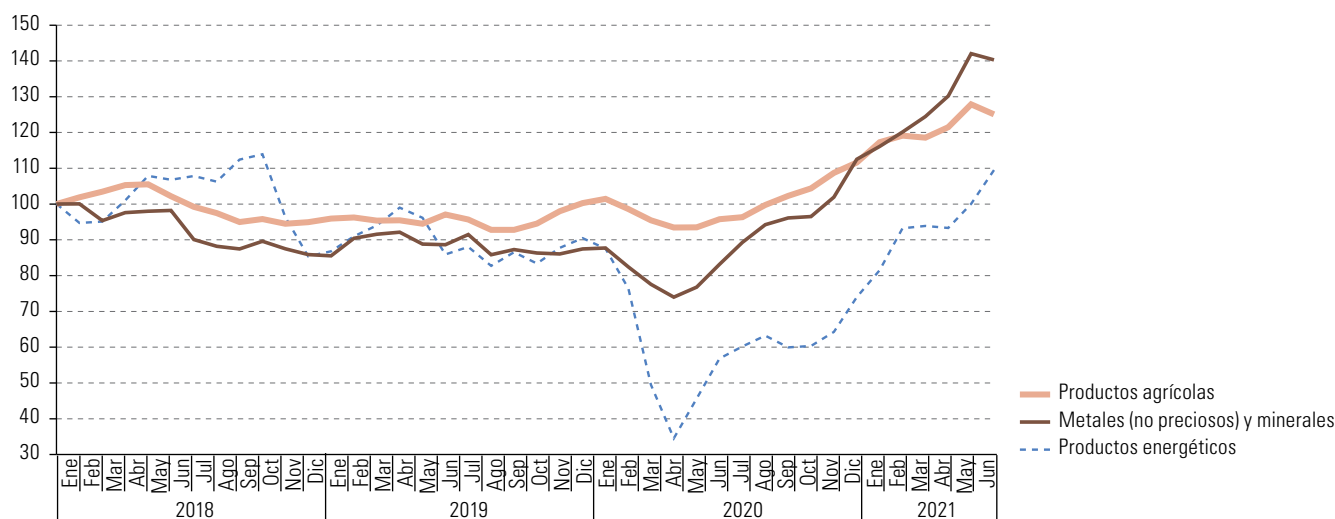
La OMC prevé para 2022 una moderación de la tasa de crecimiento del volumen de comercio —a un 4%—, en línea con la moderación esperada también en el crecimiento de la actividad económica mundial. Tanto la proyección de este año como la del próximo tienen, según la OMC, un riesgo a la baja por factores relacionados principalmente con la evolución de la pandemia (producción y distribución insuficientes de vacunas, o expansión de variantes de COVID-19 resistentes a las vacunas).

## 4. La recuperación del comercio se acompaña del aumento de los precios de los productos básicos, que en 2021 serían un 38% más altos, en promedio

Los precios de los productos básicos han mostrado un pronunciado aumento desde abril de 2020 hasta la fecha (véase el gráfico I.3).

**Gráfico I.3**

Índices de precios internacionales de los productos básicos, enero de 2018 a junio de 2021 (Base enero de 2018=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)", 2 de julio de 2021 [en línea] <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5d903e848db1d1b83e0ec8f744e55570-0350012021/related/CMO-Pink-Sheet-July-2021.pdf>.

Para 2021, se prevé que los precios de los productos energéticos, de los metales y minerales, y de los productos agroalimentarios sean un 58%, un 38% y un 20% más altos, respectivamente, en comparación con el nivel promedio registrado en 2020<sup>4</sup>. La dinámica se explica, en gran medida, por una mayor demanda mundial y —en el caso de los productos agrícolas— también por choques de oferta.

**Cuadro I.1**

Variación interanual proyectada de los precios internacionales de los productos básicos, 2021 (En porcentajes)

Productos primarios	38
Productos primarios (sin energía)	30
Productos agroalimentarios	20
Metales y minerales	38
Productos energéticos <sup>a</sup>	58

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base Banco Mundial, *Commodity Markets Outlook: Causes and Consequences of Metal Price Shocks*, Washington, D.C., abril de 2021; Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook Database*, abril de 2021 [en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>; The Economist Intelligence Unit, "CountryData" [en línea] <https://store.eiu.com/product/countrydata>; Administración de Información Energética de los Estados Unidos, *Short Term Energy Outlook*, 6 de julio de 2021; Banco de Chile, *Informe de Política Monetaria: junio 2021*, Santiago, 2021, y datos de Bloomberg y de la Comisión Chilena del Cobre (COCHILCO).

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

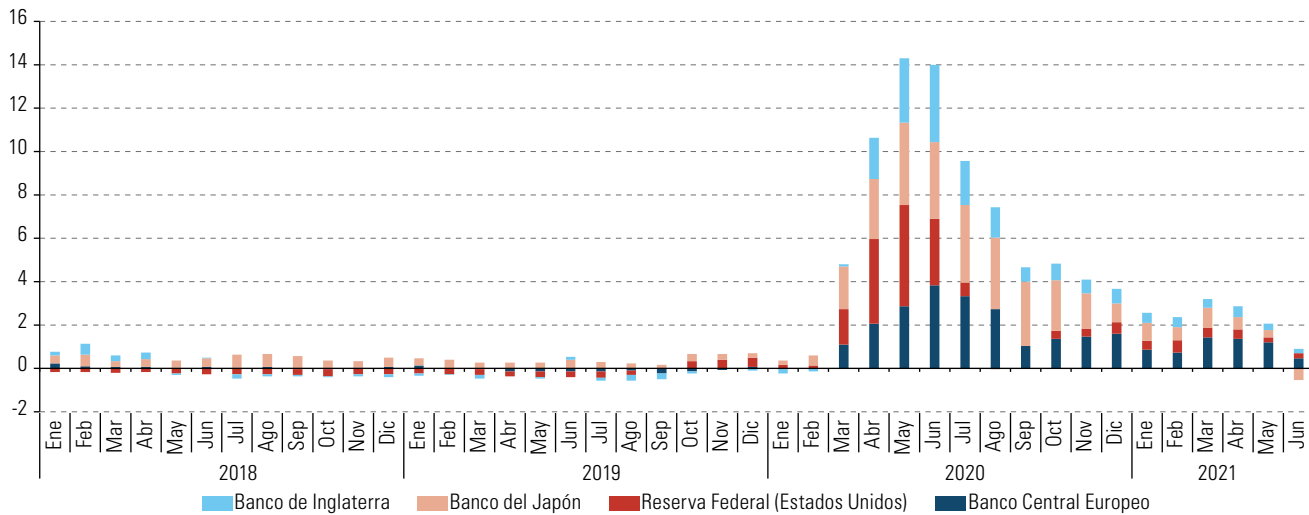
<sup>4</sup> En particular, los precios del café, la soja, el trigo y el maíz incorporarían los efectos de la acumulación de condiciones climáticas extremas (sequías y heladas) en el Brasil, los Estados Unidos, la Argentina y Ucrania, que tendrían una incidencia negativa en las cosechas. En algunos casos, además, las condiciones adversas se combinan con aumento en la demanda (véase *Capital Economics*, 2021b y 2021c).

## 5. En lo que va del año, los mercados financieros se han visto favorecidos por la mejora de la actividad económica mundial, los mayores estímulos fiscales en los diferentes países y los avances en el control de la pandemia y en el proceso de vacunación, sobre todo en los Estados Unidos y Europa

Se ha mantenido un elevado nivel de liquidez mundial (véase el gráfico I.4). Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas mantuvieron sus tasas en niveles mínimos históricos y continuaron con los programas de compra de activos haciendo crecer —aunque a menor ritmo en los últimos meses— el tamaño de sus hojas de balance.

**Gráfico I.4**

Cambio mensual del tamaño de la hoja de balance, enero de 2018 a junio de 2021  
 (En porcentajes del PIB)



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

Lo mencionado anteriormente, sumado a la mejora en la actividad económica mundial, ha redundado en bajos niveles de volatilidad financiera (véase el gráfico I.5) y un aumento en la demanda de activos de mayor riesgo, al tiempo que se redujo la demanda de los activos percibidos como más seguros. Con esto, los flujos de capitales hacia las economías emergentes se mantuvieron positivos, sobre todo los orientados a los mercados de renta fija (véase el gráfico I.6).

En general, en los mercados de renta variable las bolsas continuaron la tendencia al alza (véase el gráfico I.7) y en algunos casos volvieron a alcanzar niveles récord. Las bolsas de los Estados Unidos y de Alemania se encuentran en niveles históricos, al tiempo que la del Japón registra un máximo desde 1990 (Banco Central de Reserva del Perú, 2021). En el caso de las economías emergentes, las bolsas se vieron beneficiadas por el mayor apetito de riesgo y por el aumento del precio de los productos básicos de los que muchas son exportadoras.



**Gráfico I.5**

Índice VIX de volatilidad en los mercados financieros, enero de 2020 a julio de 2021



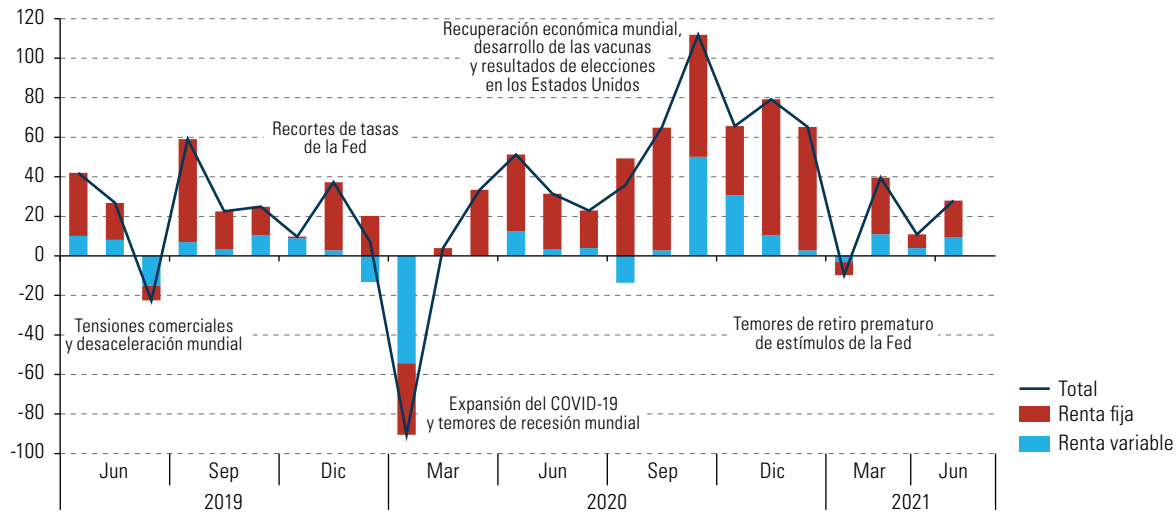
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg.

**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.

**Gráfico I.6**

Flujo de capitales de cartera de no residentes hacia mercados emergentes, junio de 2019 a junio de 2021

(En miles de millones de dólares)



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

### Gráfico 1.7

Índices de precios en los mercados accionarios, enero de 2020 a julio de 2021  
(índice MSCI de mercados desarrollados y emergentes, base 1 de enero 2020=100)



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

## 6. En los países desarrollados se han registrado mayores tasas de inflación que han tenido su contraparte en el aumento de las tasas de rendimiento de los bonos soberanos de largo plazo de los países considerados como refugio, principalmente los Estados Unidos

Las mayores tasas de inflación registradas en los países desarrollados son consecuencia de un aumento de la demanda interna, un alza en los precios del petróleo y otros productos básicos, y algunas restricciones de oferta. En lo que respecta a la demanda, se ha producido un aumento del gasto por parte de quienes durante la pandemia continuaron percibiendo salarios, pero no tuvieron oportunidad de consumir como era costumbre, con lo que se generó un mayor ahorro. Asimismo, los estímulos fiscales lanzados por los gobiernos, en particular el aprobado en marzo por el Gobierno de los Estados Unidos, tienen un componente importante de transferencias de ingresos a los ciudadanos con el objeto de estimular el consumo. Esta mayor demanda, a su vez, suele enfrentar ciertas dificultades desde el punto de vista de la oferta —dañada por la crisis con cierres de empresas y destrucción de capacidad productiva—, con lo que se ejerce una presión al alza en los precios. Por último, se conjugó un aumento en los costos de producción como consecuencia del incremento del precio de bienes primarios y los costos del transporte internacional.

Como resultado de lo expuesto, en los Estados Unidos la inflación ha alcanzado niveles máximos desde 2008 y se ha producido un aumento en la tasa de rendimiento de los bonos de largo plazo del país como reflejo de las expectativas de que la autoridad monetaria pudiera comenzar a retirar sus estímulos monetarios antes de lo previsto (véase el gráfico 1.8)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> En la reunión celebrada los días 15 y 16 de junio de 2021, la Reserva Federal mantuvo sin cambios la tasa de interés de política monetaria, pero dejó abierta la posibilidad de evaluar el programa en las próximas reuniones en virtud de lo que ocurra con la economía.

**Gráfico I.8**

Estados Unidos: rendimiento de los bonos soberanos a diez años, enero de 2018 a julio de 2021  
 (En porcentajes)



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

El posible aumento en las tasas de interés de los Estados Unidos repercutiría en los mercados emergentes en tanto se reduce el atractivo de las inversiones en monedas distintas al dólar, lo que ejerce presión sobre los tipos de cambio y también sobre los precios de los bonos de estos mercados. En todo caso, los rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos siguen siendo bajos en la comparación histórica y las salidas generalizadas de capitales desde los mercados emergentes no parecen constituir un riesgo a corto plazo<sup>6</sup>.

Hacia el futuro, sin embargo, nunca está ausente el riesgo de que sobrevenga una nueva fase de mayor aversión al riesgo. Esto aumentaría la demanda de títulos “seguros” y tendría un efecto negativo sobre los flujos financieros hacia las economías emergentes, incluidas las de América Latina y el Caribe.

Una situación de este tipo, por lo demás, encontraría a dichas economías más vulnerables debido a los mayores volúmenes de deuda acumulados, que para algunas empresas, e incluso gobiernos, podrían tornarse inmanejables.

<sup>6</sup> Además, el riesgo de subida de las tasas de corto plazo en los Estados Unidos disminuye gracias a la enmienda de metas de inflación promedio que la Reserva Federal de los Estados Unidos introdujo en su política en agosto de 2020, por la cual permite que la inflación suba por encima del objetivo del 2% después de períodos en los que haya estado por debajo (véase Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 2020). En julio de 2021, el Banco Central Europeo (BCE) también anunció una flexibilización de su política monetaria; la entidad tolerará subidas temporales de los precios superiores al 2%.

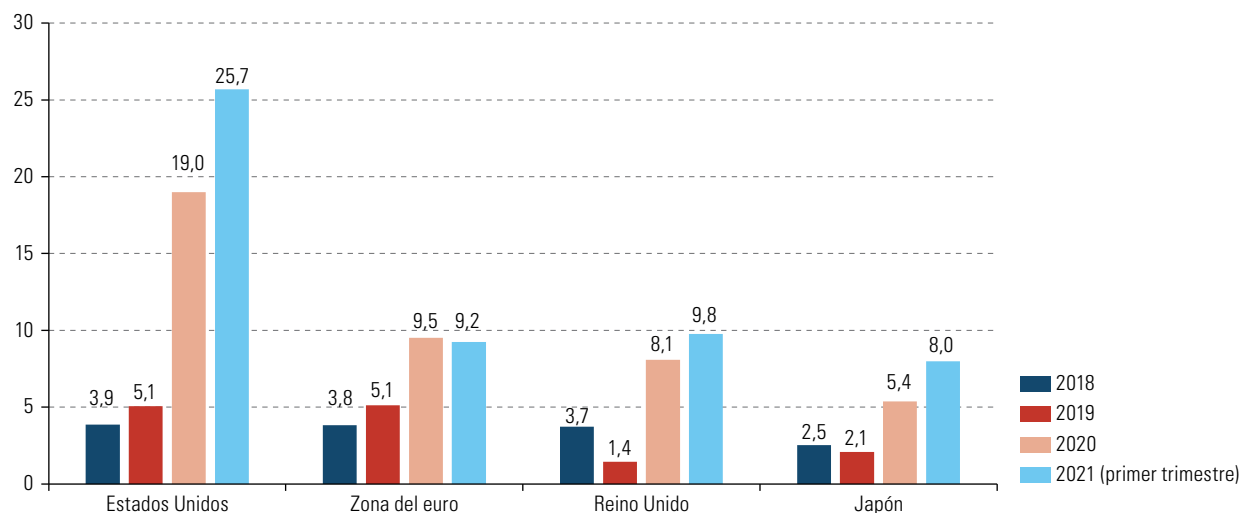
## B. La evolución de la liquidez a nivel global

### 1. En 2021 los países desarrollados redoblaron sus esfuerzos para aumentar la liquidez a través de la continua expansión de las hojas de balance de los bancos centrales

En 2021 la mayoría de los principales bancos centrales del mundo reforzaron la orientación expansiva de la política monetaria adoptada en 2020 para enfrentar los efectos de la pandemia. Entre 2020 y el primer trimestre de 2021, la tasa de crecimiento de la oferta monetaria ampliada se expandió del 19,0% al 25,7% en el caso de los Estados Unidos, del 8,1% al 9,8% en el caso del Reino Unido y del 5,4% al 8,0% en el caso del Japón. Por su parte, en el caso de la zona del euro se suavizó levemente la tasa de crecimiento de la oferta (que pasó del 9,5% al 9,2%) (véase el gráfico I.9).

**Gráfico I.9**

Regiones y países seleccionados: tasa de crecimiento de la oferta monetaria ampliada, promedios anuales sobre la base de datos trimestrales, 2018 a primer trimestre de 2021  
 (En porcentajes)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe, sobre la base de Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED), 2021 [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>.

La evolución de la liquidez se explica fundamentalmente en el aumento extraordinario de las hojas de balance de los bancos centrales. La hoja de balance de la Reserva Federal de los Estados Unidos se sitúa en julio de 2021 en 8 billones de dólares, que equivalen aproximadamente al 38% del producto interno bruto (PIB) del país, lo que representa un aumento del 100% en comparación con el nivel que se registró como respuesta a la crisis financiera mundial<sup>7</sup>. Después de la adopción de políticas de expansión cuantitativa dirigidas a responder a la crisis financiera mundial entre 2008 y 2013, la hoja de balance de la Reserva Federal representaba el 18% del PIB. Por otra parte, de acuerdo con información disponible a diciembre de 2020 las hojas de balance del Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra y el Banco del Japón se sitúan en el 59%, el 40% y el 127% de los PIB respectivos.

<sup>7</sup> En relación con marzo de 2020, cuando el COVID-19 fue declarado pandemia por la Organización Mundial de la Salud (OMS), la hoja de balance de la Reserva Federal aumentó 3,1 billones de dólares.

## 2. El aumento de las hojas de balance ha permitido sostener una política fiscal fuertemente expansiva

A su vez, el aumento de las hojas de balance en los Estados Unidos responde en gran medida a la compra de títulos de la deuda pública del gobierno federal (papeles gubernamentales y bonos del Tesoro a largo plazo). En julio de 2021 estos representan el 69% del total de la cartera de activos de la Reserva Federal (8 billones de dólares). Los programas de emergencia de apoyo a la liquidez propiamente dicha, para responder a las necesidades de financiamiento de los hogares y las empresas, equivalen a 88.000 millones de dólares<sup>8</sup>.

Este comportamiento ha sido muy distinto al que se observó ante la crisis financiera mundial. En comparación, durante la crisis financiera mundial (entre el 5 de diciembre de 2007 y el 24 de junio de 2009) la Reserva Federal solo aumentó sus tenencias de bonos y bonos del Tesoro en 116.000 millones de dólares, o aproximadamente el 25%. Durante ese mismo período, la Reserva Federal amplió su cartera total de 920.000 millones de dólares a 2,1 billones de dólares, lo que representa un aumento total de 1,2 billones de dólares. Gran parte de ese aumento se debió a la compra de valores respaldados por hipotecas y la implementación de nuevos programas para abordar la desaceleración económica.

En el caso de la zona del euro, los títulos de deuda de gobierno representan más del 50% del total de los activos del Banco Central Europeo (BCE, 2021).

La política monetaria ha permitido bajar el costo del endeudamiento de los Gobiernos de los países desarrollados y llevar a cabo una política fiscal expansiva sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial. En los meses de marzo y diciembre de 2020 y marzo de 2021 la legislación aprobada por el Congreso de los Estados Unidos ha conllevado un apoyo fiscal equivalente a casi 5,8 billones de dólares, lo que representa aproximadamente un 28% del PIB de ese país (Clarida, Duygan-Bump y Scotti, 2021). Como se observa en el gráfico I.10, en el caso de los Estados Unidos, la expansión de la hoja de balance de la Reserva Federal a partir de 2019 (de 3,9 billones de dólares ese año a 6,3 billones de dólares en 2020) guarda una estrecha relación con el aumento del déficit fiscal (de 1,0 billón de dólares en 2019 a 3,1 billones de dólares en 2020, montos que representan el 4,6% y el 14,9% del PIB, respectivamente)<sup>9</sup>.

Cabe señalar que la compra de títulos del tesoro abarca distintos plazos de madurez, lo que, junto con el manejo tradicional de la política monetaria a través de la tasa de interés de corto plazo (la tasa de los fondos federales), implica que la política monetaria de la Reserva Federal no solo se instrumenta a partir de los dos extremos de la curva de rendimientos, sino que en toda la extensión de los distintos plazos de madurez. En suma, la política monetaria implementada para responder a la crisis ocasionada por la pandemia es novedosa no solo porque ha permitido una expansión fiscal sin precedentes en un contexto de bajas tasas de interés, sino también porque puede llevar a plantear el control implícito de la curva de rendimientos por parte de la Reserva Federal.

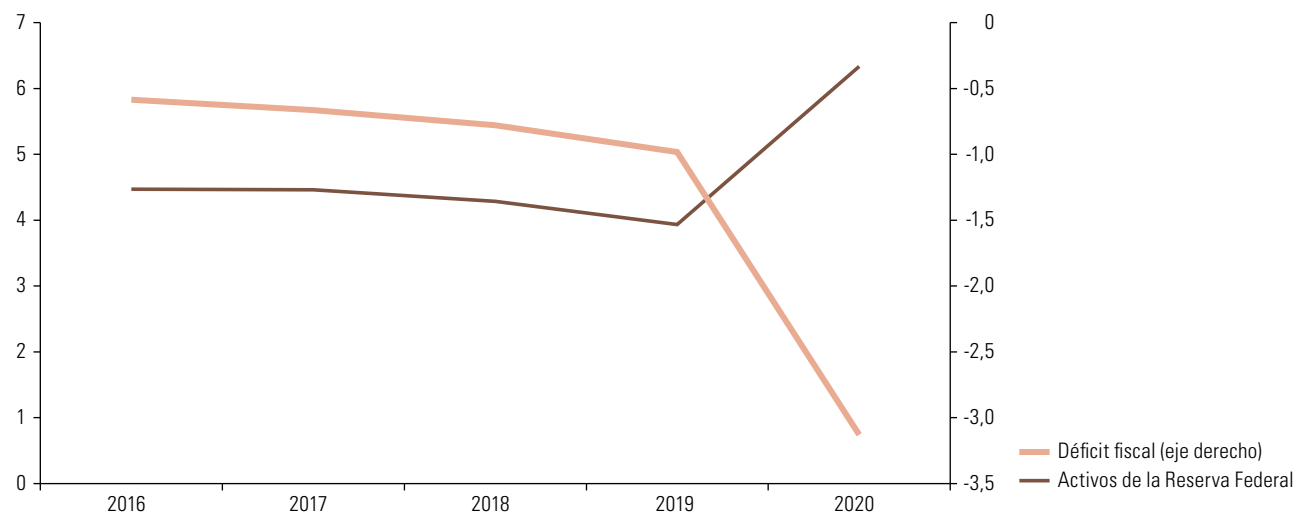
<sup>8</sup> La mayoría de estos programas —incluidos el programa de financiamiento de papeles comerciales (Commercial Paper Funding Facility (CPFF)), el servicio de crédito para operadores primarios (Primary Dealer Credit Facility (PDCF)), el programa de liquidez de fondos mutuos del mercado monetario (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)), el programa de crédito para empresas en el mercado primario (Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)), el programa de crédito para empresas en el mercado secundario (Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)), el programa de préstamo de valores a plazo respaldados por activos (Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)), el programa de préstamos para pequeñas y medianas empresas (Main Street Lending Program), el programa de liquidez municipal (Municipal Liquidity Facility (MLF)) y el programa de liquidez del programa de protección de la nómina (Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF))— estaban vigentes hasta diciembre de 2020, marzo de 2021 o junio de 2021, dependiendo del programa de financiamiento específico (Clarida, Duygan-Bump y Scotti, 2021).

<sup>9</sup> En el gráfico I.10 no se presenta el déficit fiscal en términos de PIB, como se suele hacer, debido a que como consecuencia de la caída del PIB que se produjo en 2020 se puede sobreestimar el déficit fiscal. No obstante, para fines de referencia se incluye el déficit fiscal en términos de PIB en el texto.

**Gráfico I.10**

Estados Unidos: hoja de activos de la Reserva Federal y déficit fiscal del gobierno federal, 2016-2020

(En billones de dólares)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED), 2021 [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>.

El control de la curva de rendimientos implica el anuncio de objetivos de tasas de interés con determinada madurez o intervalo de madurez. Con esta política monetaria se busca controlar no solo las distintas tasas de interés sino además los diferenciales entre las tasas de interés. En caso de materializarse la política de control de la curva de rendimientos, se reforzarían las tendencias observadas en relación con la postura acomodaticia de la política monetaria con respecto a la política fiscal y al objetivo de expansión de la demanda agregada.

### 3. La política monetaria ha beneficiado al mercado de valores y a los mercados de bonos, que han consolidado su posición como principales proveedores de liquidez internacional

La política de expansión de las hojas de balances de los principales bancos centrales y de la oferta monetaria y la disminución de las tasas de interés no han ido acompañadas de un aumento del crédito bancario. En el caso de los Estados Unidos, la tasa de crecimiento del crédito de la banca comercial ha venido a la baja desde el segundo trimestre de 2020, al pasar del 11% al 6% en el segundo trimestre de 2021. La tasa de crecimiento del crédito transfronterizo en dólares disminuyó del 2,7% al 0,6% entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020. En el caso de la zona del euro, el crédito transfronterizo se ha recuperado apenas, y ha registrado tasas de crecimiento del -0,9% en el segundo trimestre de 2020 y de solo un 0,4% en el último trimestre de ese mismo año.

La orientación de la política monetaria ha beneficiado más bien al mercado de valores y a los mercados de bonos. Como se señala en CEPAL (2020), en una primera instancia las políticas monetarias basadas en la expansión de las hojas de balance y la disminución de las tasas de interés de más largo plazo contribuyeron a contrarrestar la caída inicial que se produjo en las bolsas de valores como consecuencia de la irrupción del COVID-19 a escala mundial en marzo de 2020 y a potenciar el aumento de los valores transados en el mercado bursátil. Desde marzo de 2020 hasta julio de 2021, las políticas monetarias han permitido, mediante la valorización de los activos financieros, mantener la tendencia al alza de las bolsas de valores en los países desarrollados sin mayores interrupciones, marcando, casi de manera continua, niveles récord.

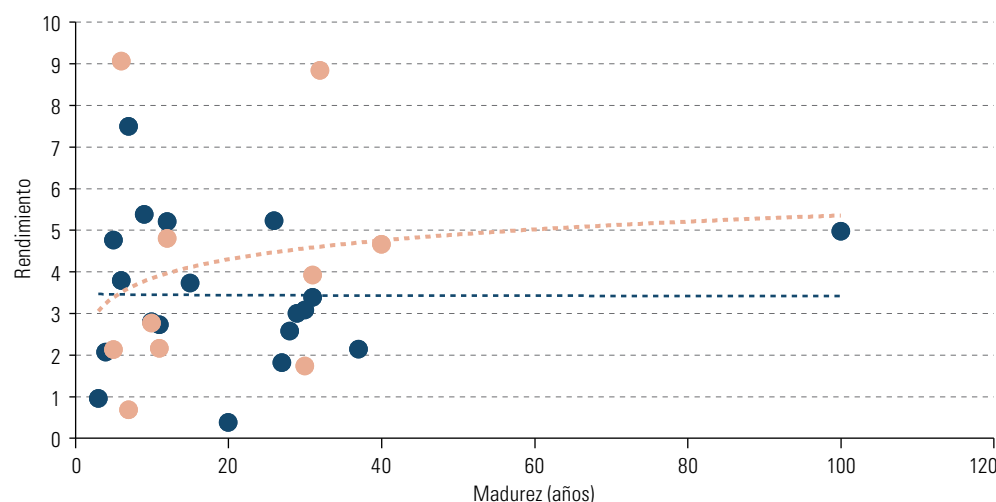
A la vez, la disminución de las tasas de interés de largo plazo ha aumentado el valor presente de los bonos, generando una ganancia de capital para sus tenedores y, en general, una mayor demanda por este instrumento. Por otra parte, el bajo nivel generalizado de las tasas de interés y del rendimiento ha estimulado el apetito y la búsqueda de un mayor rendimiento por parte de los inversionistas privados, quienes han canalizado sus inversiones a los mercados emergentes y los países en desarrollo.

Los datos disponibles sobre la emisión de deuda soberana referentes a emisiones soberanas clasificadas como de alto rendimiento (alto riesgo) y emisiones clasificadas con grado de inversión para el caso de América Latina y el Caribe muestran que el rendimiento para los inversionistas aumentó en 2020 en comparación con el período 2017-2019. El rendimiento se determina de forma indirecta calculando la diferencia entre la tasa de interés que se aplica a las emisiones de deuda en el mercado internacional de capitales y la tasa de interés libre de riesgo de los bonos a diez años del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (véase el gráfico I.11).

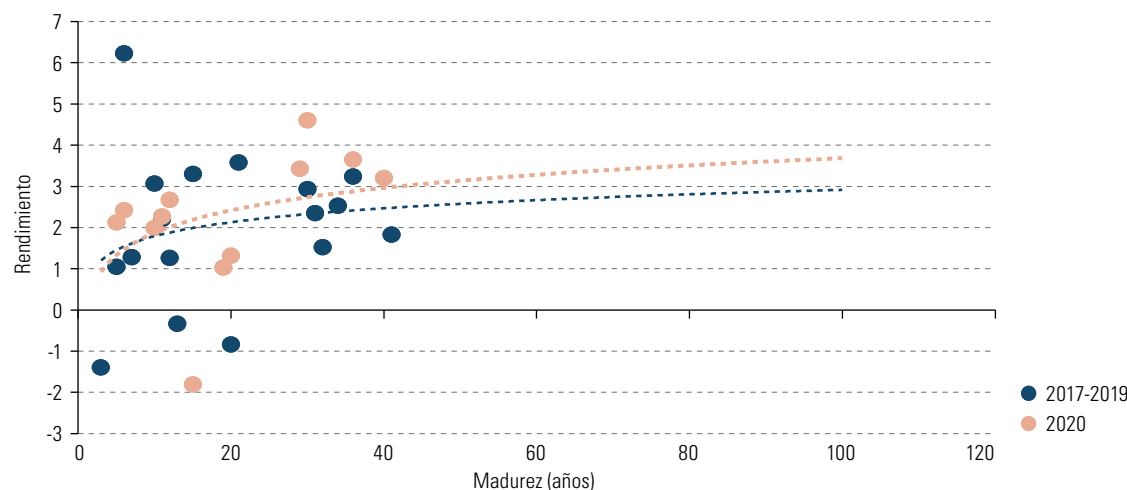
### Gráfico I.11

América Latina y el Caribe: curva de rendimientos y madurez para la emisión de deuda soberana clasificada como de alto rendimiento y con grado de inversión, 2017-2019 y 2020  
 (En porcentajes y número de años)

#### A. Emisión de deuda soberana clasificada como de alto rendimiento



#### B. Emisión de deuda soberana clasificada con grado de inversión



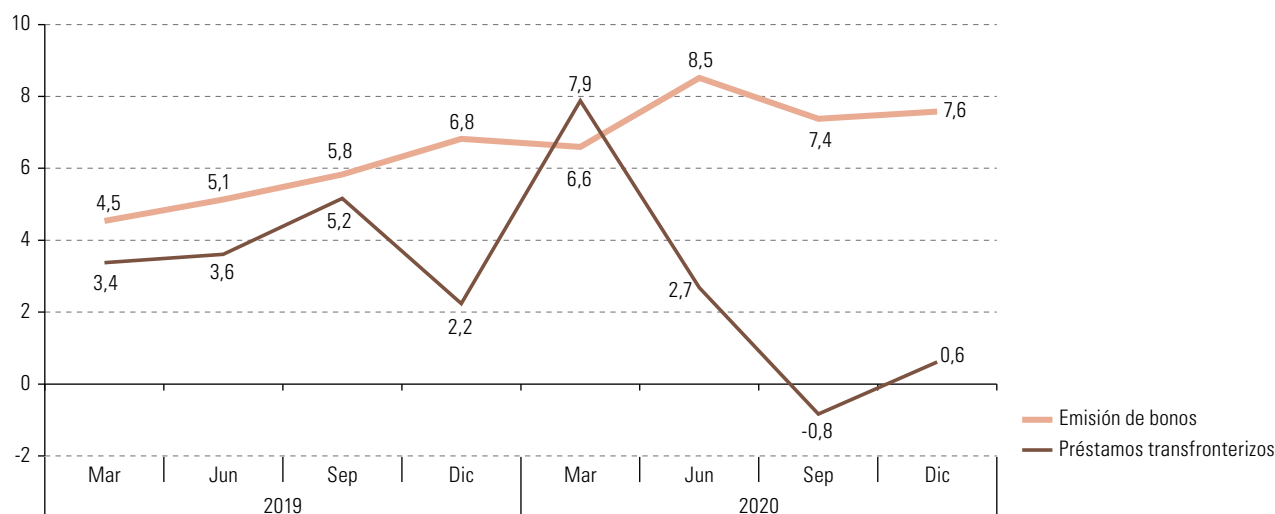
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe, sobre la base de CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB.2020/12-P), Santiago, 2020.

**Nota:** El rendimiento se calcula como el diferencial de la tasa de interés sobre los bonos soberanos y la tasa de interés libre de riesgo de un bono del Tesoro de los Estados Unidos con una madurez de diez años.

Estas razones explican que la tasa de variación del acervo de la emisión de bonos en el mercado internacional haya mostrado una clara tendencia al alza, expandiéndose de un 6,6% a un 7,6% entre el primer y el último trimestre de 2020. Esto contrasta con la evolución de los préstamos transfronterizos, cuyas tasas de crecimiento (como se mencionó anteriormente) registraron una importante caída y en algunos casos una contracción debido a los efectos de la pandemia. Como consecuencia del impacto del COVID-19, la tasa de variación de los préstamos pasó del 7,9% al 0,6% entre el primer y el último trimestre de 2020 y registró una contracción del 0,8% en el tercer trimestre de ese año (véase el gráfico I.12).

**Gráfico I.12**

Evolución de la tasa de variación de los préstamos transfronterizos y de la emisión en el mercado internacional de bonos a nivel global, 31 de marzo de 2019 a 31 de diciembre de 2020 (En porcentajes)



**Fuente:** Banco de Pagos Internacionales (BPI), Global Liquidity Indicators, 2021 [base de datos en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm>.

**Nota:** Promedio de la tasa de variación de los préstamos transfronterizos y de la emisión en el mercado internacional de bonos en dólares, euros y yenes.

El financiamiento privado a las economías emergentes y en desarrollo registró un comportamiento similar. La tasa de variación de los préstamos transfronterizos se situó en un 2,0% en el segundo trimestre de 2020, cayó a un 1,0% en el tercer trimestre y presentó una contracción del 1,4% en el cuarto trimestre de ese mismo año. Por su parte, la tasa de variación de la emisión de bonos en el mercado internacional de capitales registró en promedio una tasa cercana al 12%.

De esta manera el mercado de bonos se consolida como el principal proveedor de liquidez transfronteriza a nivel global (con un 53% del total en el último trimestre de 2020). Este mercado también es el principal proveedor de liquidez internacional para las economías emergentes.

El análisis por regiones del mundo en desarrollo muestra que en el caso de África y Oriente Medio la emisión de bonos se concentra en el sector de gobierno (con un 64% del total registrado en el primer trimestre de 2021) y en el caso de Asia y Pacífico en el sector financiero (con un 60%). En cuanto a América Latina y el Caribe, los sectores de gobierno y corporativo no financiero son los principales emisores de bonos (con un 64% y un 23% del total en el primer trimestre de 2021, respectivamente) (véase el cuadro I.2). En este último caso la comparación entre 2019 y 2020 indica también que la emisión de deuda por parte del gobierno aumentó un 60%.



**Cuadro I.2**

Regiones del mundo en desarrollo: emisiones brutas de deuda por sector institucional, 2018 a primer trimestre de 2021  
 (En miles de millones de dólares)

Región	Sector institucional	2018	2019	2020	2020 (primer trimestre)	2021 (primer trimestre)
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>Total</b>	<b>93,9</b>	<b>130,8</b>	<b>131,7</b>	<b>137,6</b>	<b>144,6</b>
	Gobierno general	36,8	49,0	62,7	52,8	63,9
	Sector financiero	38,6	54,6	37,1	50,4	53,4
	Sector corporativo no financiero	18,5	27,2	31,6	34,5	27,5
<b>África y Oriente Medio</b>	<b>Total</b>	<b>13,7</b>	<b>33,8</b>	<b>38,5</b>	<b>31,4</b>	<b>45,3</b>
	Gobierno general	9,3	23,1	13,0	22,7	29,3
	Sector financiero	3,2	8,1	9,3	8,5	13,2
	Sector corporativo no financiero	1,1	2,6	1,6	0,16	2,8
<b>Asia y el Pacífico</b>	<b>Total</b>	<b>53,8</b>	<b>59,7</b>	<b>50,8</b>	<b>49,7</b>	<b>51,5</b>
	Gobierno general	11,0	13,0	18,5	4,5	5,0
	Sector financiero	29,8	34,6	34,4	31,6	30,8
	Sector corporativo no financiero	13,0	12,0	7,8	13,5	15,7
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>Total</b>	<b>12,7</b>	<b>25,7</b>	<b>19,7</b>	<b>37,8</b>	<b>34,0</b>
	Gobierno general	5,1	9,0	14,4	15,2	21,7
	Sector financiero	4,4	9,8	1,1	4,4	4,4
	Sector corporativo no financiero	3,3	6,9	4,3	18,3	7,9

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), Debt Security Statistics, 2021 [base de datos en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>.

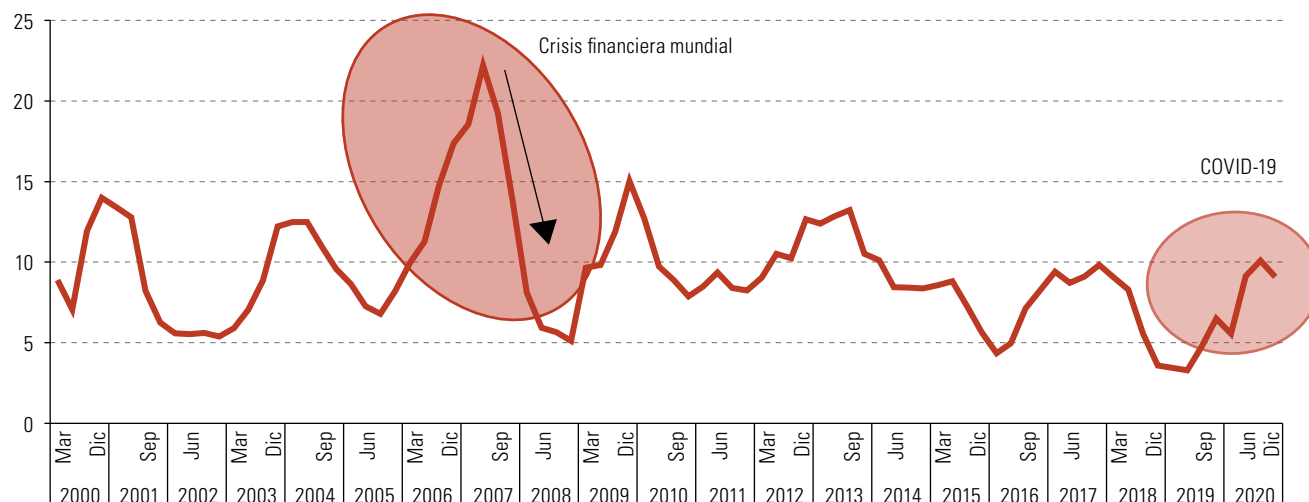
## 4. El contexto monetario y financiero internacional ha permitido un comportamiento anticíclico del mercado de capitales internacional durante la pandemia

La evolución del mercado internacional de bonos en la coyuntura actual contrasta con el comportamiento que se ha observado en otras crisis. De acuerdo con la información disponible correspondiente al período 2000-2020, durante la crisis sistémica anterior a la pandemia, esto es, la crisis financiera mundial (2008-2009), así como en otros episodios de crisis anteriores, el financiamiento otorgado por el mercado internacional de bonos disminuyó fuertemente (véase el gráfico I.13).

De esta manera, la evolución del mercado internacional de bonos en el período marcado por la pandemia se contrapone a la experiencia pasada y al comportamiento procíclico que suele atribuirse a los flujos financieros. Por la importancia que tiene el mercado internacional de bonos en la provisión de liquidez a nivel global, el carácter anticíclico de dicho mercado implica que esta provisión ha suavizado la volatilidad del ciclo económico en el período en que ha estado en curso la pandemia.

**Gráfico I.13**

Evolución de la tasa de variación de las emisiones en el mercado internacional de bonos, 31 de marzo de 2000 a 31 de diciembre de 2020 (En porcentajes)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), Debt Security Statistics, 2021 [base de datos en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>.

## 5. La contrapartida de la mayor importancia del mercado de capitales privado ha sido el aumento de la deuda externa

La contrapartida del mayor protagonismo del mercado internacional de bonos y del mayor apetito por riesgo de los inversionistas privados y su orientación hacia los mercados emergentes y los países en desarrollo, en el contexto de la pandemia de COVID-19, es el aumento de la deuda externa. Como se muestra en el cuadro I.3, en todas las regiones del mundo en desarrollo se ha registrado un aumento de la deuda externa entre 2019 y 2020, ya sea como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios o como porcentaje del PIB. De la misma manera, el costo de la deuda externa (es decir, el servicio de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios) ha aumentado en todos los casos considerados.

**Cuadro I.3**

Indicadores de la deuda externa de los mercados emergentes y las economías en desarrollo, 2019-2020 (En porcentajes)

Región	Deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios		Deuda externa como porcentaje del PIB		Servicio de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Mercados emergentes y economías en desarrollo	116,6	136,4	...	...	42,1	48,2
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	86,0	95,7	18,8	19,5	47,2	50,1
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	120,9	141,9	46,8	51,7	42,5	49,8
América Latina y el Caribe	192,6	226,7	47,9	56,3	50,9	59,0
Oriente Medio y Asia Central	125,0	176,6	46,8	53,9	22,2	31,8
África Subsahariana	172,5	228,1	42,6	46,1	28,5	35,9

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook Database, abril de 2021 [en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>.

Con la excepción de África Subsahariana, América Latina y el Caribe es la región del mundo en desarrollo que tiene el mayor nivel de endeudamiento externo medido como porcentaje de sus exportaciones de bienes y servicios (226,7%) y la que enfrenta el mayor costo por este nivel de endeudamiento (59% de sus exportaciones de bienes y servicios).

Las condiciones financieras externas han permitido que los países que tienen acceso al mercado de capitales privado financien su deuda con emisión de deuda soberana. En el período 2007-2020, en promedio 11 economías de América Latina y el Caribe accedieron a los mercados internacionales para la emisión de deuda soberana y han podido emitir deuda soberana a tasas históricamente bajas con plazos más largos de madurez (llegando incluso a 50 años de plazo para el repago de la deuda). Los plazos más largos de madurez permiten, en principio, evitar reestructuraciones de deuda que pueden darse con períodos de madurez más cortos y aumentar el riesgo país. A la vez, mayores plazos de madurez y menores tasas de interés se traducen en un mayor valor presente de la deuda.

Aun así, los niveles actuales de deuda pueden plantear problemas de liquidez y sostenibilidad. Estabilizar los niveles de deuda pública implica necesariamente que el crecimiento económico debe ser mayor que la tasa de interés real. Lo importante no es cuan baja sea la tasa de interés en términos absolutos, sino la relación que exista entre esta y la tasa de crecimiento de la economía<sup>10</sup>.

La vulnerabilidad financiera de los países puede verse agravada por la calificación crediticia. Un análisis de las calificaciones soberanas provenientes de las tres principales agencias de calificación crediticia (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) muestra que más de la mitad de las economías del mundo en desarrollo de las que se dispone de datos están clasificadas con las calificaciones de alto y muy alto riesgo (véase el cuadro I.4). Esto obviamente afecta el acceso a los mercados financieros internacionales y el costo de la emisión de deuda.

#### Cuadro I.4

Calificaciones crediticias de riesgo para determinadas regiones en desarrollo, 2021  
 (En número de países y porcentajes)

Riesgo	África		Asia		Oriente Medio		América Latina y el Caribe	
	Número de países	Porcentaje del total	Número de países	Porcentaje del total	Número de países	Porcentaje del total	Número de países	Porcentaje del total
Muy bajo	0	0	0	0	0	0	0	0
Bajo	0	0	10	23	4	21	1	21
Medio	3	6	13	30	5	26	5	26
Alto	24	48	15	34	7	37	17	37
Muy alto	23	46	6	14	3	16	4	16
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>100</b>	<b>44</b>	<b>100</b>	<b>19</b>	<b>100</b>	<b>27</b>	<b>100</b>

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de CountryRisk.io, 2021 [en línea] <https://www.countryrisk.io/platform>.

<sup>10</sup> A partir de la restricción presupuestaria el aumento de la deuda se explica ya sea por una tasa de interés real que se sitúa por encima de la tasa de crecimiento o por un mayor déficit primario. Esto se puede expresar formalmente de la siguiente manera:

$$\dot{d} = (r - \dot{y})d + \frac{(G - T)}{Y} \quad (1)$$

Donde  $d$  = razón de la deuda pública respecto del PIB;  $r$  = tasa de interés real;  $\dot{y}$  = tasa de crecimiento del producto real;  $G$  = gasto de gobierno total;  $T$  = ingreso tributario, e  $Y$  = nivel del producto. La estabilidad de la participación de la deuda en el PIB implica que la deuda respecto del PIB ( $d$ ) es igual al cociente entre el déficit primario  $((G - T)/Y)$  y la diferencia entre la tasa de interés ( $r$ ) y la tasa de crecimiento ( $\dot{y}$ ). Es decir:

$$d = \frac{(G - T)/Y}{\{r - \dot{y}\}} \quad (2)$$

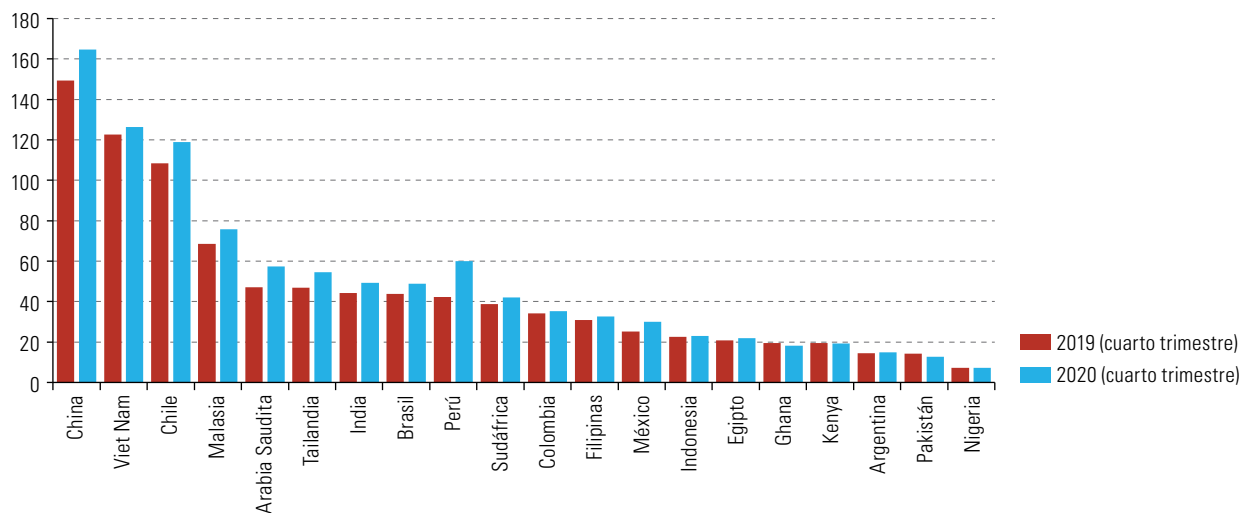
Dado que tanto  $r$ , como  $\dot{y}$  tienen valores pequeños, cualquier cambio en alguna de estas variables tendrá un efecto mucho mayor que cualquier variación en el déficit primario  $((G - T)/Y)$  (Taylor y otros, 2012). Además, es posible que los países de la región no puedan controlar el término  $r$ , debido esencialmente a la existencia de una prima de riesgo, lo que refuerza la idea de que la alternativa más viable para reducir de manera significativa el valor del estado estacionario (*steady-state*) de la deuda en relación con el PIB es aumentar la tasa de crecimiento.

## 6. La deuda del sector corporativo no financiero también ha tendido al alza

El endeudamiento del sector corporativo no financiero también ha tendido al alza en todas las regiones del mundo en desarrollo. Entre el primer trimestre de 2020 y el mismo período de 2021, la deuda del sector corporativo no financiero ha aumentado del 100,9% al 103,4% del PIB en el conjunto de las economías emergentes y en desarrollo. Por regiones, se registran aumentos del 127,3% al 129,3% del PIB en las economías emergentes de Asia; del 69,3% al 72,6% del PIB en las economías emergentes de Europa; del 44,3% al 49,1% del PIB en África y Oriente Medio, y del 41,7% al 43,9% del PIB en América Latina y el Caribe. Un análisis más detallado por países muestra que el aumento de la deuda del sector corporativo no financiero ha sido generalizado (véase el gráfico I.14).

**Gráfico I.14**

Países en desarrollo seleccionados: acervo de deuda del sector corporativo no financiero como proporción del PIB, cuarto trimestre de 2019 y cuarto trimestre de 2020 (En porcentajes)



**Fuente:** Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), "Global Debt Monitor: COVID drives debt surge—stabilization ahead?", 17 de febrero de 2020 [en línea] [https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor\\_Feb2021\\_vf.pdf](https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_Feb2021_vf.pdf).

La proporción de la deuda total que está denominada en moneda extranjera varía de un país a otro. De acuerdo con la información disponible sobre países de América Latina, esta proporción es del 23,3% en el caso del Brasil, del 43,5% en el de Chile, del 15,4% en el de Colombia y del 25,6% en el de México<sup>11</sup>.

La deuda externa expone la posición financiera de las empresas (así como del sector de gobierno) a los efectos de cambios en el tipo de cambio nominal y en las percepciones del riesgo país y del riesgo corporativo. Estos mecanismos de transmisión son particularmente importantes en el caso del sector corporativo no financiero, ya que este se suele caracterizar por un descalce de monedas (es decir, por el hecho de que los pasivos en moneda extranjera no estén cubiertos plenamente por activos en moneda extranjera (BIP, 2019)). Lo anterior implica que cambios en las condiciones internacionales tales como un aumento de la tasa de interés externa o una depreciación del tipo de cambio nominal pueden incrementar los costos del servicio de la deuda y el peso de la deuda, aumentando así el riesgo crediticio y empeorando la posición financiera.

<sup>11</sup> Los datos corresponden al primer trimestre de 2021. Véase IIF (2021a).

Pero incluso si la deuda está denominada en moneda local las empresas (al igual que el Gobierno) pueden estar expuestas a vulnerabilidades derivadas de variaciones de la tasa de interés externa, el tipo de cambio o el riesgo país. La cuestión no gira en torno a la moneda en la que se denomina la deuda, sino más bien en torno a si la deuda está en manos de inversionistas locales o extranjeros. Si la deuda se emite en moneda nacional pero es propiedad de inversionistas extranjeros, una depreciación efectiva o esperada puede tener un efecto similar en la economía que si la deuda se emitiera en moneda extranjera. Puede dar lugar a pérdidas de capital esperadas de los inversionistas extranjeros que poseen deuda denominada en moneda nacional. Esto se traducirá en salidas de capital y un aumento de la percepción de riesgo. Si las percepciones de riesgo afectan a su vez el tipo de cambio, este mecanismo puede proporcionar la base para un proceso acumulativo<sup>12</sup>.

## 7. Los efectos de la pandemia podrían aumentar la fragilidad financiera de las empresas, así como la proporción de empresas con deuda en riesgo

La fragilidad financiera se refiere a una situación en la que el endeudamiento creciente genera compromisos de pago de deuda cada vez mayores que eventualmente superarán los flujos efectivos de ingresos<sup>13</sup>. Uno de los indicadores que puede reflejar el grado de fragilidad financiera es el coeficiente de cobertura de intereses (es decir, el monto de ganancias de una empresa antes de intereses e impuestos dividido por sus gastos por intereses).

Este indicador refleja la facilidad con que una empresa puede pagar intereses sobre su deuda pendiente, así como la medida en que una empresa depende de la deuda de corto plazo para pagar sus obligaciones. Aunque no existe un umbral absoluto para el coeficiente de cobertura de intereses, un punto de referencia útil es determinar si la relación está por encima o por debajo de 1<sup>14</sup>.

De acuerdo con la información disponible sobre un conjunto de países seleccionados de América Latina referente a una muestra de 23.820 empresas, más de un cuarto de las empresas presentan un coeficiente de cobertura de intereses igual o menor que 1. De igual manera, el 37% de la deuda de estas empresas tiene asociado un coeficiente de cobertura de intereses igual o menor que 1.

<sup>12</sup> Una lógica similar se aplica a cambios en la tasa de interés externa.

<sup>13</sup> La fragilidad financiera es el resultado del funcionamiento de una economía en que la oferta y la demanda de préstamos se basan en una disminución del tamaño de los márgenes de seguridad. A medida que los márgenes de seguridad disminuyen, los agentes económicos se vuelven más dependientes de los flujos de ingresos para los pagos de deuda y el funcionamiento normal de los mercados financieros para refinanciar posiciones en activos a largo plazo (Minsky, 1986). Como resultado, cualquier interrupción en los ingresos o en los mercados financieros puede llevar a los agentes económicos a experimentar dificultades para pagar su deuda (servicio de la deuda o capital), lo que se traduce en restricciones de liquidez y problemas de insolvencia. El tamaño y la solidez de los márgenes de seguridad de los diferentes sectores en una economía, así como la probabilidad de que pueda amplificarse una perturbación inicial, determinan la robustez o la fragilidad de una economía (Minsky, 1986). El tamaño y la fortaleza de los márgenes de seguridad son "más seguros" cuando los agentes económicos pueden pagar sus compromisos de deuda (intereses y capital) con flujos de efectivo futuros. El tamaño y la solidez de los márgenes de seguridad son "menos seguros" cuando los agentes económicos confían en la expectativa de una apreciación del activo o de los activos subyacentes que sostienen su deuda o de un cambio favorable en las condiciones económicas subyacentes (por ejemplo, una apreciación del tipo de cambio cuando la deuda está denominada en moneda extranjera) para cubrir sus pasivos (intereses y capital). Entre ambos extremos, está el caso en que los agentes económicos esperan que los flujos de ingreso futuros cubran los pagos de intereses, pero no la amortización.

<sup>14</sup> El coeficiente de cobertura de intereses también puede utilizarse como indicador del riesgo de liquidez.

**Cuadro I.5**

América Latina  
 (países seleccionados):  
 proporción de empresas  
 y de deuda de empresas  
 con coeficiente de  
 cobertura de interés  
 igual o menor que 1, 2020  
 (En porcentajes)

País	Proporción de empresas con coeficiente de cobertura de interés igual o menor que 1	Proporción de deuda de empresas con coeficiente de cobertura de interés igual o menor que 1
Panamá	53,8	39,6
Argentina	52,4	46,6
Brasil	46,3	41,0
Chile	39,8	16,9
Bolivia (Estado Plurinacional de)	35,3	34,6
Perú	29,3	23,3
Colombia	25,0	20,0
Uruguay	21,1	51,4
<b>América Latina</b>	<b>27,9</b>	<b>37,0</b>

**Fuente:** R. Talierno, "Sesión 1: Mesa de Diálogo 'Cambios en la Economía mundial y los desafíos de las Instituciones de Desarrollo ante la Pandemia COVID-19'", presentación efectuada en los Encuentros Virtuales de Economistas Jefe de la Banca de Desarrollo: Desafíos de la Banca de Desarrollo en la Reactivación Económica y el Impulso Regional frente a la Pandemia del COVID-19, 6 y 8 de abril de 2021 [en línea] [https://www.alide.org.pe/wp-content/uploads/2021/04/Robert-Talierno\\_sesi%C3%B3n-1.pdf](https://www.alide.org.pe/wp-content/uploads/2021/04/Robert-Talierno_sesi%C3%B3n-1.pdf).

**Nota:** La muestra abarca 23.820 empresas, con una deuda total de 19.000 millones de dólares.

## 8. Propuestas para aumentar la liquidez global

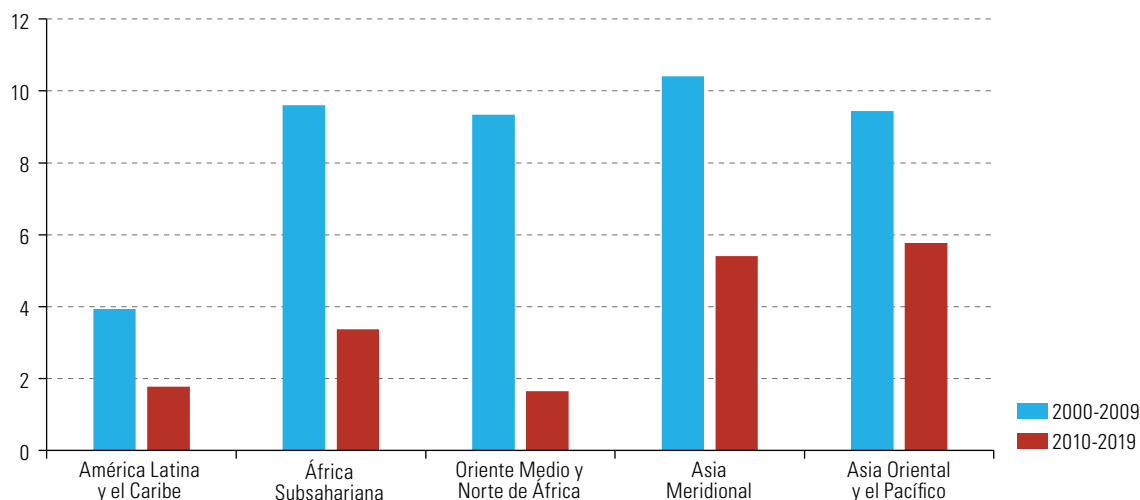
Los mercados de capitales internacionales son altamente sensibles a las condiciones financieras externas y a las percepciones de riesgo de los países emisores, lo que los hace altamente volátiles y los expone a reversiones súbitas. La contraciclicidad que han mostrado los mercados de capitales puede no perdurar en el tiempo.

Por otra parte, no todos los países tienen el mismo acceso al financiamiento y al mismo costo. A su vez, la liquidez proporcionada por las instituciones financieras internacionales ha sido insuficiente para que los países en desarrollo, y en particular los países de ingresos medios-altos, hagan frente a sus necesidades de financiamiento. El apoyo financiero se ha destinado en gran parte a los países de ingresos bajos e ingresos medios-bajos.

Además, la importancia que ha adquirido el mercado de capitales internacional como fuente de financiamiento, sobre todo a partir de la crisis financiera mundial, no se ha traducido en mayor inversión. De hecho, la información disponible apunta en el sentido contrario: la coexistencia del aumento de la deuda y de una disminución de la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo entre los períodos 2000-2009 y 2010-2019 (véase el gráfico I.15).

**Gráfico I.15**

Regiones en desarrollo: tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo, 2000-2009 y 2010-2019  
 (En porcentajes)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2021 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/source/world-development-indicators>.

En este contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) puso en marcha en agosto de 2021 una nueva emisión de derechos especiales de giro (DEG) equivalente a 650.000 millones de dólares como medio para aumentar la liquidez a nivel global de manera más expedita y sostenible, menos costosa y disponible para todos los países<sup>15</sup>. Los DEG son un activo de reserva suplementario oficial (reserva en moneda extranjera) creado por el FMI que puede ser convertido en moneda de reserva internacional por sus países miembros. Los DEG se distribuyen (asignan) de manera proporcional según la cuota de cada país en el FMI.

Los DEG son una línea de crédito que tiene cuatro ventajas para el usuario. En primer lugar, son una línea de crédito automática (hasta por el 100% de la cuota de los países) y están disponibles para todos los países independientemente de su nivel de ingresos.

En segundo lugar, los DEG no generan deuda. El préstamo no implica una obligación de reembolso. En este sentido, se diferencian de todos los demás programas financieros y líneas de crédito proporcionados por el FMI, incluidas las líneas de emergencia para apoyar la lucha contra la pandemia, como el Servicio de Crédito Rápido (SCR) o el Instrumento de Financiamiento Rápido (IFR).

En tercer lugar, los DEG no conllevan ninguna condicionalidad. Todos los programas del FMI que no están asociados a la pandemia implican condicionalidades con altos costos sociales y económicos.

En cuarto lugar, el uso de DEG genera una tasa de interés muy baja (0,05%) e inferior a la de mercado, lo que es ventajoso para los países con primas de riesgo elevadas. Del mismo modo, los DEG aumentan los activos de reserva sin que los países deban incurrir en los costos que normalmente están asociados a la acumulación de reservas. La acumulación de reservas es uno de los principales instrumentos anticíclicos que utilizan los países en desarrollo, al menos desde la crisis asiática (1997-1998), pero es un instrumento costoso que tiene importantes ramificaciones macroeconómicas (por ejemplo, déficits cuasifiscales)<sup>16</sup>.

En agosto de 2021, el Directorio Ejecutivo del FMI implementó una nueva emisión de 650.000 millones de dólares, que corresponde a la cantidad máxima que los Estados miembros del Fondo pueden emitir sin recurrir a la aprobación del Congreso de los Estados Unidos. El objetivo de dicha emisión es expandir la liquidez global sin aumentar la carga de la deuda, liberar los recursos que tanto necesitan los países miembros en apoyo a la lucha contra la pandemia, incluido el respaldo a los programas de vacunación y otras medidas urgentes (FMI, 2021b y 2021d), fortalecer la posición externa y ampliar el acceso a los mercados de capitales privados, y mitigar los riesgos de estancamiento económico, contribuyendo a estimular el crecimiento mundial.

La nueva emisión de DEG se distribuyó a los miembros del FMI de acuerdo con sus cuotas de participación. Las economías en desarrollo y emergentes recibieron el 42% de la nueva emisión de DEG por 650.000 millones de dólares (275.000 millones de dólares) y el resto (un 58%, equivalente a 375.000 millones) se destinaría a los

<sup>15</sup> Existen otras propuestas para aumentar la liquidez global, como el Fondo para Aliviar la Economía COVID-19 (FACE), que tiene por objeto proporcionar un financiamiento extraordinario a los países en desarrollo, incluidos los de ingreso bajo y medio, para mitigar el impacto social y económico que la pandemia ha tenido en los hogares y los sectores productivos. También se prevé financiar la recuperación económica una vez superada la pandemia. No obstante, a diferencia de los derechos especiales de giro, la propuesta del FACE no se ha concretado. La propuesta es financiar este fondo con recursos de las economías desarrolladas y canalizarlos a través de los bancos multilaterales de desarrollo. El fondo constaría de 516.000 millones de dólares (un 3,0% del PIB de los países de ingreso bajo y medio o un 0,7% del PIB de los países desarrollados), que se destinarían a préstamos concesionales con un plazo de 50 años, un período de gracia de 5 años y una tasa de interés equivalente al 0% o a la tasa LIBOR actual (CEPAL, 2021c).

<sup>16</sup> La tasa de interés de los DEG es variable y puede aumentar a partir de un cambio en la orientación de la política monetaria de los países desarrollados y especialmente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Sin embargo, dadas las actuales condiciones económicas y sociales, es poco probable que registre un aumento significativo.

países desarrollados. América Latina y el Caribe recibió el equivalente a 51.500 millones de dólares (el 7,9% del total y el 18,7% de los fondos distribuidos a las economías en desarrollo y emergentes).

En la región, la contribución de una nueva emisión de DEG como porcentaje de las reservas internacionales (además de las tenencias existentes) oscilaría entre el 37% en el caso de Guyana y el 3,0% en el caso del Perú. Un análisis detallado a nivel de los países muestra que una nueva asignación de DEG beneficiaría a algunas de las economías más pequeñas de la región, incluidos los pequeños Estados insulares en desarrollo del Caribe, que también son los más vulnerables debido al tamaño de sus economías, las limitaciones estructurales que enfrentan y su exposición a los desastres naturales.

Guyana y Suriname serían las economías más beneficiadas, con tenencias totales de DEG que representarían alrededor del 37% y el 30% de sus reservas internacionales totales, respectivamente. Otras economías más pequeñas que también se beneficiarían son las Bahamas, Belice, el Ecuador, El Salvador, Haití, Jamaica y Santa Lucía.

Algunas de estas economías, como Belice, Jamaica y Suriname, también se encuentran entre las economías más endeudadas de la región. En 2020, la deuda pública del gobierno central se situó en un 118,2% del PIB en el caso de Belice, un 103,3% del PIB en el de Jamaica y un 99% del PIB en el de Suriname. El consiguiente aumento de las reservas internacionales de estas economías proporcionaría un importante colchón financiero al reducir el riesgo y fortalecer la situación de la balanza de pagos.

El FMI también está contemplando la recirculación de los DEG a las economías en desarrollo. Más concretamente, la recirculación de los DEG podría dar origen a tres tramos. El primero consistiría en aumentar el financiamiento del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP), que ya se financia en gran medida con los préstamos de DEG de los países desarrollados. El segundo tramo consistiría en un fondo fiduciario para financiar la lucha contra el cambio climático, la transformación digital y los gastos relacionados con la salud. El tercer tramo se destinaría a apoyar los préstamos de los bancos multilaterales de desarrollo mediante la creación de otro fondo fiduciario (Wolf, 2021).

Las Naciones Unidas también han defendido la nueva emisión de derechos especiales de giro junto con una recirculación de los DEG de los países desarrollados a los países en desarrollo; sin embargo, reconocen que los mecanismos como el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza se limitan solo a los países de bajos ingresos y de ingreso medio-bajo. Las Naciones Unidas han propuesto la creación de un nuevo fondo fiduciario radicado en el FMI para apoyar a todos los países de ingresos medios, y a los pequeños Estados insulares del Caribe en particular, en sus esfuerzos de respuesta a la pandemia y en la recuperación económica y social (Naciones Unidas, 2021).



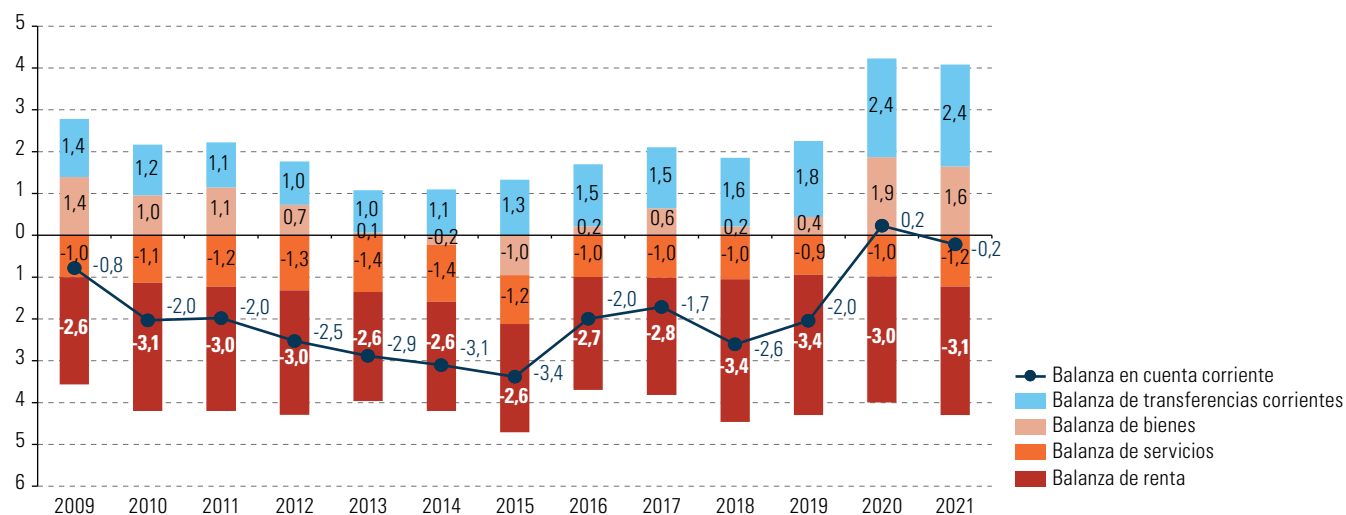
## C. El sector externo

1. Tras exhibir un pequeño superávit en 2020 —algo que no se producía desde 2007—, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasaría nuevamente a ser deficitario en 2021, aunque en una magnitud mucho menor que el promedio de la década anterior a la crisis

En 2021, la cuenta corriente de la balanza de pagos de América Latina presentaría un déficit del 0,2% del PIB regional, después de que el año anterior registrara un pequeño superávit (0,2% del PIB), algo que no se veía desde 2007 (véase el gráfico I.16). En todo caso, se trata de un déficit pequeño, muy inferior a los observados en la década de 2010, previo a la crisis, período en que el déficit promedio fue del 2,5% del PIB regional.

**Gráfico I.16**

América Latina (19 países): cuenta corriente de la balanza de pagos, según componentes, 2009-2021<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 2021 corresponden a proyecciones.

El resultado previsto para este año es producto de varios factores. Por una parte, se constata una fuerte recuperación de las importaciones, en línea con la recuperación de la actividad económica, que aumentarían por encima de las exportaciones, pese a que estas también mostrarían un marcado dinamismo. De esta forma, el saldo en la balanza de bienes seguiría siendo superavitario, aunque en una magnitud menor que en 2020.

La cuenta de renta, históricamente deficitaria para América Latina, mostraría este año un déficit mayor que en 2020 (un 3,1% del PIB en comparación con un 3% del PIB el año anterior). En la cuenta de servicios, que también ha sido históricamente deficitaria en América Latina, sucedería lo mismo y pasaría de un déficit del 1% del PIB en 2020 a un déficit del 1,2% del PIB en 2021. La única cuenta que en 2021 opera en sentido contrario es la balanza de transferencias, cuyo superávit se espera que aumente este año, aunque como porcentaje del PIB este efecto se reduce y permanece casi estable en relación con el año anterior.

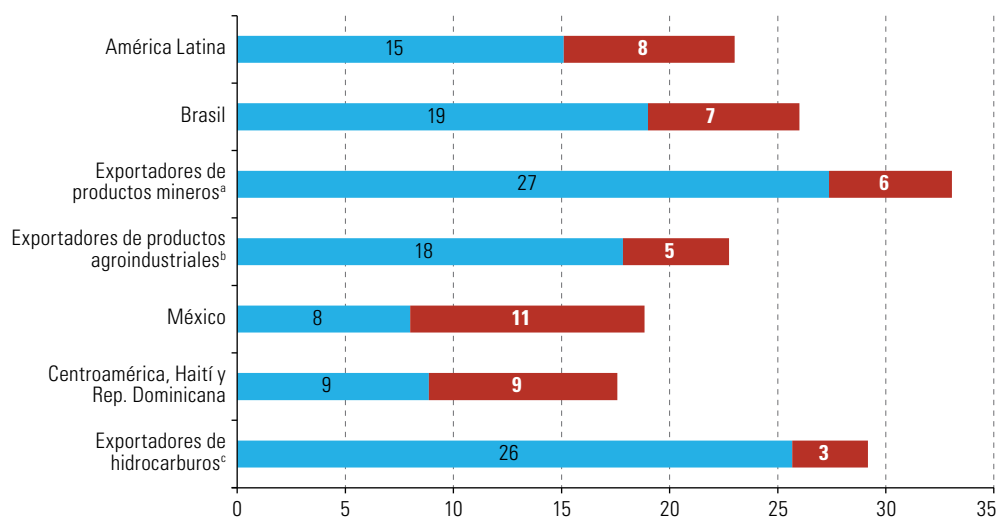
## 2. Se espera que el superávit de la balanza de bienes se reduzca en 2021, producto de un mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones

La mejora en la actividad económica de los países de la región en 2021 va acompañada de un marcado incremento de las importaciones de bienes. Para el año completo se proyecta que estas aumenten un 27%<sup>17</sup> en comparación con 2020 (con un 16% de aumento en el volumen importado y un 9% de incremento en los precios de importación) (véase el gráfico I.17.B).

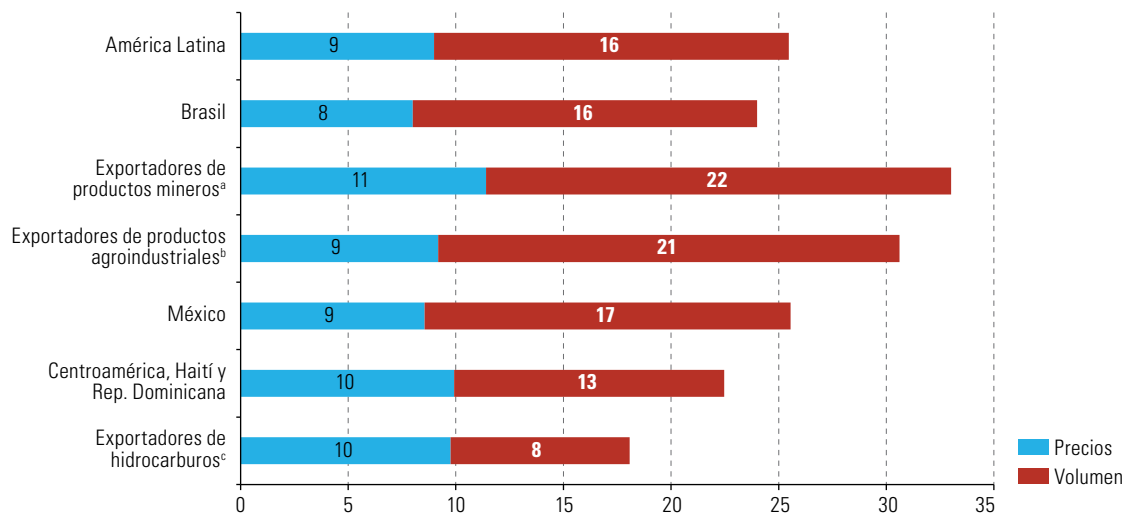
### Gráfico I.17

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las exportaciones y las importaciones de bienes, según volumen y precios, 2021  
 (En porcentajes)

#### A. Exportaciones



#### B. Importaciones



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).

<sup>17</sup> Se utiliza la fórmula  $(1+\text{variación de valor})=(1+\text{variación de precio})\times(1+\text{variación de volumen})$ .

Si bien las exportaciones también exhibirían un crecimiento de dos dígitos, este se proyecta algo menor que el de las importaciones —de un 24%<sup>18</sup> producto de un aumento en el volumen exportado del 8% y un alza en los precios de exportación del 15% (véase el gráfico I.17.A). Como consecuencia, para la cuenta de bienes de la región se proyecta un superávit levemente menor al de 2020 (de un 1,6% del PIB, en comparación con el 1,9% del PIB del año anterior).

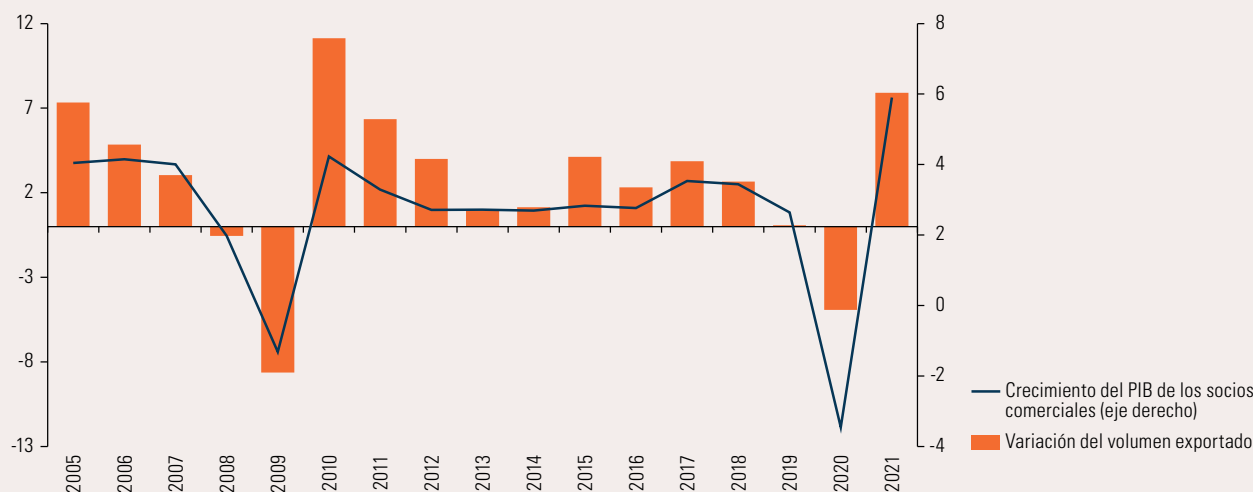
Cabe destacar que si bien el aumento de las exportaciones que se registraría este año en la región tiene un componente importante de volumen, en la medida en que aumenta la demanda externa por el mayor crecimiento de los socios comerciales, en su mayoría se explica por el incremento de precios (véase el recuadro I.1). Por el contrario, el aumento de las importaciones es, en su mayoría, producto de un incremento del volumen importado, en la medida en que la recuperación de la demanda interna en la región está presionando las importaciones de bienes tanto de consumo como de inversión.

### Recuadro I.1

América Latina: crecimiento de los socios comerciales y desempeño del volumen exportado

Tras la caída generalizada de la actividad económica de los principales socios comerciales de la región en 2020, que se acompañó de un descenso de casi un 5% en el volumen exportado por la región, para 2021 se proyecta un crecimiento de casi el 6% en el PIB de los socios comerciales, que se acompañaría de un crecimiento del 8% en el volumen de bienes exportado por la región, en promedio.

América Latina (17 países)<sup>a</sup>: crecimiento del PIB de los socios comerciales y aumento del volumen de exportaciones de bienes, 2005-2021<sup>b</sup>  
 (En porcentajes)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Naciones Unidas, Base de Datos Estadísticos de las Naciones Unidas sobre el Comercio Internacional (para el peso de los socios comerciales) y Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook Database, abril de 2021 [en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021> (para el crecimiento de los socios comerciales).

<sup>a</sup> Los países son: 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> 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 2021, se trata de proyecciones.

El indicador de crecimiento del PIB de los socios comerciales se calcula como una aproximación a la demanda de exportaciones que afrontan los países de la región y, en efecto, ha demostrado tener una alta correlación (superior a 0,8 en el periodo 2000-2020) con la variación de los volúmenes exportados por la región.

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

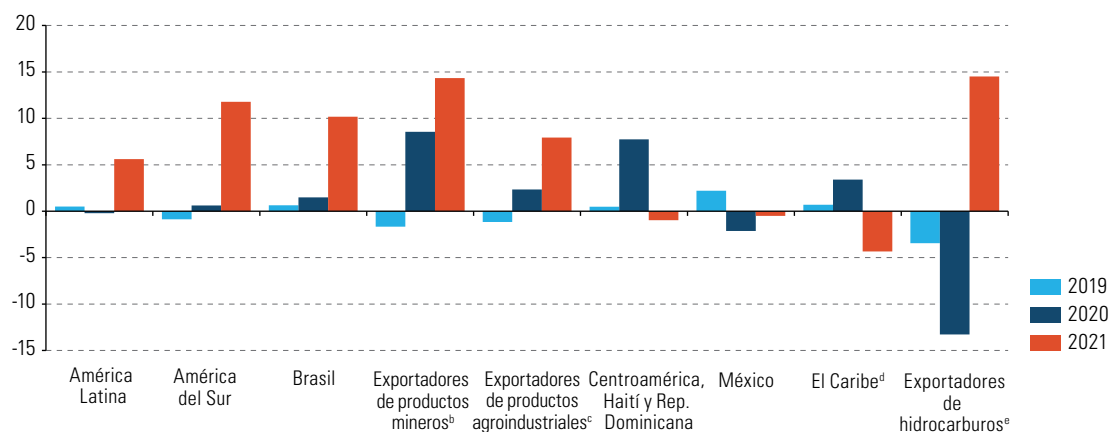
<sup>18</sup> Ídem.

### 3. Se espera que los términos de intercambio mejoren este año, en promedio, para América Latina, aunque las economías del Caribe y de Centroamérica se verían perjudicadas por el aumento del precio de la energía

Como se mencionó en la sección I.A, se espera que en 2021 los precios de los productos básicos alcancen niveles promedio superiores a los vigentes en 2020. Como resultado, los términos de intercambio, en promedio, para América Latina aumentarían un 5,6% este año (véase el gráfico I.18), en el que sería el mejor registro desde 2010.

**Gráfico I.18**

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación de los términos de intercambio, 2019-2021<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 2021 son proyecciones.

<sup>b</sup> Chile y Perú.

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

<sup>d</sup> Sin incluir Trinidad y Tabago.

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

Sin embargo, como es usual, el comportamiento variará de una subregión a otra. En América del Sur, que se destaca por ser exportadora neta de productos básicos y, por ende, se beneficia con el alza del precio de estos productos, los términos de intercambio crecen casi un 12%. Lo contrario sucede en Centroamérica, que es importadora neta de combustibles y también de alimentos (algunos países), donde los términos de intercambio empeorarían un 1% este año.

En el Caribe (sin incluir Trinidad y Tabago), los términos de intercambio caerían un 4% por ser esta subregión también importadora neta de energía y alimentos.

#### 4. Se espera que el déficit de servicios empeore en 2021, debido a que continúan las restricciones al turismo internacional y a que las importaciones de transporte y otros servicios se recuperarían, en consonancia con el rebote de la actividad

El déficit de la balanza de servicios como porcentaje del PIB aumentó al 1,0% en 2020 (en comparación con el 0,9% registrado en 2019), a pesar de que medido en dólares se redujo<sup>19</sup>.

En un contexto de pandemia, tanto las exportaciones como las importaciones de servicios se contrajeron por encima del 30%. Los servicios de viajes fueron el rubro que sufrió el mayor deterioro<sup>20</sup>.

Para 2021 se espera que el déficit de servicios se amplíe y ascienda a un 1,2% del PIB, en consonancia con el fuerte rebote de la actividad y, por extensión, de la importación de transporte y otros servicios asociados. Por su parte, los servicios asociados al turismo experimentarán una recuperación a lo largo del año, aunque se mantendrán muy deprimidos con respecto al nivel registrado previo a la pandemia. Esto se debe al mantenimiento de las restricciones y cautelas respecto de los viajes internacionales, a una mayor precaución a la hora de viajar al extranjero y a un probable cambio de patrón en los viajes empresariales durante los próximos años. Estas circunstancias, unidas a la persistencia de tasas de contagio altas en numerosos países de la región y al desigual avance de los procesos de vacunación, tienen una incidencia negativa en América Latina y el Caribe, que tradicionalmente se erige como una región netamente exportadora de servicios de turismo<sup>21</sup>. Según cifras de la Organización Mundial del Turismo (OMT, 2021), durante el primer trimestre de 2021 se observó un desplome de las llegadas de turistas internacionales en relación con igual período del año anterior tanto en América del Sur (-90,9%) como en Centroamérica (-76,3%) y, en menor medida, en el Caribe (-59,5%).

#### 5. El déficit de la balanza de renta aumentaría en 2021, a medida que se incrementan las ganancias de las empresas extranjeras, mientras que la balanza de transferencias, compuesta principalmente por el rubro de remesas, sería más superavitaria en 2021

Contrariamente a lo sucedido el año anterior, en 2021 aumentaría el déficit de la balanza de renta (un 3,1% del PIB frente a un 3% del PIB en 2020), como suele suceder en los años en que se registra un incremento en los precios de exportación de los productos básicos y la actividad interna. El aumento del precio de los productos básicos se traduce en mayores rentas para las empresas extranjeras establecidas en la región, especialmente para aquellas orientadas a la exportación de dichos productos. Estas empresas, a su vez, tienden a remitir mayores utilidades a sus casas matrices en el exterior. En la misma dirección operaría el incremento en el pago de intereses por el aumento en los niveles de deuda de la región, emitida para sufragar los mayores gastos y las necesidades de financiamiento surgidos a raíz de la pandemia.

<sup>19</sup> Esto se debe a que la contracción del PIB fue mayor que la contracción en términos absolutos del déficit.

<sup>20</sup> Según la Organización Mundial del Turismo (OMT, 2021), en 2020 se desplomaron los ingresos provenientes del turismo internacional en Centroamérica (-68,8%), en América del Sur (-63,2%) y en el Caribe (-56,5%).

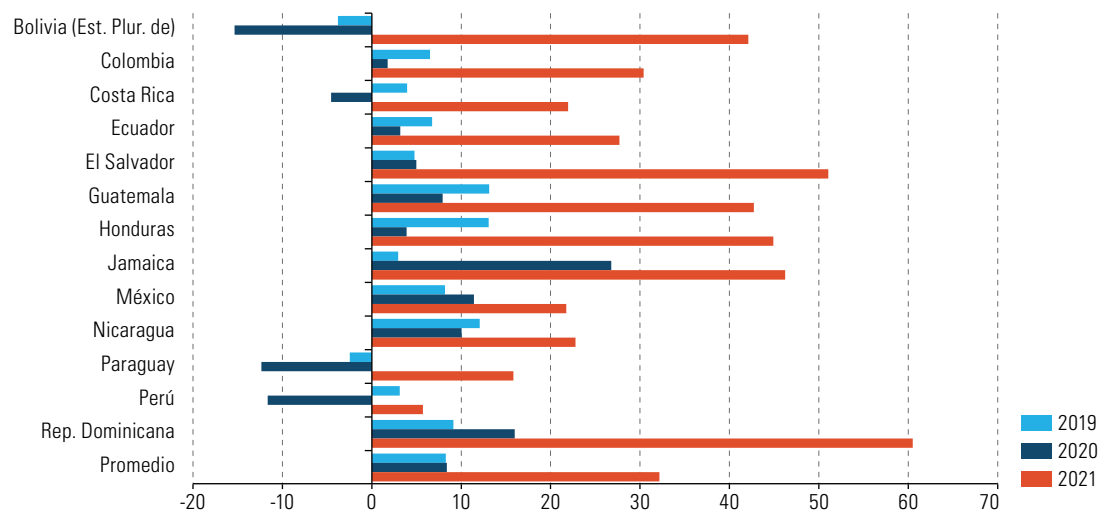
<sup>21</sup> En particular, las exportaciones del turismo sobre el total de servicios pasaron de representar un 43% en 2019 a un 25% en 2020.

Por su parte, la balanza de transferencias corrientes, que es estructuralmente superavitaria en la región, aumentaría su superávit un 11 %, aunque medida como porcentaje del PIB permanecería en un nivel similar al de 2020 (en torno al 2,4% del PIB)<sup>22</sup>.

Los flujos de remesas de migrantes hacia la región, que constituyen el principal componente de la cuenta de transferencias corrientes, aumentaron un 32 % en los primeros meses de 2021 respecto de igual período de 2020 (véase el gráfico I.19), tras haber crecido un 8% en 2020<sup>23</sup>. Esto es resultado de la continua recuperación económica en las principales economías de origen y de la disminución del ingreso de remesas en el segundo trimestre de 2020<sup>24</sup>.

**Gráfico I.19**

América Latina y el Caribe (países seleccionados): tasa de variación de los ingresos por remesas de emigrados, 2019-2021<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 2021 corresponden al período comprendido entre enero y junio en el caso de Guatemala; entre enero y mayo en los casos de Colombia, El Salvador, Honduras, México, el Paraguay y la República Dominicana; entre enero y abril en Bolivia (Estado Plurinacional de), Jamaica y Nicaragua, y entre enero y marzo en Costa Rica, el Ecuador y el Perú.

A nivel de subregiones, en 2020 se observó una gran diferencia entre América del Sur, que sufrió un significativo descenso de las remesas, y Centroamérica y México, donde estas registraron un aumento (véase el recuadro I.2). La diferencia se explica por la mayor resiliencia que mostraron las remesas provenientes de migrantes a los Estados Unidos en comparación con Europa y la propia región (Harris y Vivanco, 2021). En 2021 esta diferencia entre las subregiones parece haber desaparecido y las remesas están creciendo de forma significativa en toda la región.

<sup>22</sup> La cuenta de transferencias corrientes es una cuenta cuyo superávit aumenta año a año salvo algunas excepciones, como en 2009 cuando la crisis económica y financiera mundial hizo caer el monto de remesas hacia la región.

<sup>23</sup> Tras haberse pensado, al comienzo de la crisis, que las remesas podían llegar a caer hasta un 20%, se han manejado varias hipótesis respecto de la resiliencia que mostraron en 2020 (véase Banco Mundial, 2020). En primer lugar se destacan los programas de apoyo que implementaron los gobiernos de los países emisores y que también beneficiaron a los migrantes en los países de origen de las remesas. Una segunda hipótesis refiere a que los migrantes contaban con más ahorros, fruto del aprendizaje después de la crisis financiera de 2008 (véase Harris y Vivanco, 2021), y por último está la adopción de formas digitales, y más económicas, como sustituto de los servicios de transferencia presenciales (véase Maldonado Gonzáles, Harris y Vivanco, 2021).

<sup>24</sup> Los Estados Unidos es el principal país de origen para México, Centroamérica y el Caribe, así como algunos países de Europa cumplen ese papel en el caso de América del Sur (véase CEPAL, 2020).

### Recuadro I.2

México, Centroamérica y el Caribe: evolución de las remesas, 2019 a 2021

En México, Centroamérica y el Caribe (Cuba, Haití y República Dominicana), donde las remesas son de considerable relevancia para los ingresos, los flujos acumulados mostraron una tendencia al alza en 2020 (10,8%), a diferencia de lo pronosticado al inicio de la pandemia, con un mayor dinamismo que en 2019 (9,1%). Su evolución en el primer semestre de 2021, que se detalla en el cuadro para los países más representativos, permite observar un repunte interanual aún mayor —un promedio ponderado de casi un 32%— que se origina mayormente en la recuperación económica y del empleo en los Estados Unidos. Cabe subrayar que, en el caso de Cuba, si bien no se dispone de estimaciones oficiales para los años analizados (2020 y 2021), puede suponerse que habrá —a diferencia de otros países de la subregión— una disminución de los flujos de remesas en 2020 y 2021, efecto no tanto de la pandemia como del recrudescimiento de las restricciones aplicadas por los Estados Unidos a las transacciones financieras y comerciales con ese país.

México, Centroamérica y el Caribe (países seleccionados): flujos de remesas, 2019-2021

(En millones de dólares)

País	Acumulado anual <sup>a</sup>		Acumulado enero-junio <sup>b</sup>		Estructura porcentual	Variación porcentual	
	2019	2020	2020	2021	2020	Total	Ponderada
El Salvador	5 649	5 930	2 518	3 658	7,4	45,3	3,3
Guatemala	10 508	11 340	4 880	6 966	14,3	42,7	6,1
Haití	3 328	4 013	765	1 108	2,2	44,9	1,0
Honduras	5 522	5 737	2 469	3 477	7,2	40,8	3,0
México	36 439	40 601	19 290	23 618	56,6	22,4	12,7
Nicaragua	1 682	1 851	706	858	2,1	21,6	0,4
República Dominicana	7 087	8 219	3 475	5 263	10,2	51,5	5,2
<b>Total y promedios</b>	<b>70 215</b>	<b>77 692</b>	<b>34 101</b>	<b>44 949</b>	<b>100</b>	<b>38,5</b>	<b>31,8</b>

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

<sup>a</sup> Cifras de Haití informadas según el año fiscal (octubre a septiembre).

<sup>b</sup> Acumulado de enero a abril para Haití y de enero a mayo para Nicaragua.

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

## 6. En línea con las mejores condiciones económicas mundiales y la menor aversión al riesgo, se ha registrado un repunte en los flujos financieros hacia la región

Los flujos financieros netos hacia América Latina han mantenido una tendencia similar a la observada en otras regiones emergentes. Conforme va mejorando la actividad económica en las diferentes regiones del mundo y se reduce la aversión al riesgo, los recursos financieros se van orientando a activos más riesgosos (véase la sección I.A).

Así, los flujos financieros hacia la región, sin incluir la inversión extranjera directa (IED), han continuado su senda de recuperación durante el primer trimestre de 2021, con una salida neta que totalizó 60.700 millones de dólares<sup>25</sup>.

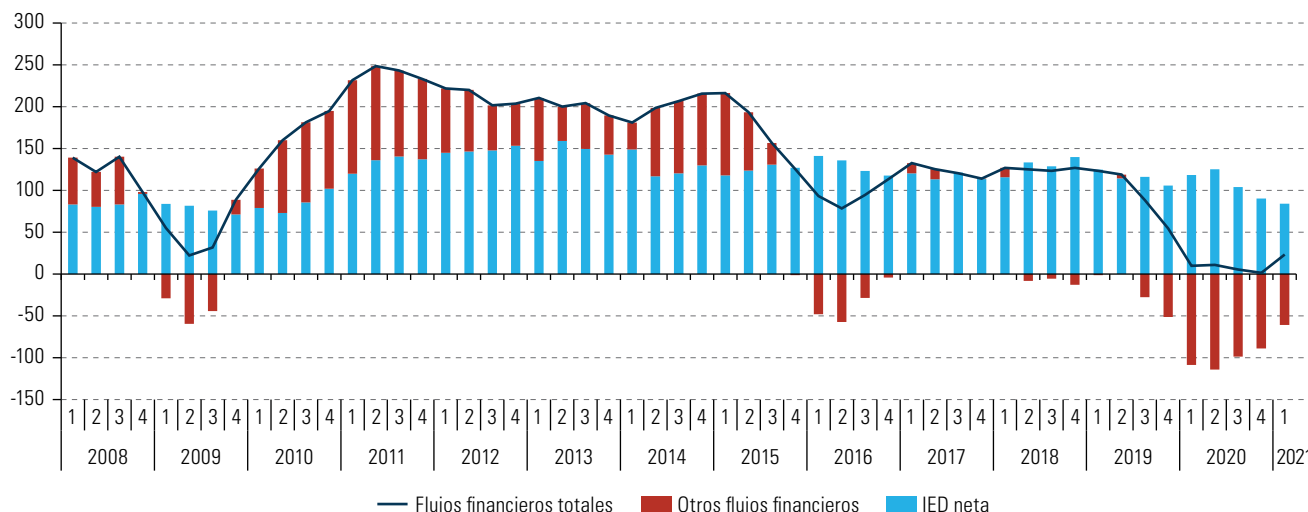
Las salidas son un 32% más bajas que en el trimestre anterior, cuando se registró una salida neta de flujos financieros del orden de los 89.000 millones de dólares (véase el gráfico I.20). Los flujos de entrada de inversión extranjera acumulados al primer trimestre de 2021 se han mantenido estables con respecto al trimestre inmediatamente

<sup>25</sup> Se trata de las partidas de inversión de cartera y de otra inversión de la cuenta financiera de la balanza de pagos, acumulada a cuatro trimestres.

anterior. Esto, asociado a una mayor salida de flujos de inversión de residentes, ha reducido la inversión directa neta en la región, que totalizó 84.000 millones de dólares. Con esto, la IED neta compensa con creces los flujos de salida de otros capitales, por lo que en este período se observa un repunte de los flujos financieros totales hacia la región, que se habían visto sumamente diezmados desde el primer trimestre de 2020 debido a la crisis causada por la pandemia.

**Gráfico I.20**

América Latina (14 países): inversión extranjera directa neta, otros flujos de inversión y flujos financieros totales, primer trimestre de 2008 a primer trimestre de 2021  
 (En miles de millones de dólares, acumulado de cuatro trimestres)



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

**Nota:** Se incluye la información disponible de balanza de pagos al primer trimestre de 2021 de la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Honduras, México, el Paraguay, el Perú, la República Dominicana y el Uruguay.

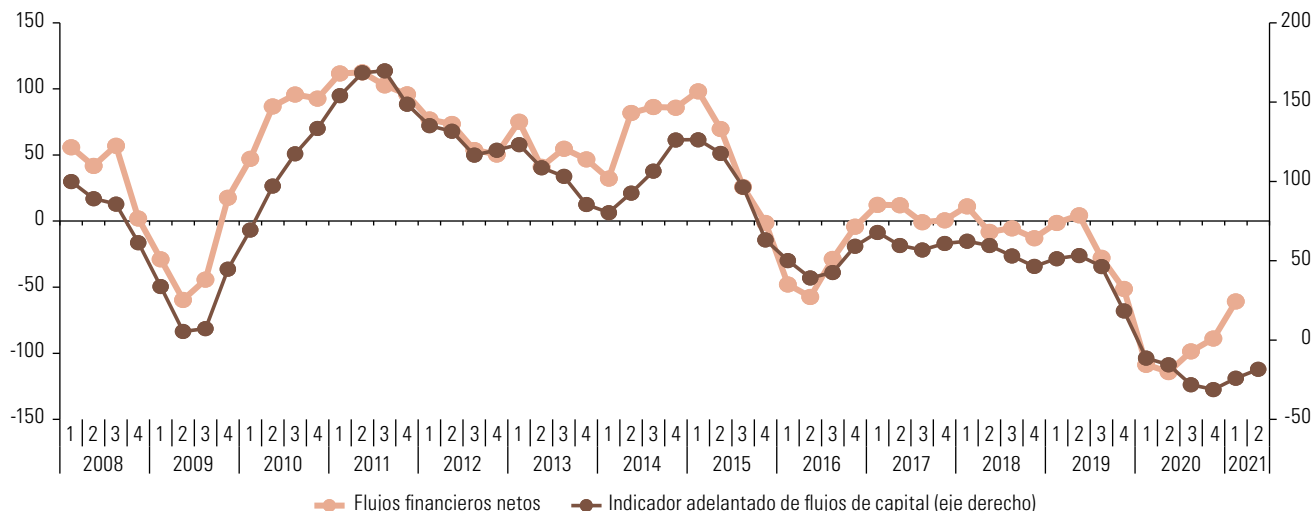
La recuperación de los flujos financieros habría continuado en el segundo trimestre del año de acuerdo con el indicador adelantado de flujos de capitales elaborado por la CEPAL (véase Carvallo y otros, 2018) (véase el gráfico I.21). Además, como se mencionó, la menor volatilidad externa, el aumento del apetito de activos de mayor riesgo y un control relativamente mayor de la pandemia y de sus efectos económicos permiten prever que la dinámica de los flujos financieros mantendrá una tendencia positiva durante los próximos trimestres.

Entre los indicadores que permiten sostener la afirmación anterior están los indicadores bursátiles de las principales bolsas de América Latina, medidas por el índice de precios de mercados accionarios MSCI. El índice representativo para América Latina cayó un 44% el primer mes después de haberse declarado la pandemia (entre el 24 de febrero y el 24 de marzo de 2020). A partir de entonces, ha recorrido un lento pero sostenido camino hacia la recuperación, y en la actualidad se encuentra en niveles cercanos a los que registraba antes de la pandemia (véase el gráfico I.22).



**Gráfico I.21**

América Latina: flujos financieros netos (sin incluir inversión extranjera directa neta) e indicador adelantado de flujos financieros, primer trimestre de 2008 a segundo trimestre de 2021  
 (Flujos en miles de millones de dólares, acumulado de cuatro trimestres;  
 índice base primer trimestre de 2008=100)

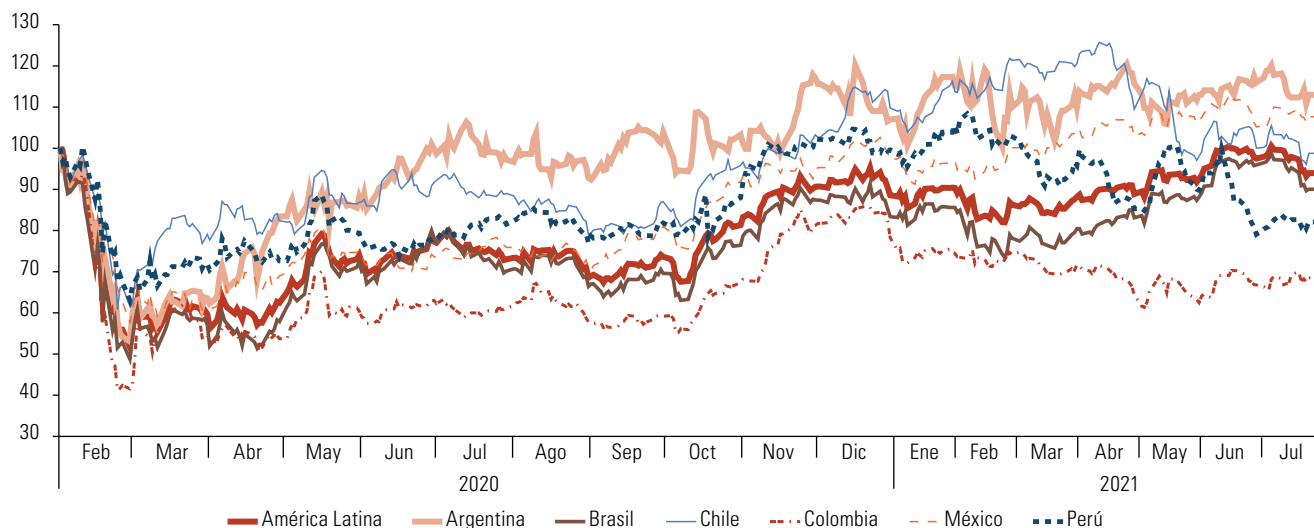


**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales y de P. Carvalho, Vera, De Camino y Sánchez (2019) y otros, "Metodología para la construcción de un indicador adelantado de flujos de capitales para 14 países de América Latina", *serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 198 (LC/TS.2018/120), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2018.

**Nota:** El indicador adelantado de flujos financieros permite adelantar el comportamiento futuro de los flujos financieros, ya que se construye con insumos mensuales. De este modo, se puede conocer la dinámica de los flujos, aunque no su nivel, mucho antes que los datos de la balanza de pagos que, al ser trimestrales, aparecen con un rezago mayor.

**Gráfico I.22**

América Latina (6 países): índice MSCI, 24 de febrero de 2020 a 9 de julio de 2021  
 (Índice base 24 de febrero de 2020=100)



**Fuente:** Bloomberg.

## 7. Las emisiones de deuda en los mercados internacionales por parte de la región continúan aumentando en 2021, con una fuerte aceleración en el segmento corporativo

Pese a la caída que se constató en los primeros meses de 2020 debido a la pandemia, ese año las emisiones de deuda en mercados internacionales crecieron un 22,5%, para totalizar más de 145.000 millones de dólares (véase el cuadro I.6). Las mejores condiciones de acceso, referidas básicamente a tasas más bajas y una menor aversión al riesgo por parte de inversionistas internacionales, fueron aprovechadas principalmente por los gobiernos nacionales, lo que contribuyó a financiar los paquetes fiscales y otras medidas de emergencia para dar respuesta a las consecuencias de la pandemia. Las emisiones soberanas representaron el 44,8% del total de emisiones y, al mismo tiempo, fue el sector que más creció respecto del año anterior, con un incremento del 53,7%. La importancia de las emisiones de deuda por parte de los países, orientadas básicamente a financiar los planes de ayuda económica para enfrentar la crisis, aumentó en los últimos años y pasó de cerca de un tercio en 2019 a un promedio cercano al 45% del total en 2020 y la primera mitad de 2021<sup>26</sup>.

### Cuadro I.6

América Latina: emisiones de deuda en mercados internacionales, por sector, total de 2020 y primer semestre de 2021  
(En millones de dólares y porcentajes)

	Bancos	Privados	Cuasisoberanos	Soberanos	Supranacional	Total
<b>Total 2020</b>						
Millones de dólares	12 417	37 369	25 438	65 109	4 953	145 286
Crecimiento interanual (porcentaje)	47,9	-15,4	28,6	53,7	27,3	22,5
Participación en el total (porcentaje)	8,5	25,7	17,5	44,8	3,4	100,0
<b>Enero-junio de 2021</b>						
Millones de dólares	4 218	39 124	4 800	39 591	3 607	91 339
Crecimiento interanual (porcentaje)	-58,7	115,7	-75,1	3,5	29,3	3,0
Participación en el total (porcentaje)	4,6	42,8	5,3	43,3	3,9	100,0

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

Las emisiones corporativas, pese a caer un 15,4% en el año, representaron un 25,7% del total de emisiones de deuda en 2020. La emisión de deuda realizada por entidades supranacionales creció un 27,3% y representó un 3,4% de la emisión total en la región, en tanto que la emisión por parte de bancos privados se incrementó un 47,9% y representó un 8,5% del total.

Durante el primer semestre de 2021, las emisiones de deuda de los países de la región en los mercados internacionales crecieron un 3% respecto de igual período de 2020. Las emisiones corporativas se duplicaron con creces, tras un 2020 caracterizado por la cautela en los planes de inversión y endeudamiento observada en el sector privado, y gracias a las bajas tasas de interés. Este elevado crecimiento reconfigura la composición de las emisiones totales por sector, de manera que las emisiones desde el sector privado representan un 42,8% del total durante el primer semestre de 2021. En este sector, el grueso de las emisiones corresponde a empresas brasileñas y se destaca la emisión en reales hecha por Vale, por el equivalente a 1.500 millones de dólares, además de las emisiones hechas por Minerva Foods, Pilgrim's Pride, Natura Cosméticos, JBS y Suzano, cada una por un monto de 1.000 millones de dólares. También están las operaciones hechas por empresas mexicanas, donde se destacan América Móvil (2.200 millones de euros), CEMEX (1.750 millones de dólares en enero y 1.000 millones de dólares en junio), y FEMSA (dos operaciones, por 500 millones de euros y 700 millones de euros).

Un 10% del total de emisiones corporativas corresponden a bonos vinculados a la sostenibilidad. Este tipo de emisiones, que corresponden a emisiones realizadas

<sup>26</sup> Véase un análisis completo y detallado de las emisiones de deuda en mercados internacionales en CEPAL (2021d).

también por empresas mexicanas y brasileñas, usan metas de mediano y largo plazo que se aplican a toda la empresa. Si la empresa deudora no cumple con las metas de sostenibilidad establecidas, de acuerdo con una serie de parámetros definidos, la tasa de interés del bono se incrementa.

Con un crecimiento menor, de un 3,5% interanual en el primer semestre de 2021, las emisiones soberanas siguen representando la mayoría de las emisiones en los mercados internacionales. Durante dicho período, los gobiernos emitieron deuda por un total de 39.591 millones de dólares. De este total, un 78%, es decir, casi 31.000 millones de dólares, fueron emitidos por gobiernos que poseen “grado inversor”, de acuerdo con las calificaciones de riesgo elaboradas por las principales agencias crediticias<sup>27</sup>. Los países en general siguen beneficiándose de buenas condiciones de endeudamiento, con bajo riesgo soberano, lo que les permite acceder a financiamiento a tasas bajas. Asimismo, en general, las emisiones han despertado gran interés en los inversionistas. En muchos casos, las emisiones soberanas buscan financiar los programas de ayuda para paliar los efectos de la crisis económica, así como también para reestructurar la deuda con mejores condiciones.

Chile, México y Colombia concentran el 54% del total de emisiones soberanas realizadas durante la primera mitad de 2021. En particular, las tres emisiones realizadas por Chile totalizan 7.750 millones de dólares y consisten en varios bonos sostenibles (para financiar proyectos sociales y ecológicos), uno de los cuales es la mayor emisión de este tipo hecha en América Latina (véase cuadro I.7). México también llevó adelante tres operaciones, por un total de 7.676 millones de dólares, destinadas al manejo de pasivos. Entre las emisiones realizadas por Colombia llama la atención la de abril, por 3.000 millones de dólares, la mayor realizada en la historia del país. En general, el objetivo de Colombia en relación con las emisiones de deuda ha sido mejorar el perfil crediticio y lograr ahorros en intereses.

**Cuadro I.7**  
América Latina:  
emisiones soberanas  
de deuda

Fecha	País	Monto (en millones de dólares)	Tasa de interés (en porcentajes)	Sobredemanda (en número de veces) <sup>b</sup>
4 de enero de 2021	México	3 000	3,75	3,33
12 de enero de 2021	Colombia <sup>b</sup>	2 840	3,47	-
13 de enero de 2021	República Dominicana <sup>b</sup>	2 500	4,98	4,00
14 de enero de 2021	México <sup>b</sup>	2 176	1,75	3,78
20 de enero de 2021	Chile <sup>b</sup>	4 250	2,08	-
20 de enero de 2021	Panamá <sup>b</sup>	2 450	3,04	-
20 de enero de 2021	Paraguay <sup>b</sup>	825	3,47	6,00
4 de febrero de 2021	Perú	1 000	5,63	2,50
3 de marzo de 2021	Perú <sup>b</sup>	5 000	2,76	2,50
31 de marzo de 2021	Chile	1 500	3,50	2,30
6 de abril de 2021	México	2 500	4,28	5,00
19 de abril de 2021	Colombia <sup>b</sup>	3 000	3,54	3,40
4 de mayo de 2021	Chile <sup>b</sup>	2 000	3,00	3,20
13 de mayo de 2021	Uruguay <sup>b</sup>	1 250	6,70	2,48
8 de junio de 2021	República Dominicana <sup>b</sup>	2 053	8,44	-
23 de junio de 2021	Panamá <sup>b</sup>	2 000	3,79	-
29 de junio de 2021	Brasil <sup>b</sup>	2 250	4,08	-

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

<sup>a</sup> La sobredemanda se mide como el número de veces en que el monto demandado excede el monto ofrecido en la emisión.

<sup>b</sup> Emisión hecha en varios tramos.

<sup>27</sup> Se utilizan los criterios de grado inversor de las agencias Standard & Poor's y Fitch (calificación BBB- o superior) y Moody's (calificación Baa3 o superior). Los países de la región que poseen grado inversor en la actualidad son Chile, Colombia (solo por parte de Moody's, después de que Standard & Poor's quitara en mayo el grado de inversión a la deuda soberana del país), México, Panamá, el Perú, el Uruguay y Trinidad y Tabago (otorgado únicamente por Standard & Poor's).

Por último, el Perú también ha tenido una activa participación en los mercados internacionales de deuda. En noviembre de 2020 tuvo un importante logro con la emisión de deuda a 100 años. En marzo de 2021, emitió deuda por un total de 5.000 millones de dólares, con tasas bajas y una sobredemanda que superó el doble ofrecido.

## 8. El riesgo soberano de los países de la región se reduce y se aproxima a los niveles previos a la pandemia

El riesgo soberano en América Latina cerró en 380 puntos básicos el 30 de junio de 2021 (véase el cuadro I.8). Este valor es el más bajo registrado desde el inicio de la pandemia y se acerca a los niveles alcanzados antes de la crisis sanitaria. Este indicador, que mide el diferencial del riesgo en el pago de los compromisos de deuda respecto de los activos del Gobierno de los Estados Unidos considerados seguros, se ha mantenido estable en el transcurso del primer semestre de 2021, lo que contrasta con lo que ocurrió el año anterior. Cuando recién surgió la crisis provocada por la pandemia de COVID-19, la reacción de los mercados fue buscar refugio en zonas de bajo riesgo, lo que hizo que este indicador se disparara de los 346 puntos básicos con los que cerró en 2019 a un máximo de 827 puntos básicos el 23 de marzo de 2020. No obstante, la rápida reacción de los gobiernos y las instituciones financieras en mercados desarrollados permitió lograr una importante calma, que se verificó en la rápida caída del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) en los meses posteriores. Así, tras mantenerse por encima de la barrera de los 700 puntos básicos en marzo y abril, comenzó una sostenida reducción y llegó a 552 puntos básicos en junio, a 476 puntos básicos en septiembre y cerró 2020 en 386 puntos básicos. Como se ha dicho, este último valor se ha mantenido estable durante la primera mitad del año.

### Cuadro I.8

América Latina: índice de riesgo soberano medido por el índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI), 2018-2021

(En puntos básicos)

	2018	2019	Marzo 2020	Junio 2020	Septiembre 2020	Diciembre 2020	Marzo 2021	Junio 2021
Argentina	817	1 744	3 803	2 495	1 300	1 368	1 589	1 596
Bolivia (Estado Plurinacional de)	378	218	645	630	622	461	501	481
Brasil	273	212	389	373	334	250	272	256
Chile	166	135	301	211	183	144	122	135
Colombia	228	161	376	293	262	206	216	247
Ecuador	826	826	4 553	3 373	1 015	1 062	1 201	776
México	357	292	653	526	501	361	351	348
Panamá	171	114	283	212	193	149	155	170
Paraguay	260	203	429	312	267	213	212	216
Perú	168	107	265	182	170	132	152	163
Uruguay	207	148	298	215	186	135	125	129
Venezuela (República Bolivariana de)	6 845	14 740	19 270	30 757	29 608	24 099	26 168	31 091
<b>América Latina</b>	<b>568</b>	<b>346</b>	<b>703</b>	<b>552</b>	<b>476</b>	<b>386</b>	<b>390</b>	<b>380</b>

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

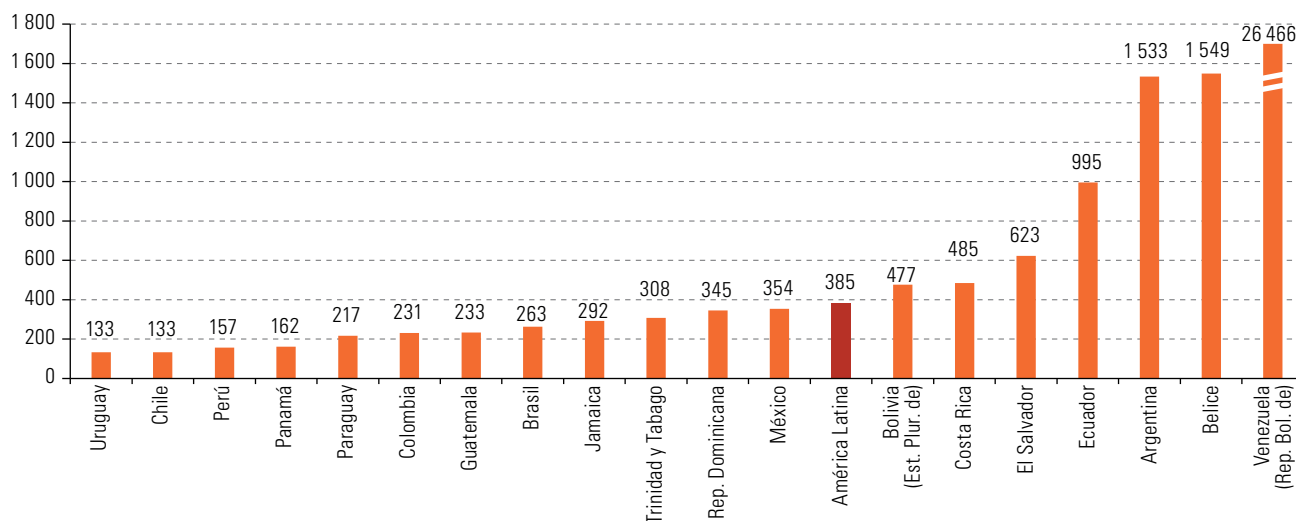
Aunque con algunas diferencias, la realidad de los países de la región es similar a lo que se ve a nivel agregado. Por ejemplo, Chile y el Uruguay muestran los menores niveles de riesgo en este período, y ambos países promedian los 133 puntos básicos, sin

mayores variaciones en el transcurso de los meses (véase el gráfico I.23). Les siguen el Perú y Panamá, estables en torno a los 160 puntos básicos, y un amplio grupo de países, todos por debajo de los 500 puntos básicos. La Argentina y el Ecuador, aunque presentan niveles elevados, muestran un pronunciado descenso con relación a los 3.800 puntos básicos y 4.500 puntos básicos que, respectivamente, tenían en marzo de 2020.

**Gráfico I.23**

América Latina: índice de riesgo soberano medido por el índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI), promedio enero a junio de 2021

(En puntos básicos)



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

## D. El desempeño interno

### 1. La prolongación de la pandemia y su intensificación en los primeros meses de 2021 han impedido recuperar con fuerza el nivel de la actividad económica

Al primer trimestre de 2021 se ha recuperado solo el 41% del nivel de la actividad económica perdida en 2020, dado que la combinación de factores que provocaron el desplome de la producción en 2020 sigue parcialmente presente: los desabastecimientos, que interrumpen la cadena de producción de las empresas; el confinamiento de la población y sus consecuencias, y las restricciones impuestas al funcionamiento de determinados sectores de actividad para frenar la expansión del COVID-19.

La intensificación de la pandemia en los primeros meses de 2021 se produjo en un momento en que las empresas ya estaban muy debilitadas tras un largo período de baja actividad. Se han prolongado las dificultades para desarrollar con normalidad las actividades vinculadas a los servicios. Estos son los sectores económicos más castigados, ya que dependen de la interacción entre las personas (algo que contribuye a aumentar los contagios), por lo que se ven más afectados por las restricciones impuestas por las autoridades.

La mayor caída de la actividad económica (del 15,35% anual) se dio en el segundo trimestre de 2020. A partir del tercer trimestre, el producto interno bruto (PIB) de América Latina comenzó a recuperarse con respecto al segundo trimestre, pero en los primeros tres meses de 2021 aún registraba una tasa de variación anual negativa (una contracción del 0,17%) (véase el gráfico I.24).

**Gráfico I.24**

América Latina: tasa de crecimiento y nivel del PIB, 2018 a primer trimestre de 2021

(En porcentajes y dólares constantes de 2010)

**A. Tasa de crecimiento**  
(en porcentajes)

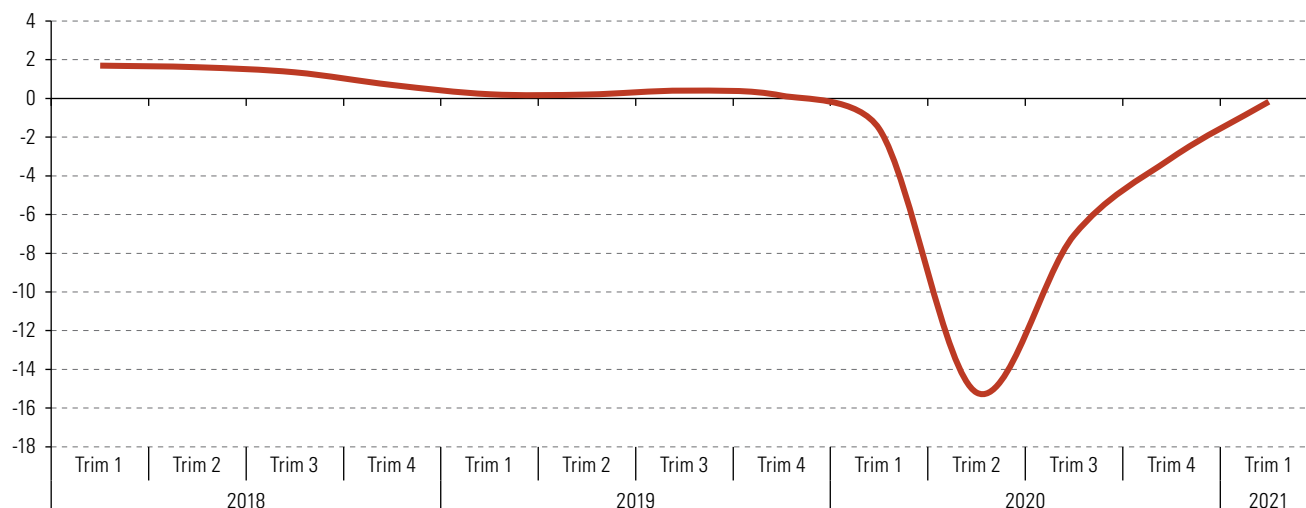
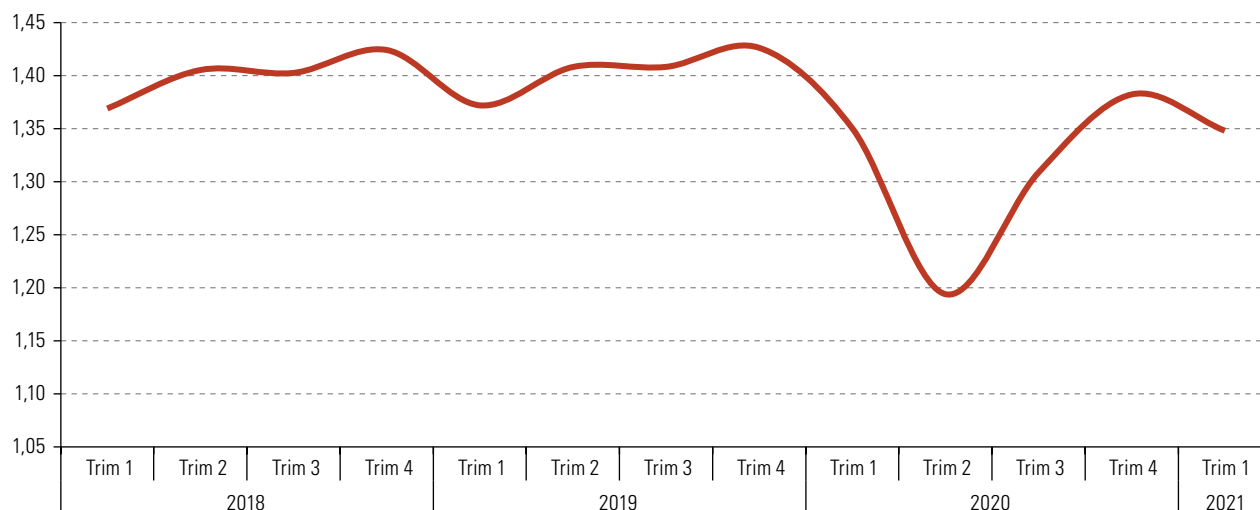


Gráfico I.24 (conclusión)

**B. Nivel del PIB**

(en billones de dólares constantes de 2010)



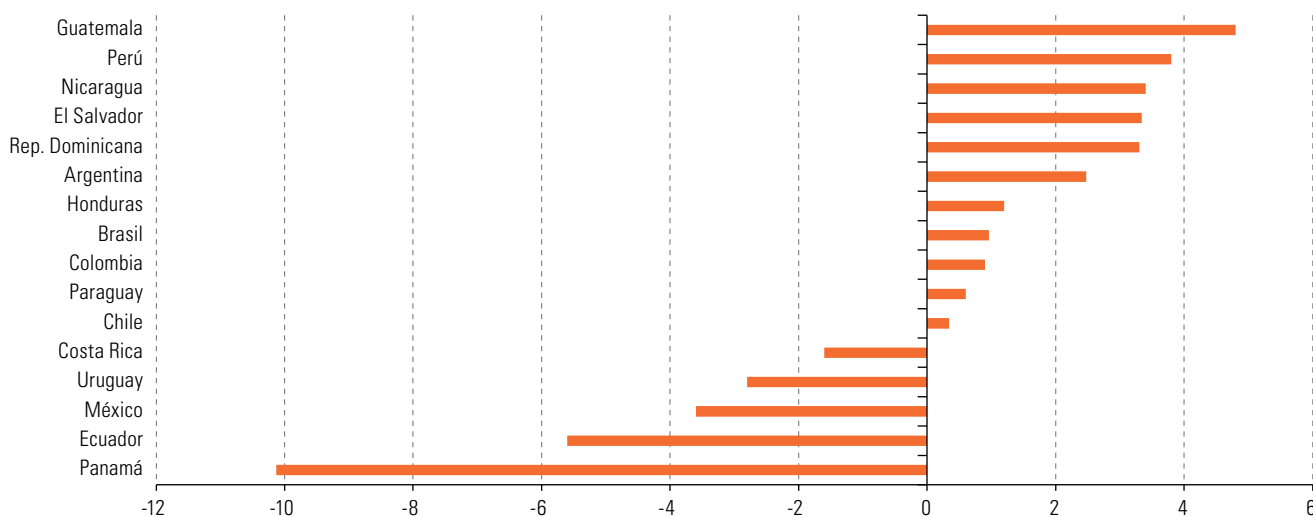
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En términos individuales, se observa un comportamiento dispar en el proceso de recuperación de los países: mientras algunos siguen mostrando una fuerte contracción en el primer trimestre de 2021 respecto al mismo trimestre del año anterior, otros registran tasas de crecimiento del PIB positivas (véase el gráfico I.25). Esto depende en gran medida de la especialización de cada país y del grado en que se han visto afectados sus socios comerciales. Los países de la región han acusado los efectos de la evolución de la demanda externa, así como los efectos internos de las medidas sanitarias y ayudas de sus gobiernos para contener la pandemia, que se han traducido en caídas o impulsos de la demanda interna.

Gráfico I.25

América Latina (16 países): tasas de crecimiento del PIB, primer trimestre de 2021

(En porcentajes, base: dólares constantes de 2010)



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

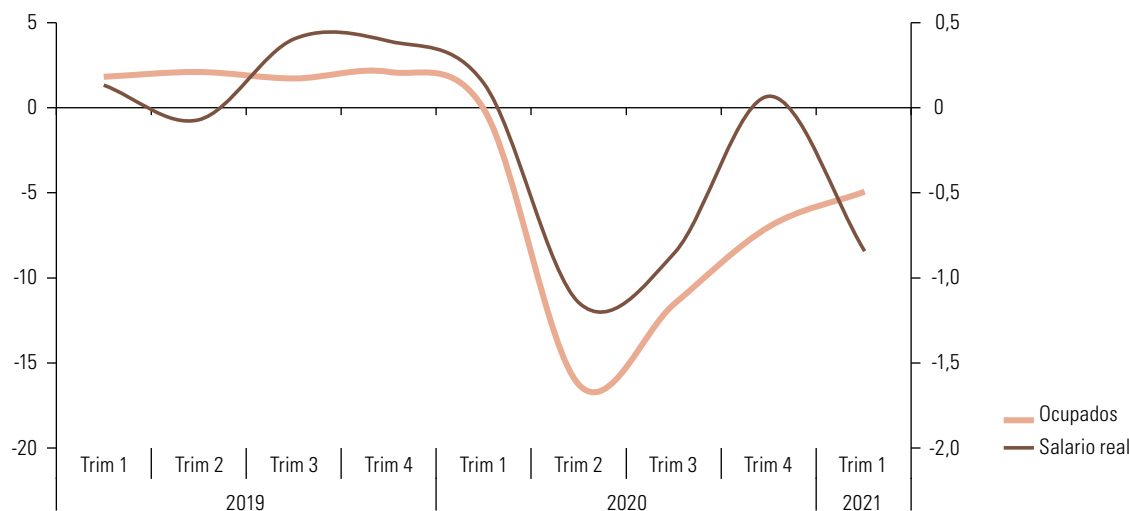
## 2. La crisis del COVID-19 se ha caracterizado tanto por un choque de oferta como de demanda, lo que ha provocado caídas de la actividad, del nivel de ocupados y de los salarios reales

La falta de insumos que han sufrido las empresas ha impedido que el proceso de producción funcione con normalidad, lo que ha causado un choque de oferta que ha dado lugar a un aumento de los precios y una caída de la producción. De igual forma, en distintos períodos muchas actividades económicas, principalmente los servicios considerados no esenciales, han estado prohibidos o solo han podido reestablecer sus actividades parcialmente, en función de los niveles de incidencia de la enfermedad. Además, en muchas ocupaciones que implican trabajos manuales o para las que la presencia en el puesto de trabajo es esencial las oportunidades de teletrabajar son escasas.

Esto se suma, además, a un choque de demanda provocado por las restricciones impuestas a la movilidad de las personas para frenar el ritmo de contagios, que han implicado una disminución del consumo y el descenso de la inversión a corto plazo (por la parálisis de los proyectos en curso) y a mediano plazo (por el deterioro de las expectativas económicas en un contexto de elevada incertidumbre). La conjunción de ambos tipos de choque ha provocado caídas de la producción, del nivel de ocupados y de los salarios reales (véase el gráfico I.26).

**Gráfico I.26**

América Latina: tasa de variación del número de ocupados y del salario real, 2019 a primer trimestre de 2021  
 (En porcentajes)



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

## 3. El impacto económico del COVID-19 depende tanto de la intensidad de la caída de la actividad como de la duración de la crisis, y existe una elevada heterogeneidad por ramas de actividad en ambas variables

En algunas actividades como los hoteles, restaurantes y otros servicios la caída de la producción ha sido prácticamente total. También ha sido muy intensa, aunque heterogénea, en el comercio mayorista y minorista: en unos casos, el cierre obligado



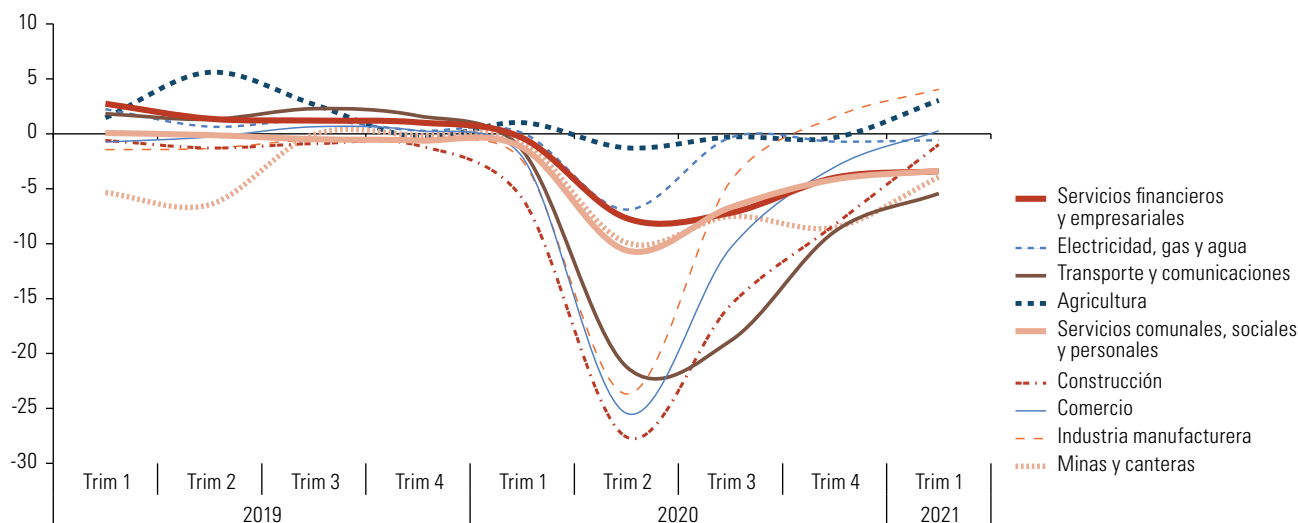
ha supuesto una caída del 100% de la actividad, pero en otros (los relacionados con las actividades esenciales) la actividad apenas se ha resentido. En el transporte, las medidas de confinamiento también han supuesto un drástico descenso de la actividad, aunque aquellos que brindaban servicios a actividades esenciales se han mantenido activos. Por otro lado, sectores como el agropecuario y el de los servicios básicos fueron extremadamente resilientes, y otros como el de las manufacturas se recuperaron rápidamente de las caídas.

El sector agropecuario fue el que menos se contrajo durante el peor momento de la pandemia, y ya en 2021 su producción aumenta. El buen desempeño de este sector puede explicarse por el hecho de que, excepto en casos puntuales, la oferta de alimentos para el consumo interno y las exportaciones se mantuvo incluso en los peores meses de la pandemia. El sector agropecuario y la industria manufacturera fueron los dos únicos sectores de actividad económica cuya producción aumentó en el primer trimestre de 2021, mientras que la actividad del resto de los sectores registró retrocesos (véase el gráfico I.27).

**Gráfico I.27**

América Latina: tasa de variación del valor agregado por sector de actividad económica, 2019 a primer trimestre de 2021

(En porcentajes)



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

#### 4. El consumo mantiene tasas de crecimiento negativas y la inversión es el único componente del gasto que contribuye al crecimiento del PIB

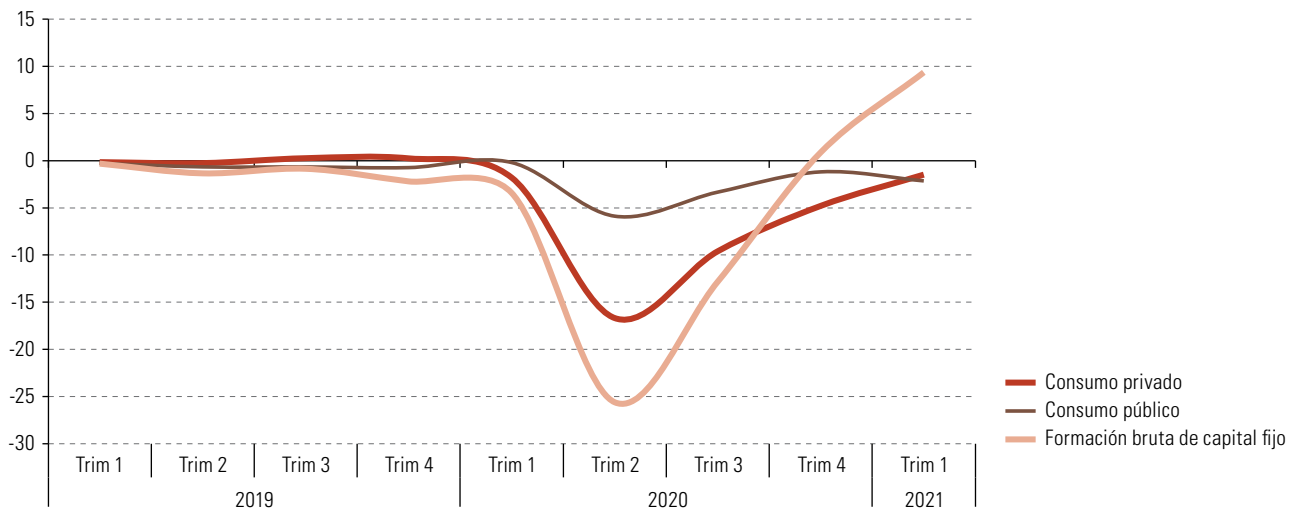
Al primer trimestre de 2021, la inversión era el único componente del gasto que contribuía al crecimiento del PIB. El consumo total mantenía su contribución negativa, por lo que ya arrastraba cinco trimestres de tasas de crecimiento negativo (véanse los gráficos I.28 y I.29). Su mal desempeño ha sido determinado por la lenta recuperación de los puestos de trabajo perdidos (aún faltan 12,3 millones de empleos para recuperar los niveles de ocupación anteriores a la pandemia) y por la reducción de los salarios reales.

Con respecto al consumo público, ante la persistencia de la pandemia, la mayoría de los países de América Latina anunciaron nuevos planes fiscales de emergencia. Estos esfuerzos buscan mantener los mecanismos de alivio a los segmentos más

vulnerables de la sociedad, como las familias de menores ingresos. Destacan numerosos programas de transferencias monetarias directas a los hogares de un alcance similar al de programas equivalentes implementados en 2020. Al tratarse de transferencias monetarias, dichas ayudas se registran en el consumo privado, por lo que se subestima el aumento real del consumo público; en 2020 se anunció un conjunto de medidas fiscales sin precedentes que promediaba el 4,6% del PIB (CEPAL, 2021a).

**Gráfico I.28**

América Latina: contribución del consumo privado y público y de la inversión al crecimiento del PIB, 2019 a primer trimestre de 2021  
 (En porcentajes)

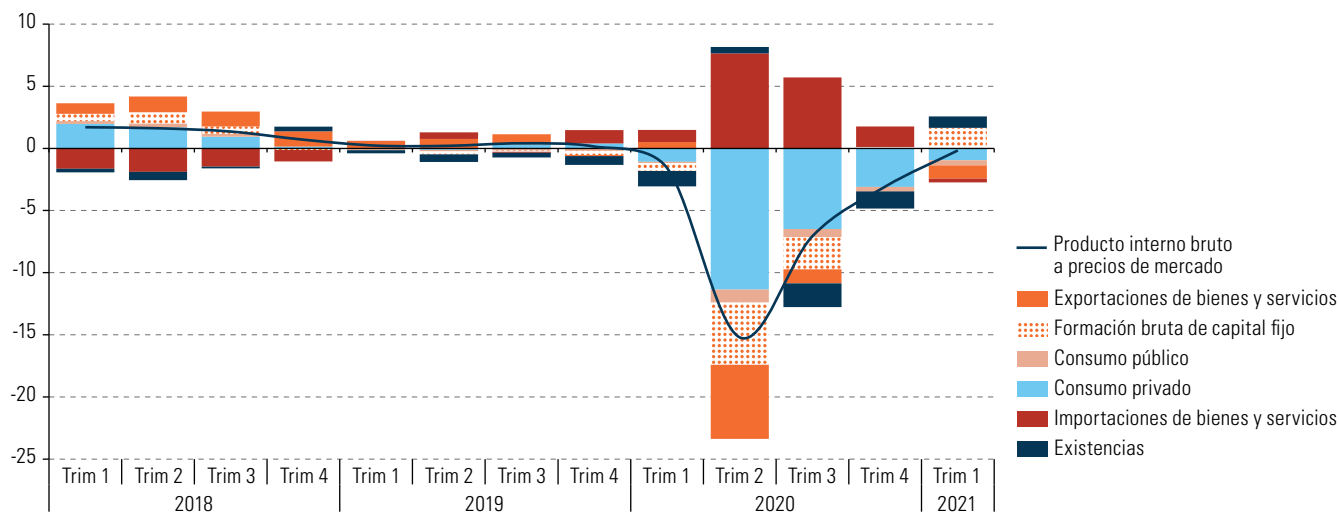


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En el primer trimestre de 2021 la inversión mostró un aumento significativo y generalizado del 11% respecto al mismo trimestre del año anterior, tanto a causa de la reactivación de las obras en la construcción, que comienzan a convivir con las cuarentenas, como por el aumento del uso de maquinaria y equipos, que ha llevado a un incremento de su demanda. Sin embargo, aún se mantienen postergados los proyectos de inversión que no se consideren esenciales, dada la necesidad de las empresas de sobrevivir a los problemas de financiamiento de corto plazo. En el primer trimestre de 2021 se registró una variación positiva de las existencias (véase el gráfico I.29). Esto no responde a expectativas positivas a corto plazo que lleven a aumentar la producción (al prever limitaciones de la capacidad productiva ante un incremento de la demanda), sino que, por el contrario, es la falta de demanda actual la que ha provocado acumulación de producción sobrante.

Gráfico I.29

América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2018 a primer trimestre de 2021  
 (En porcentajes)



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

## 5. Tras el fuerte descenso registrado en el primer semestre de 2020, la inflación ha tendido a aumentar

La fuerte contracción experimentada por la demanda agregada como resultado de la crisis del COVID-19 llevó la inflación regional a niveles históricamente bajos durante 2020. Al cierre del año la inflación promedio de las economías de América Latina y el Caribe era del 3,0%, 0,1 puntos porcentuales inferior a la del cierre de 2019<sup>28</sup>. Este comportamiento de la inflación promedio regional fue impulsado por la caída registrada en las economías de América del Sur y del Caribe, cuyas tasas de inflación se redujeron, respectivamente, 0,3 puntos porcentuales (del 3,3% registrado en 2019) y 1,2 puntos porcentuales (del 3,4% registrado en 2019). Por su parte, la inflación en la agrupación que conforman Centroamérica y México se incrementó 0,3 puntos porcentuales (véase el cuadro I.9).

En total 21 economías registraron un descenso de la inflación en 2020, y en 9 de estos países la caída de la inflación superó el punto porcentual. Además, 9 economías de la región reportaron durante 2020 tasas de inflación negativas, en general economías con tipos de cambio fijos. Por otra parte, en 12 economías la inflación se incrementó durante el año, entre las que destaca el alza superior a un punto porcentual en los casos de Cuba, Guatemala y la República Dominicana.

<sup>28</sup> De los promedios regionales y subregionales se excluyen la Argentina, Haití, Suriname y Venezuela (República Bolivariana de) por presentar procesos de inflación crónicos (Pazos, 1991). Si se tuvieran en cuenta esos datos, se vería afectada la representatividad de la dinámica descrita por la inflación a nivel regional.

**Cuadro I.9**

América Latina y el Caribe: tasas de variación interanual del índice de precios al consumidor (IPC), diciembre de 2019 a junio de 2021  
 (En porcentajes)

	Diciembre 2019	Diciembre 2020	Junio 2020	Junio 2021
<b>América Latina y el Caribe (excluidos países con inflación crónica)</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>5,4</b>
<b>América del Sur (excluidos países con inflación crónica)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>5,5</b>
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1,5	0,7	1,4	0,2
Brasil	4,3	4,5	2,1	8,3
Chile	3,0	3,0	2,6	3,8
Colombia	3,8	1,6	2,2	3,6
Ecuador	-0,1	-0,9	0,2	-0,7
Paraguay	2,8	2,2	0,5	4,5
Perú	1,9	2,0	1,6	3,3
Uruguay	8,8	9,4	10,4	7,3
<b>Centroamérica y México (excluidos países con inflación crónica)</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>5,2</b>
Costa Rica	1,5	0,9	0,3	1,9
Cuba <sup>a</sup>	-1,3	18,5	1,1	...
El Salvador	0,0	-0,1	-0,2	2,6
Guatemala	3,4	4,8	2,4	3,9
Honduras	4,1	4,0	2,7	4,7
México	2,8	3,2	3,3	5,9
Nicaragua	6,5	2,6	3,8	4,1
Panamá <sup>b</sup>	-0,1	-1,6	-1,6	1,9
República Dominicana	3,7	5,6	2,9	9,3
<b>El Caribe</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>
Antigua y Barbuda	0,7	2,8	1,0	0,6
Bahamas <sup>c</sup>	1,4	1,2	-0,4	1,4
Barbados <sup>b</sup>	7,2	1,3	2,4	1,6
Belice	0,2	0,4	0,2	3,0
Dominica <sup>d</sup>	0,1	-0,7	-1,2	1,8
Granada <sup>d</sup>	0,1	-0,8	-0,9	0,3
Guyana <sup>b</sup>	2,1	1,3	0,5	3,8
Jamaica <sup>b</sup>	6,2	4,5	5,6	5,0
Saint Kitts y Nevis <sup>d</sup>	-0,8	-0,8	-1,4	-0,4
San Vicente y las Granadinas <sup>d</sup>	0,5	-1,0	-0,8	-0,1
Santa Lucía <sup>d</sup>	-0,7	-0,4	-3,0	1,5
Trinidad y Tabago	0,4	0,4	0,7	1,1
Argentina	52,9	34,1	41,3	48,3
Haití <sup>d</sup>	20,8	19,2	24,8	17,2
Suriname	4,2	60,7	35,2	43,6
Venezuela (República Bolivariana de)	9 585,5	2 959,8	2 354,8	2 719,5

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

**Nota:** Promedios regionales y subregionales ponderados por el tamaño de la población. Dentro de los promedios regionales y subregionales no se incluyen los datos de economías con inflación crónica (Argentina, Haití, Suriname y Venezuela (República Bolivariana de)).

<sup>a</sup> Datos a diciembre de 2020.

<sup>b</sup> Datos a mayo de 2021.

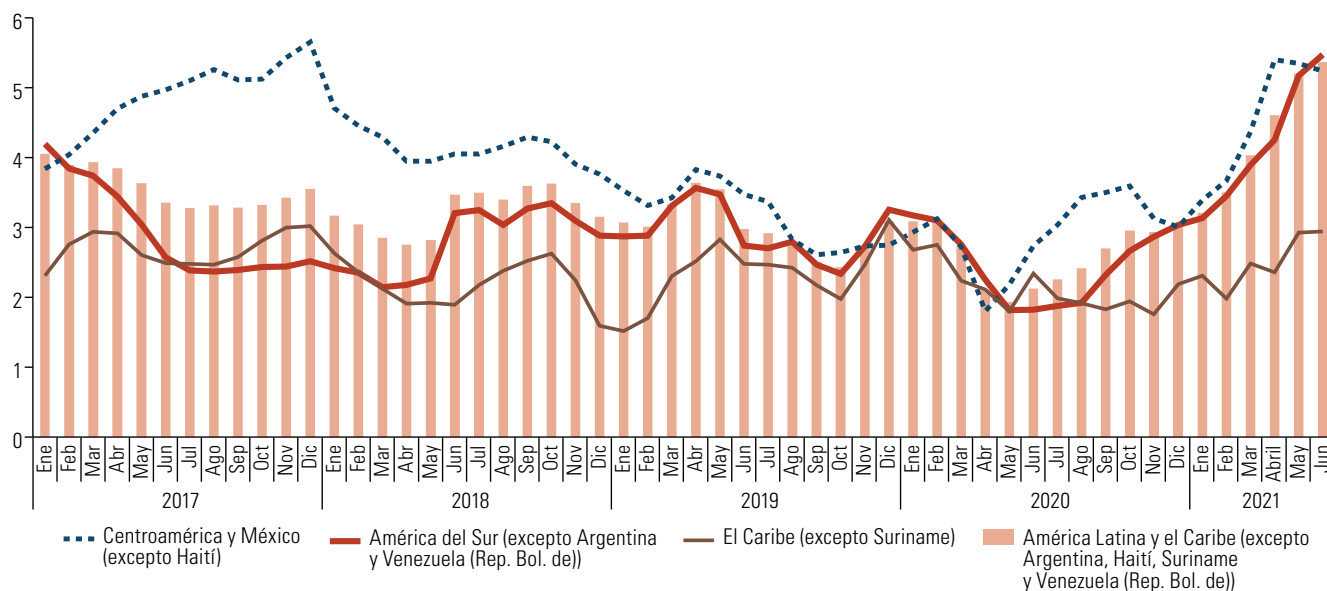
<sup>c</sup> Datos a febrero de 2021.

<sup>d</sup> Datos a marzo de 2021.

En el gráfico I.30 se muestra la evolución mensual de la tasa interanual de inflación promedio de las economías de América Latina y el Caribe. Destaca la fuerte reducción que experimentó la inflación durante el primer semestre de 2020: a mayo de 2020 la inflación promedio de la región cerró en un 1,9%, el nivel más bajo registrado desde 2006. Adicionalmente, en el gráfico se observa que este comportamiento fue generalizado, pues se dio en las tres subregiones de América Latina y el Caribe. La fuerte reducción que experimentaron la demanda agregada interna y los precios de la energía durante el primer semestre de 2020 fue a la par con la evolución de la inflación en ese lapso, tal como se refleja en la caída de más de un punto porcentual de la tasa de inflación en 14 de las economías de la región entre los meses de diciembre de 2019 y abril de 2020.

### Gráfico I.30

América Latina y el Caribe<sup>a</sup>: tasas de variación interanual del índice de precios al consumidor (IPC), promedio ponderado, enero de 2017 a junio de 2021  
 (En porcentajes)



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

<sup>a</sup> No se incluyen los datos de economías con inflación crónica (Argentina, Haití, Suriname y la República Bolivariana de Venezuela) dentro de los promedios regionales y subregionales.

Sin embargo, desde mayo de 2020 la inflación ha venido incrementándose, como consecuencia del aumento registrado por la demanda agregada interna y el alza de los precios de la energía, de los alimentos y de otros insumos productivos cuyo proceso de comercialización se había visto afectado durante los primeros meses de la pandemia. En el gráfico I.30 también se aprecia cómo la inflación ha venido repuntando desde el segundo semestre de 2020: en junio de 2021, la inflación promedio de las economías de América Latina y el Caribe era de las mayores que se habían observado desde 2016. Entre junio de 2020 y junio de 2021 la inflación se incrementó en 25 países de la región, y la tasa de inflación regional (5,4%) registraba un alza de 3,2 puntos porcentuales con respecto al nivel de junio de 2020 (véase el cuadro I.9).

Si bien se ha dado un mayor dinamismo de la inflación a lo largo de toda la región, las tasas de inflación que registraron los mayores incrementos entre junio de 2020 y junio de 2021 fueron las de la agrupación conformada por las economías de Centroamérica y México (2,5 puntos porcentuales) y las de América del Sur (3,6 puntos porcentuales).

En cuanto a los países no incluidos en los promedios regionales y subregionales, en la Argentina y la República Bolivariana de Venezuela la inflación también se redujo en 2020, en Haití se mantuvo bastante estable y en Suriname se aceleró significativamente. En el caso argentino, la inflación pasó del 52,9% en 2019 al 34,1% en 2020, y en el caso venezolano pasó de un 9.585% en 2019 a un 2.959,1% en 2020. Por otro lado, en Suriname la inflación pasó del 4,2% en 2019 al 60,7% en 2020. A junio de 2021, de este grupo de países, solo la Argentina reflejó un alza en la inflación respecto a los niveles de diciembre de 2020.

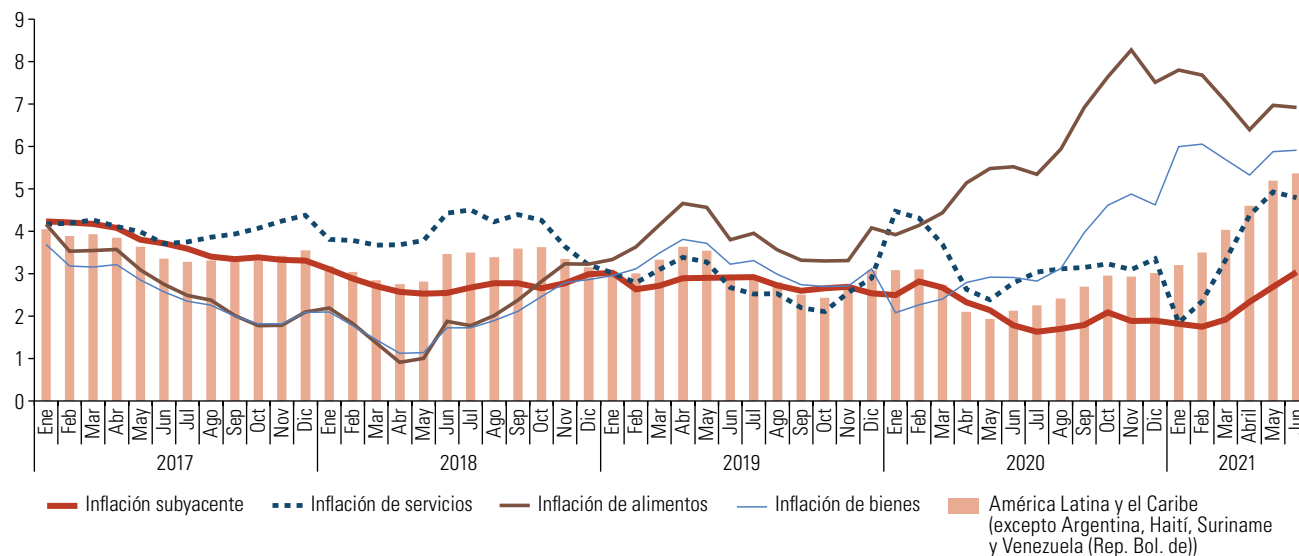
## 6. El repunte observado en la inflación general refleja fundamentalmente el importante incremento de la inflación no subyacente, en especial en el rubro de los alimentos, mientras que la inflación subyacente se mantiene por debajo de sus niveles precrisis

En primer lugar, y tal y como se señaló en CEPAL (2020), la tasa de inflación subyacente ha mantenido una tendencia a la baja desde mayo de 2016, mes en que alcanzó el 4,8%. La fuerte contracción de la demanda agregada hizo que esta tendencia se acentuara en el primer semestre de 2020, y entre febrero y julio de 2020 la inflación subyacente promedio de la región pasó de un 2,9% a un 1,7%, el menor valor registrado en el último decenio. Si embargo, al igual que ocurrió con el índice general de precios, la inflación subyacente ha tendido a incrementarse desde entonces, y entre junio de 2020 y junio de 2021 el alza fue de 1,2 puntos porcentuales (véase el gráfico I.31). A nivel subregional, las economías de América del Sur han mostrado el mayor aumento de la tasa subyacente, 1,6 puntos porcentuales (de un 1,2% en junio de 2020 a un 2,8% en junio de 2021), mientras que en las economías de Centroamérica y México el aumento de la inflación subyacente fue de 0,4 puntos porcentuales, al pasar de un 3,2% a un 3,6% en el mismo lapso.

Gráfico I.31

América Latina y el Caribe: tasas de variación interanual del índice de precios al consumidor (IPC) por tipos de inflación, promedio ponderado, enero de 2017 a junio de 2021

(En porcentajes)



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

La dinámica mostrada por la inflación subyacente es un buen referente del espacio del que disponen las autoridades monetarias para mantener políticas monetarias expansivas, dado que este indicador aísla el impacto directo que tienen sobre la inflación aquellos componentes cuyos precios exhiben la mayor volatilidad dentro de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC), como los alimentos y la energía. La tendencia a la baja que mostró la inflación subyacente hasta julio de 2020 reflejó la fuerte contracción de la demanda agregada a lo largo de la región. Sin embargo, pese a que el repunte que ha mostrado la inflación subyacente desde julio de 2020 señala una ligera recuperación de la demanda agregada, el hecho de que esta variable siga en niveles inferiores a los existentes antes de la pandemia indica que dicha recuperación es débil y que, por lo tanto, se mantiene el espacio para sostener políticas monetarias expansivas.

En el caso de la inflación de alimentos y bebidas no alcohólicas, continuó la tendencia alcista que se venía registrando desde abril de 2018 (véase el gráfico I.31). Así, a diciembre de 2020 el promedio regional de la inflación de alimentos cerró en un 7,5%, lo que supone un incremento de 3,4 puntos porcentuales respecto al valor del cierre de 2019. Nuevamente, el mayor impulso a la inflación de alimentos regional proviene de las economías de América del Sur, que entre diciembre de 2019 y diciembre de 2020 vieron incrementar la inflación en este rubro 4,1 puntos porcentuales, un alza mayor a la registrada por las economías de Centroamérica y México, donde la inflación de alimentos aumentó 2,2 puntos porcentuales.

Algunos de los elementos que han impulsado la tendencia al alza en los precios de los alimentos han sido los problemas en las cadenas de suministro de insumos, la creciente volatilidad cambiaria, cambios en los patrones de consumo, mayores estímulos fiscales y factores climáticos. En general, todos estos factores se han vuelto más pronunciados por efecto de las medidas de aislamiento adoptadas para enfrentar la pandemia de COVID-19. Durante 2021 la inflación de alimentos se ha venido reduciendo —aunque sigue siendo significativamente mayor que la inflación general— y a junio de 2021 era del 6,9%, mientras que la inflación general era del 5,4%.

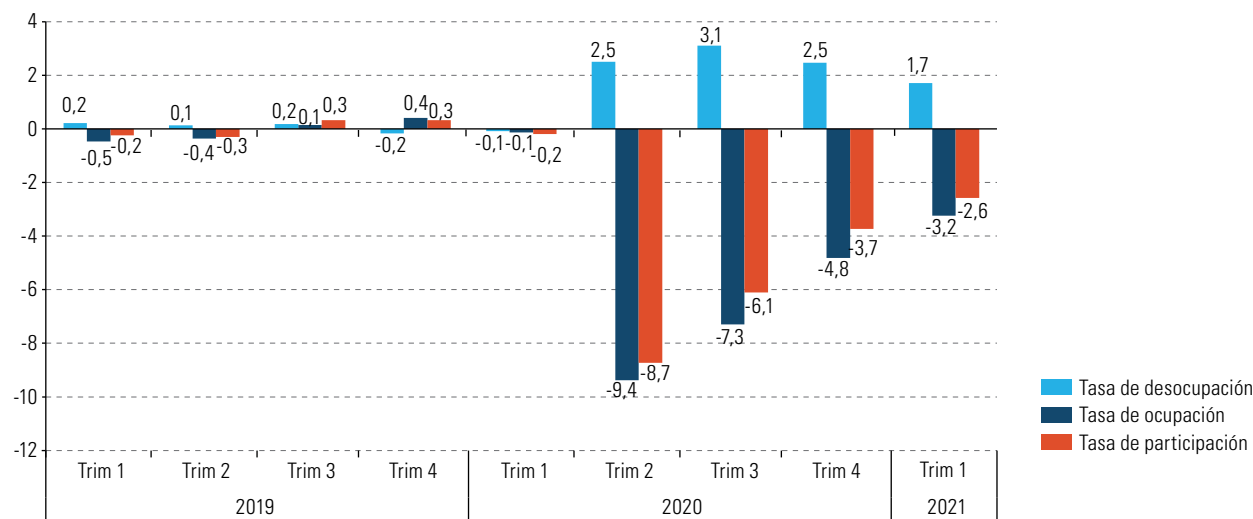
Las restricciones a la movilidad han afectado de manera significativa el funcionamiento normal del sector servicios en la región. Esta situación ha provocado, por un lado, una caída significativa en la actividad económica de este sector y, por otro, una fuerte reducción de la inflación en este rubro. Entre diciembre de 2019 y diciembre de 2020 la inflación de servicios se redujo 1,3 puntos porcentuales, al pasar de un 2,9% a un 1,6% en ese período. En términos regionales, las economías de América del Sur registraron un descenso de la inflación de servicios de 1,4 puntos porcentuales, mientras que en las economías de Centroamérica y México la reducción fue de 1 punto porcentual. En lo transcurrido de 2021, la inflación de servicios ha mostrado un importante incremento (3,2 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2020), lo que nuevamente refleja una recuperación de la demanda agregada y la reapertura de las economías, pero también el impacto del aumento que ha experimentado el precio del combustible, así como de la apreciación del dólar en los mercados financieros internacionales. A nivel subregional, en las economías de América del Sur la inflación en servicios se incrementó 3,1 puntos porcentuales entre diciembre de 2020 y junio de 2021, mientras que en las economías de Centroamérica y México el incremento fue de 3,4 puntos porcentuales en el mismo lapso.

## 7. Durante el primer trimestre de 2021 se recuperaron los principales indicadores laborales, pero aún no han alcanzado los niveles previos a la pandemia, y se ha profundizado la brecha de género

En los primeros meses de 2021 se observa un retorno gradual de las personas al mercado laboral, tras su retiro masivo durante los primeros meses de la pandemia. Sin embargo, al primer trimestre de 2021 la tasa de participación laboral de los 14 países de la región que cuentan con información disponible era 2,6 puntos porcentuales inferior a la del primer trimestre de 2020 (véase el gráfico I.32). Por su parte, la recuperación del empleo ha sido más lenta, en el primer trimestre de 2021 aún se situaba 3,2 puntos porcentuales por debajo de la del primer trimestre de 2020. Esto hizo que la tasa de desocupación regional promedio alcanzara el 10,7%, lo que supone un aumento de 1,7 puntos porcentuales con respecto a comienzos de 2020. Cabe destacar que, a diferencia de crisis anteriores, la tasa de desocupación solo refleja parcialmente las dificultades del mercado laboral, dada la magnitud del retiro de personas de la fuerza laboral. Por su parte, la tasa de ocupación también es solo un reflejo parcial del gran impacto de esta crisis, ya que en algunos casos, pese a mantenerse la relación laboral, se redujeron considerablemente las horas trabajadas. En efecto, la Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que América Latina y el Caribe ha sido la región con la mayor contracción de las horas de trabajo en todo el mundo; se estima que entre 2020 y 2019 se ha producido una pérdida del orden del 16,2%. Esta cifra casi duplica la estimada a nivel mundial, del 8,8% (OIT, 2021; Maurizio, 2021).

Gráfico I.32

América Latina y el Caribe (14 países)<sup>a</sup>: variación interanual de las tasas de ocupación, participación y desocupación, 2019 a primer trimestre de 2021  
 (En puntos porcentuales)



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

<sup>a</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Nicaragua, Jamaica, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

Los indicadores laborales por sexo siguieron mostrando desventajas para las mujeres durante los primeros meses de 2021. En el promedio de 14 países con información disponible, la tasa de participación de las mujeres en el primer trimestre de 2021 era del 48,2%, es decir, 3,3 puntos porcentuales por debajo de la del mismo trimestre de 2020, mientras que la tasa de participación de los hombres alcanzaba un 71,1%, una cifra unos 2,1 puntos porcentuales inferior a la del mismo período en 2020 (véase el

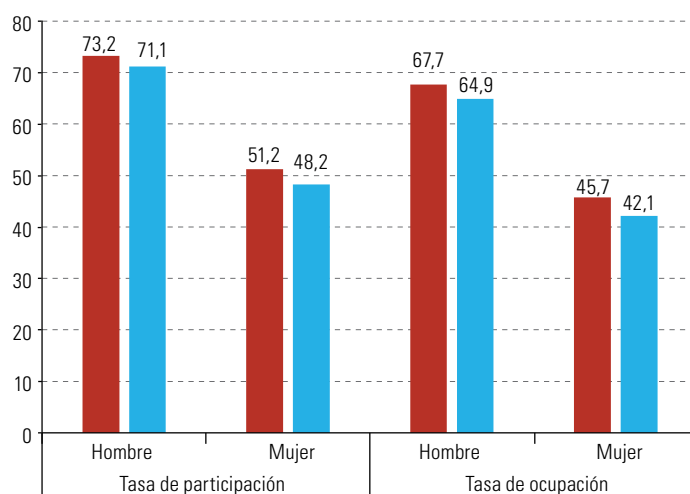


gráfico I.33A). Esto se explica principalmente por el importante retiro de mujeres del mercado laboral, causado tanto por las restricciones vigentes y las menores opciones de empleo como por las necesidades de cuidado en el contexto de la pandemia.

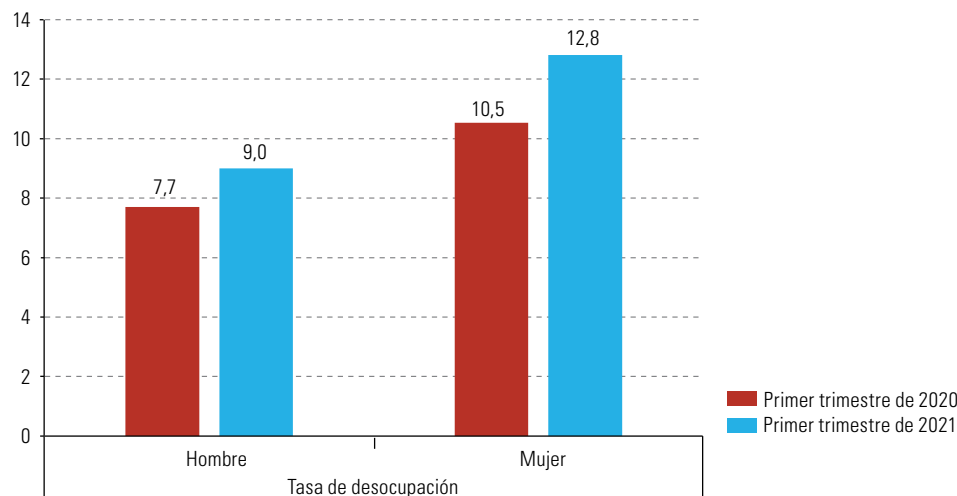
En cuanto a la tasa de ocupación, en el primer trimestre de 2021 la de las mujeres se encontraba unos 3,6 puntos porcentuales más baja que en el primer trimestre de 2020, mientras que la de los hombres registró una caída de 2,8 puntos porcentuales en el mismo lapso. La mayor pérdida de empleo en el caso de las mujeres se deriva principalmente de su mayor representación en categorías ocupacionales como el trabajo independiente, el trabajo doméstico remunerado y el trabajo familiar no remunerado, así como en sectores fuertemente afectados por las restricciones de la pandemia, como el comercio.

Como resultado de estas tendencias, la tasa de desocupación aumentó relativamente más en el caso de las mujeres, lo que implicó un aumento de la brecha de este indicador. En el primer trimestre de 2021, la tasa de desocupación de las mujeres alcanzó un 12,8%, y la de los hombres, un 9%. La brecha de la tasa de desocupación por sexo pasó de 2,8 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2020 a 3,8 puntos porcentuales en el mismo período en 2021 (véase el gráfico I.33B).

#### A. Tasa de participación y de ocupación



#### B. Tasa de desocupación



**Gráfico I.33**  
 América Latina y el Caribe (14 países)<sup>a</sup>: tasas de participación, ocupación y desocupación, por sexo, primer trimestre de 2020 y primer trimestre de 2021 (En porcentajes)

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

<sup>a</sup> Promedio simple de los siguientes países: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Jamaica, Paraguay, Perú y República Dominicana.

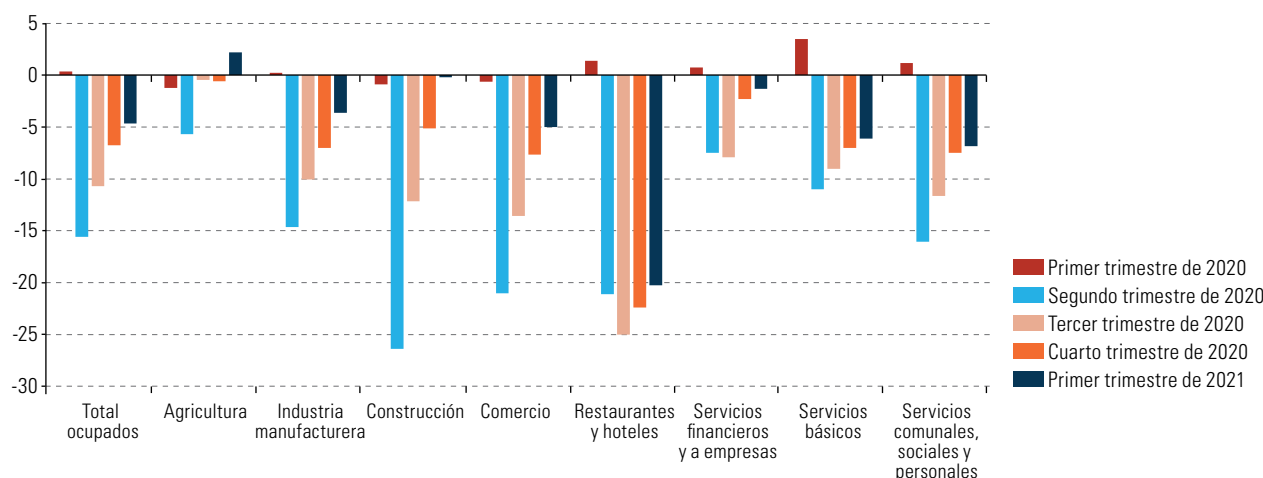
## 8. La recuperación del empleo sectorial ha sido dispar: mientras la construcción ha recuperado sus niveles previos de empleo, los sectores asociados al alojamiento y los restaurantes aún muestran una fuerte contracción

Durante 2020 se observó una contracción generalizada del empleo a nivel sectorial. En el segundo trimestre del año los sectores más afectados fueron la construcción, el comercio y aquellos asociados al turismo, como la hotelería y los restaurantes. En los trimestres siguientes, la recuperación sectorial ha sido dispar. Al primer trimestre de 2021, la construcción había retomado niveles de empleo similares a los que tenía antes de la pandemia; los servicios financieros y empresariales también mostraron buena recuperación, y el empleo en el sector agropecuario registraba una variación positiva. Asimismo, en dicho trimestre se observa una interesante recuperación del empleo en el comercio, posiblemente relacionada con el aumento del trabajo por cuenta propia (véase el gráfico I.34). Sin embargo, se observa una lenta recuperación del empleo en sectores relacionados con la hotelería y los restaurantes: durante el primer trimestre de 2021 su nivel de empleo aún era un 20,2% inferior al de principios de 2020. Los sectores de servicios también muestran niveles de empleo alrededor de un 6% por debajo de los anteriores a la pandemia.

**Gráfico I.34**

América Latina (12 países)<sup>a</sup>: variación interanual del empleo por rama de actividad, 2020 a primer trimestre de 2021

(En porcentajes)



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

<sup>a</sup> Promedio simple de los siguientes países: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Jamaica, Paraguay, Perú y República Dominicana.

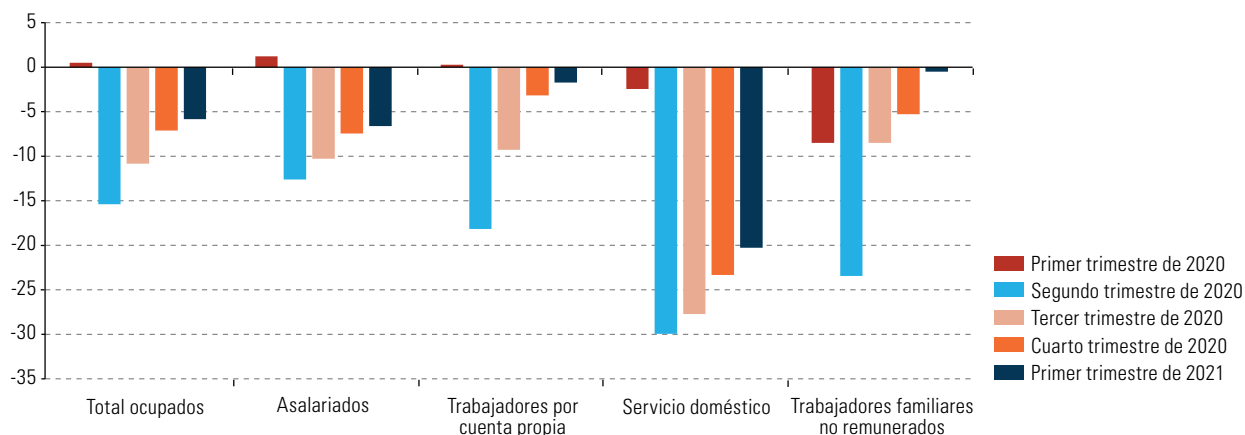
## 9. La recuperación es más rápida en los trabajos de menor calidad

Durante el segundo trimestre de 2020 la pérdida de puestos de trabajo fue generalizada entre las categorías ocupacionales, pero con una incidencia mayor en el caso de los trabajadores domésticos reenumerados, los trabajadores familiares no remunerados y los trabajadores independientes. A lo largo de los trimestres siguientes, la recuperación

ha sido relativamente más fuerte en las categorías de empleo de relativa menor calidad, como las de los trabajadores por cuenta propia y los trabajadores familiares no remunerados. Durante el primer trimestre de 2021, los niveles de empleo de estas dos categorías eran un 1,7% y un 0,5% inferiores a los del primer trimestre de 2020 (véase el gráfico I.35). La excepción ha sido el trabajo doméstico remunerado, cuyos niveles de empleo aún se encuentran un 20,3% por debajo de los previos a la pandemia. Esta categoría fuertemente feminizada ha sufrido tanto por las características del propio trabajo como por la pérdida de ingresos de muchos hogares empleadores.

### Gráfico I.35

América Latina (11 países)<sup>a</sup>: variación interanual del empleo por categoría ocupacional, 2020 a primer trimestre de 2021  
 (En porcentajes)



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

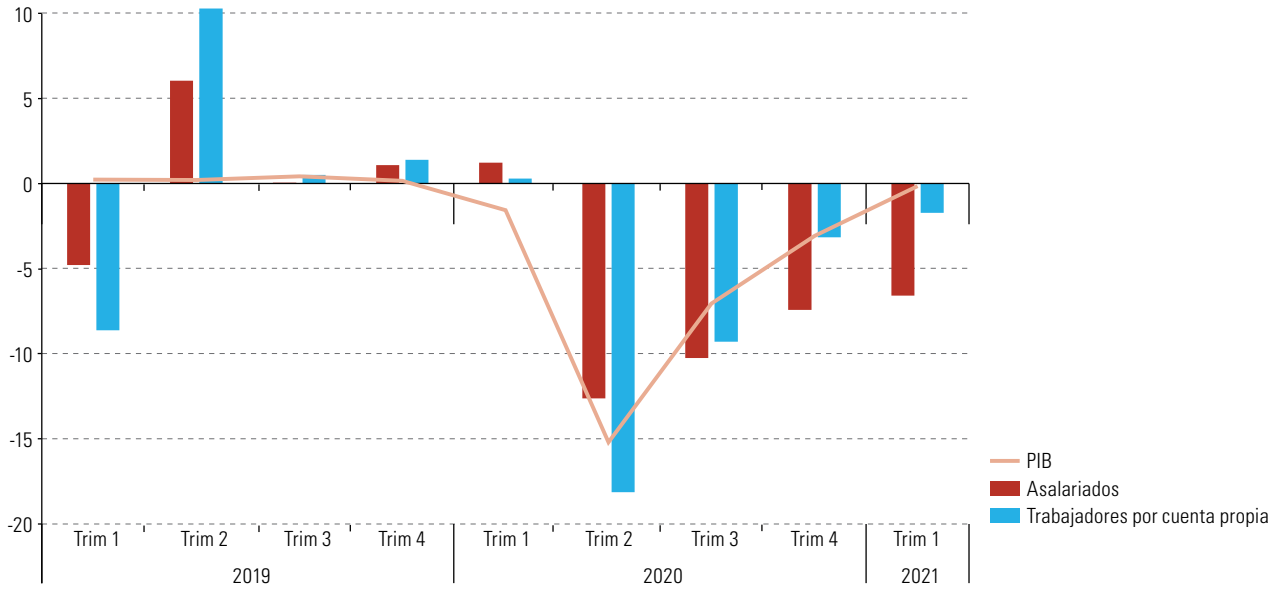
<sup>a</sup> Promedio simple de los siguientes países: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Paraguay, Perú y República Dominicana.

Por el momento, la recuperación del producto observada en la segunda mitad de 2020 y el primer trimestre de 2021 no se ha acompañado de una generación de empleo de calidad. En el primer trimestre de 2021, el trabajo asalariado, generalmente asociado con una mayor calidad de empleo, continuaba en niveles un 6,6% menores que los del primer trimestre de 2020 (véase el gráfico I.36). Las estimaciones en algunos países de la región muestran que durante el primer trimestre de 2021 el número de trabajadores ausentes pero con vínculo laboral estaba disminuyendo, y que las horas trabajadas se estaban recuperando, lo que podría apuntar a la necesidad de nuevas contrataciones si las condiciones de reactivación económica se mantienen.

La evolución del empleo registrado también indica que el empleo de calidad se está recuperando lentamente. En efecto, en los países con información disponible se observa que, después de su caída en abril y mayo de 2020, a partir del mes de junio el nivel del empleo formal se estabilizó. En algunos países como Chile y Costa Rica la caída del empleo formal continuó hasta agosto y septiembre de 2020, respectivamente (véase el gráfico I.37). Sin embargo, el aumento del número de asalariados registrados durante los meses siguientes fue muy débil, lo que refleja que la reactivación económica ha sido lenta y que, en términos de empleo, prevalecieron medidas como la reincorporación de los ocupados ausentes y el aumento de las horas trabajadas, antes de contratar o recontractar a trabajadores desocupados.

**Gráfico I.36**

América Latina (11 países): crecimiento económico y crecimiento interanual del empleo, por categoría de ocupación, 2019 a primer trimestre de 2021  
 (En porcentajes)

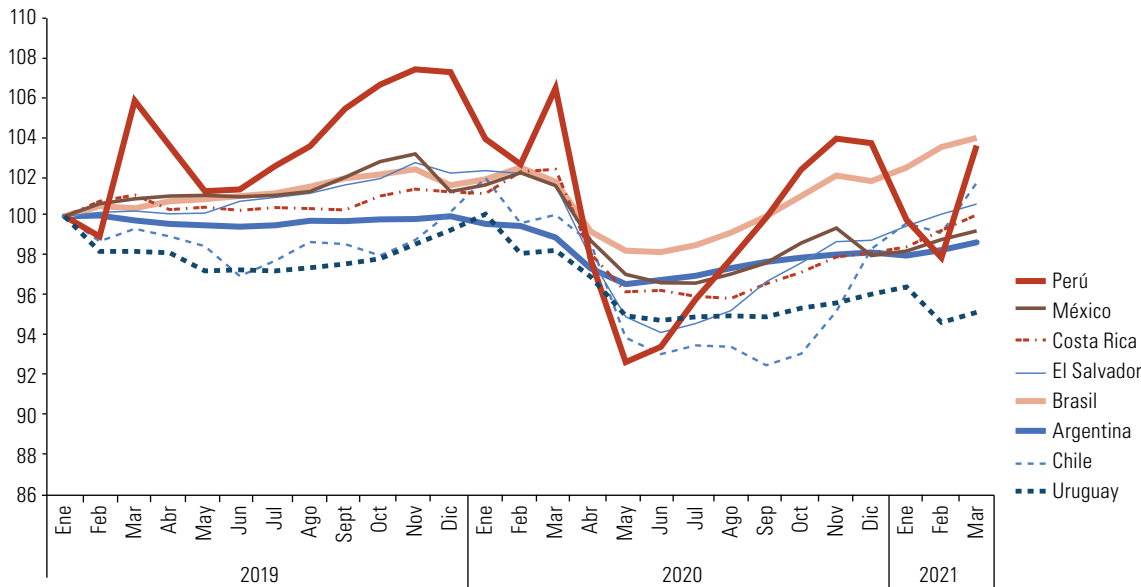


**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**Nota:** Los datos de asalariados y trabajadores por cuenta propia corresponden a los siguientes países: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay. Los datos del PIB corresponden a América Latina.

**Gráfico I.37**

América Latina (7 países): empleo registrado, enero 2019 a marzo 2021  
 (Índice: enero 2019=100)



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

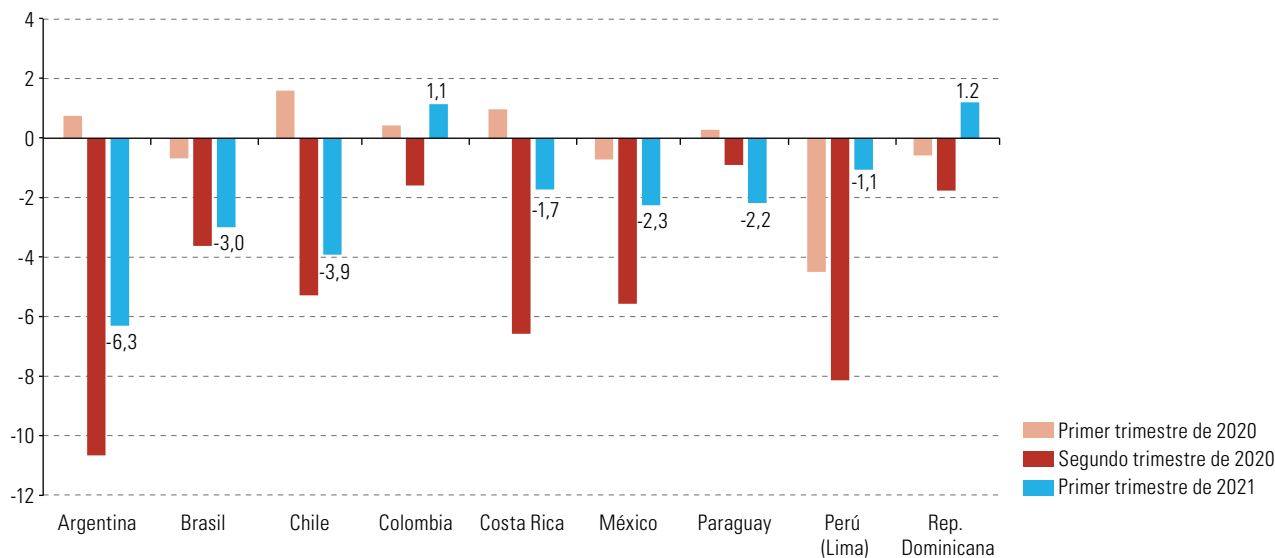
## 10. En el contexto de la gran pérdida de empleo informal y entre trabajadores de menor nivel educativo se evidencian las limitaciones de indicadores de la calidad del empleo como la tasa de informalidad y los salarios reales

En las situaciones de restricción de la movilidad a muchos trabajadores informales les resultó imposible realizar sus tareas y, ante la falta de mecanismos que les permitieran mantener la relación laboral (como los seguros de desempleo), se retiraron del mercado. A diferencia de lo sucedido en otras crisis, los trabajadores informales no pudieron atenuar las pérdidas de ingresos de los hogares; los puestos informales se contrajeron con aún mayor intensidad que las ocupaciones formales (CEPAL/OIT, 2021). De esta forma, entre el segundo trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2020 se registraron caídas importantes de indicadores de la calidad del empleo como la tasa de informalidad (véase el gráfico I.38). Dichas caídas no reflejan avances en los procesos de formalización, sino el hecho de que las actividades informales se vieron más afectadas por las medidas de contención.

**Gráfico I.38**

América Latina (países y ciudades seleccionados): variación interanual de la tasa de informalidad laboral, 2019 a primer trimestre de 2021

(En puntos porcentuales)



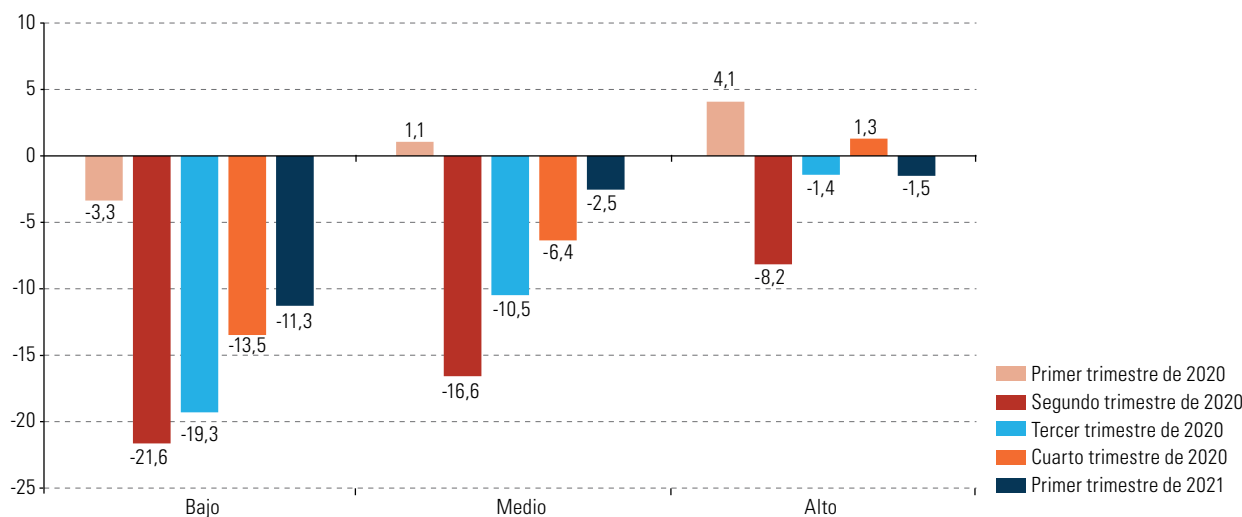
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Al primer trimestre de 2021 la tasa de informalidad continuaba mostrando contracciones, aunque mucho más moderadas, en la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, el Paraguay y Lima Metropolitana, y aumentaba en Colombia y la República Dominicana. En un contexto en que el empleo total aún se encuentra en niveles inferiores a los de antes de la pandemia, esta menor caída de la tasa de informalidad confirma el hecho de que la recuperación del empleo ha sido principalmente en condiciones de informalidad.

Durante 2020 las pérdidas de empleo se concentraron principalmente entre los trabajadores con menor nivel educativo formal (CEPAL, 2021e; FMI, 2021e). Esto se debió principalmente a que la mayoría de los trabajadores que pudieron continuar realizando su trabajo de forma remota fueron aquellos que poseían empleos asociados a un mayor nivel educativo. Esta situación se vio potenciada por el efecto que tuvieron las restricciones de la movilidad en el empleo informal. Entre el segundo trimestre de 2019 y el mismo período de 2020 la caída promedio del empleo en ocho países de la región (Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, México, Paraguay, Perú y República Dominicana) fue de cerca del 22% entre los trabajadores de nivel educativo bajo, del 17% entre los de nivel educativo medio y del 8% entre los de nivel educativo alto (véase el gráfico I.39). Al primer trimestre de 2021 aún se observaba un impacto relativamente mayor en aquellos trabajadores de menor nivel educativo.

**Gráfico I.39**

América Latina (8 países)<sup>a</sup>: variación interanual del total de ocupados según nivel educativo, 2020 a primer trimestre de 2021  
 (En porcentajes)



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

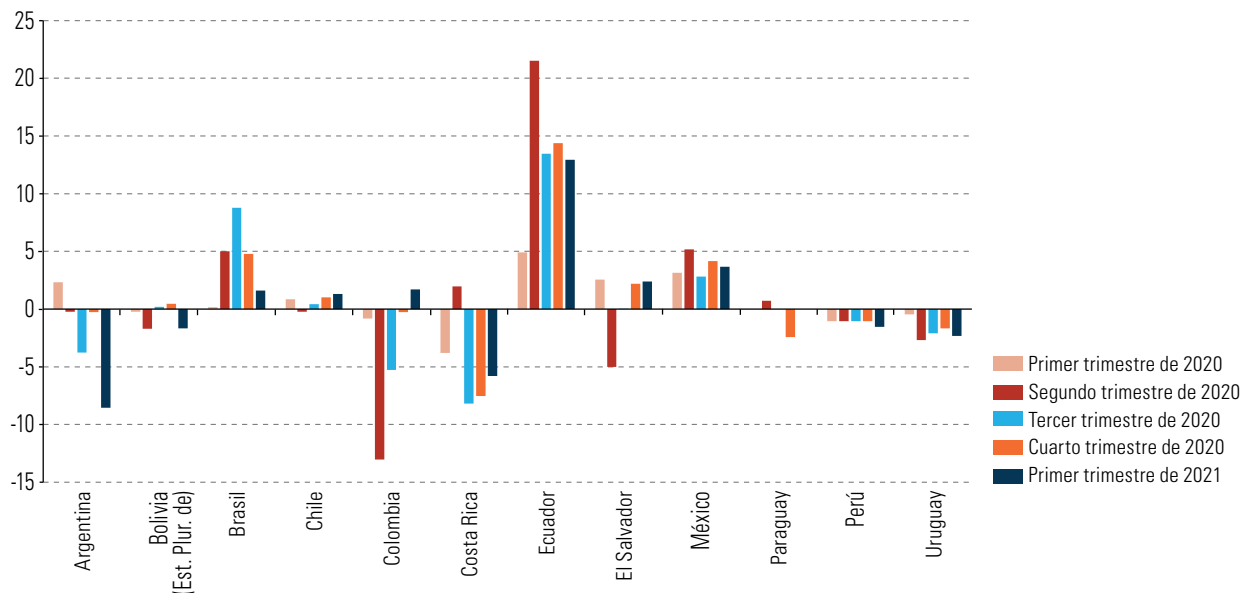
**Nota:** El nivel educativo bajo incluye la educación primaria completa o menos; el nivel medio incluye la secundaria completa, y el nivel alto incluye la terciaria completa.  
<sup>a</sup> Promedio simple de los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, México, Paraguay, Perú y República Dominicana.

En situaciones de crisis es de esperar que los salarios medios disminuyan. Además, en el contexto de la pandemia, algunos trabajadores tuvieron que aceptar —al menos temporalmente— una reducción de su salario para poder continuar con la relación laboral. Sin embargo, solo 4 de los 12 países de la región con información disponible registraron una caída de los salarios reales durante el segundo trimestre de 2020 (véase el gráfico I.40). Entre los factores que pueden explicar esta situación se encuentran los problemas de medición (los trabajadores pueden seguir reportando el salario habitual y no el efectivo) y problemas de composición. Este último factor implica que, en momentos de crisis, el análisis de los salarios medios puede estar sesgado por el efecto que surge de los cambios en el empleo: cuando la mayoría de las pérdidas de empleo se dan entre trabajadores con menores ingresos, esto puede aumentar el salario medio de la economía, lo que podría reflejarse como una tendencia al alza, pero no por las razones adecuadas<sup>29</sup>.

<sup>29</sup> En OIT (2020) pueden encontrarse casos de ambos efectos en varios países del mundo.

### Gráfico I.40

América Latina (12 países): variación interanual del salario promedio real del empleo registrado, 2020 a primer trimestre de 2021  
 (En porcentajes)



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

Al primer trimestre de 2021, la variación interanual de los salarios reales del empleo registrado mostraba aumentos en 6 países (Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, Ecuador y México) de los 12 con información disponible. Sin embargo, por ejemplo en Chile, la proporción de empleados cuyos ingresos se habían reducido alcanzó el 30% en agosto de 2020, e incluso en abril de 2021 casi el 18% de los trabajadores declaraba aún que sus ingresos habían disminuido<sup>30</sup>.

## 11. Perspectivas

La posibilidad de llegar a los niveles de empleo previos a la pandemia en 2021 dependerá de la velocidad de vacunación de los países y de la recuperación de las principales actividades económicas. En muchos países de la región las restricciones han continuado durante 2021 y aún no se ha producido una reactivación plena de todas las actividades, incluidos los servicios de cuidado y la educación. Durante el año es de esperar un retorno gradual de los trabajadores, tanto de aquellos que se vieron forzados a salir del mercado laboral como de nuevos trabajadores que se incorporen para compensar la pérdida de ingreso de los hogares. Esto podría traducirse en un mayor nivel de desocupación o en un empeoramiento de la calidad media del empleo en la región. Entretanto, hay que interpretar con cautela indicadores de la calidad del empleo como la incidencia de la informalidad y los salarios reales. Por otro lado, la crisis provocada por la pandemia ha aumentado sustancialmente el riesgo de mayores desigualdades, tanto dentro de los países como entre ellos. Las políticas deben orientarse a evitar divergencias que profundicen estas desigualdades.

<sup>30</sup> Aproximadamente el 60% de los trabajadores que declararon reducciones de sus ingresos indicaron que la caída había sido del 50% o más.

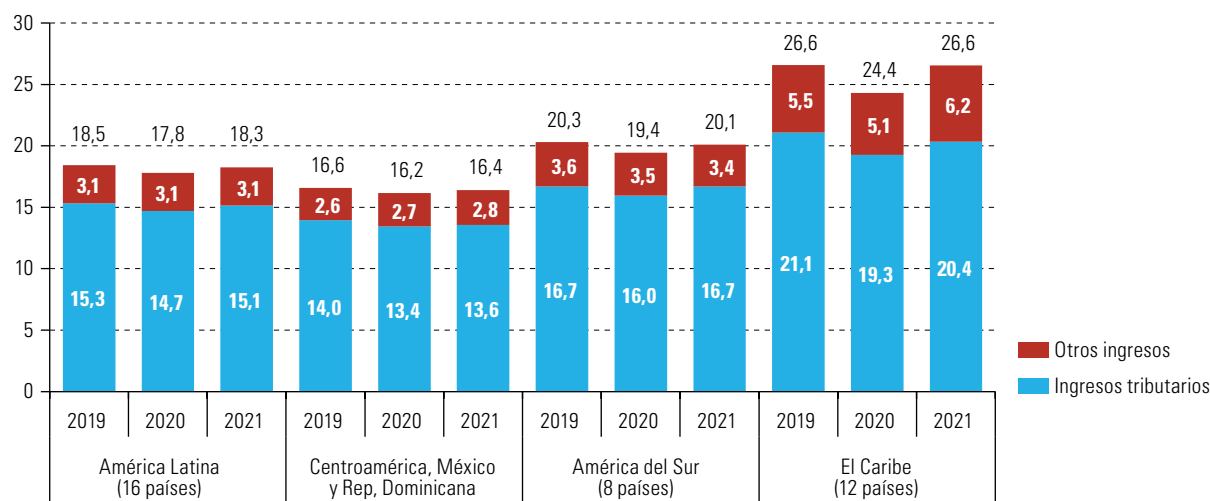
## E. Las políticas macroeconómicas

### 1. La recaudación tributaria se ha reactivado en 2021, aunque persiste el contexto de incertidumbre

Se espera que los ingresos públicos en América Latina repunten en 2021 y alcancen niveles similares a los de 2019, respaldados por la reactivación de la actividad económica y condiciones favorables para los ingresos fiscales provenientes de recursos naturales no renovables en algunos países (véase el gráfico I.41). Las estimaciones oficiales disponibles al cierre de junio de 2021 sugieren que los ingresos totales en América Latina alcanzarían un 18,3% del PIB como promedio del año, ubicándose levemente por debajo de su nivel de 2019. Se constatan mejoras similares en el grupo de países conformado por Centroamérica, México y la República Dominicana, así como en América del Sur. No obstante, estas proyecciones son sensibles a la evolución de las condiciones macroeconómicas en la región, en un contexto de incertidumbre sobre la evolución de la pandemia de COVID-19.

**Gráfico I.41**

América Latina (16 países)<sup>a</sup> y el Caribe (12 países)<sup>b</sup>: ingresos totales del gobierno central, por componentes, 2019-2021<sup>c</sup>  
 (En porcentajes del PIB)



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

**Nota:** Debido al redondeo, la suma de las cifras puede no coincidir con el total.

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

<sup>b</sup> Los países incluidos son: 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>c</sup> Promedios simples. Las cifras de 2021 corresponden a estimaciones oficiales o presupuestos. Las cifras de los siguientes países corresponden a las coberturas institucionales que se indican: Argentina, administración pública nacional; Barbados, sector público no financiero; México, sector público federal; Perú, gobierno general, y Saint Kitts y Nevis, gobierno federal.



La dinámica de los ingresos públicos refleja la recuperación esperada de la recaudación tributaria, después de la considerable contracción que experimentó en 2020. El mayor dinamismo del consumo privado apoyará la recaudación del impuesto sobre el valor agregado (IVA) y otros impuestos sobre el consumo de bienes y servicios, que sumados representan alrededor de la mitad de los ingresos tributarios en la región. En este sentido, destaca el papel del repunte del consumo de hidrocarburos, que ha fortalecido la recaudación del IVA aplicado a la venta de combustibles (por precios y volúmenes) y de impuestos específicos a combustibles (por volúmenes). Los ingresos tributarios en algunos países también han sido impulsados por la implementación de impuestos recurrentes y no recurrentes al patrimonio. En la Argentina, el Aporte Solidario y Extraordinario, que grava por una vez con tasas progresivas los activos de personas físicas que excedan los 200 millones de pesos, recaudó ingresos equivalentes al 0,4% del PIB entre enero y mayo de 2021 (Ministerio de Economía, 2021). Por su parte, en el Estado Plurinacional de Bolivia, la recaudación del nuevo Impuesto a las Grandes Fortunas alcanzó el 0,1% del PIB entre enero y abril de 2021 (SIN, 2021).

Como se muestra en el cuadro I.10, en el primer semestre de 2021 se registraron considerables tasas de crecimiento de la recaudación tributaria y del impuesto sobre el valor agregado, como resultado de la mejora de los fundamentos macroeconómicos y el efecto estadístico positivo derivado de los bajos niveles de entradas al fisco en 2020. No obstante, otro factor importante que explica el repunte de los ingresos tributarios es la regularización de los pagos de impuestos diferidos y el retiro escalonado de las medidas de alivio tributario. Por ejemplo, en Chile se prevé que la reversión de las medidas de alivio del año anterior incidiría en un incremento de la recaudación tributaria de alrededor de 0,4 puntos porcentuales del PIB en 2021 (DIPRES, 2021b). En este sentido, en ausencia de las medidas tributarias aplicadas en 2020, la recaudación tributaria neta en Chile habría crecido un 20,3% en términos reales, frente al crecimiento del 32,5% anual observado a junio de 2021 (DIPRES, 2021c). De forma similar, en el Brasil se estima que a junio de este año, la recaudación habría aumentado un 13,3% en términos reales, en contraste con el 24,6% observado, por efecto de la aplicación de medidas tributarias en 2020 (Secretaría Federal de Impuestos Internos, 2021).

#### Cuadro I.10

América Latina (15 países): variación interanual de la recaudación tributaria y los ingresos por el impuesto sobre el valor agregado de los gobiernos centrales a precios constantes, enero-junio de 2020 y 2021<sup>a</sup>  
 (En porcentajes)

País	Ingresos tributarios (excluidas contribuciones sociales)		Impuesto sobre el valor agregado	
	2020 respecto de 2019	2021 respecto de 2020	2020 respecto de 2019	2021 respecto de 2020
Argentina	-14,8	34,0	-16,2	19,3
Brasil	-6,5	24,6	-6,0	19,3
Chile	-17,1	32,5	-12,7	38,4
Costa Rica	-12,7	5,2	-5,8	34,7
Ecuador <sup>b</sup>	-16,9	5,5	-17,6	9,0
El Salvador	-10,4	28,5	-6,8	35,9
Guatemala	-7,0	20,2	-7,8	23,4
Honduras	-26,1	37,9	-21,4	32,3
México	0,1	1,2	-0,6	8,9
Nicaragua <sup>b</sup>	-0,8	21,0	-0,3	28,8
Panamá	-35,7	25,2	-36,3	3,9
Paraguay	-13,4	23,2	...	...
Perú	-21,3	39,1	-20,2	38,6
República Dominicana <sup>b</sup>	-20,4	36,8	-19,1	25,0
Uruguay	-5,4	9,0	-3,5	7,6

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

<sup>a</sup> En los casos de la Argentina y México, las cifras corresponden a la administración pública nacional y el sector público federal, respectivamente. En el caso del Brasil, las cifras de los ingresos tributarios corresponden a la recaudación de los impuestos administrados por la Secretaría Federal de Impuestos Internos del Brasil y las cifras del impuesto sobre el valor agregado corresponden a la recaudación del impuesto sobre circulación de mercaderías y de servicios (ICMS), que se aplica a nivel de los estados.

<sup>b</sup> Las cifras corresponden al período enero-mayo.

Frente a la necesidad de fortalecer la recaudación tributaria a fin de dar sostenibilidad a los esfuerzos para impulsar una recuperación transformadora, varios países han tomado medidas dirigidas a cerrar los espacios para la evasión fiscal. El Servicio de Impuestos Internos (SII) de Chile anunció una serie de acciones focalizadas en segmentos de los contribuyentes con mayor impacto en la recaudación tributaria, en particular los grupos económicos y empresariales, multinacionales y contribuyentes de alto patrimonio. Se espera que este conjunto de acciones se traduzcan en la recaudación de 2.350 millones de dólares en 2021 (SII, 2021). En la misma línea, en México, con el Plan Maestro de Operación 2021 para la administración general de grandes contribuyentes del Servicio de Administración Tributaria (SAT) se busca extender y profundizar las medidas adoptadas en 2020 para impulsar la recaudación tributaria (SAT, 2021). Por otra parte, en Honduras se están desarrollando medidas contra la evasión fiscal sobre la base de buenas prácticas identificadas en México (PNUD, 2021).

La favorable evolución de los precios internacionales de recursos naturales no renovables también ha incidido en el incremento de los ingresos públicos —tanto tributarios como no tributarios— en países productores. En este sentido, destaca el dinamismo del precio de cobre, que ha alcanzado niveles históricamente altos en 2021, en parte debido a la contracción de las existencias de dicho metal en el mundo. En el período comprendido entre enero y junio de 2021, los ingresos provenientes del sector minero en Chile y el Perú se duplicaron en comparación con los registrados en el mismo período de 2020, superando también los niveles observados en el primer semestre de 2019 (véase el cuadro I.11). Resulta interesante destacar el alza de los ingresos por concepto del impuesto sobre la renta y regalías basadas en utilidades operativas en el caso minero, que refleja su alta elasticidad con respecto a variaciones de los precios. Por su parte, los ingresos por hidrocarburos —principalmente rentas de la propiedad— muestran señales de recuperación, pero siguen por debajo de los niveles de 2019. Los mayores ingresos provenientes de recursos naturales no renovables han representado una proporción importante del aumento de los ingresos totales observado en el primer semestre de 2021 en Chile (dicha proporción llega al 30% de los ingresos totales), el Ecuador (90%), México (20%) y el Perú (21%).

### Cuadro I.11

América Latina (4 países): variación interanual y nivel de los ingresos fiscales provenientes de recursos naturales no renovables a precios constantes, enero-junio de 2019, 2020 y 2021<sup>a</sup>  
 (En porcentajes e índice: enero-junio de 2019 a precios constantes=100)

	País	Variación interanual		Nivel (índice)		
		2020 respecto de 2019	2021 respecto de 2020	2019	2020	2021
Minería	Chile	-38,8	182,9	100	61	173
	Perú	-23,5	215,3	100	77	241
Hidrocarburos	Ecuador <sup>b</sup>	-37,7	53,8	100	62	96
	México	-52,3	33,8	100	48	64

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

<sup>a</sup> En los casos de Chile y el Perú, las cifras corresponden al gobierno central, y en los casos del Ecuador y México al sector público no financiero.

<sup>b</sup> Las cifras corresponden al período enero-mayo.

En el Caribe, se prevé que los ingresos totales se recuperen significativamente en 2021, pero estas proyecciones son sensibles a las condiciones macroeconómicas propias de cada país (véase el gráfico I.41). Aunque se espera que la recaudación tributaria retome su nivel de 2019, con respecto al producto, los resultados son variados en el primer trimestre (véase el cuadro I.12). Se observa un dinamismo importante de los ingresos tributarios en los países productores de recursos naturales no renovables, Guyana y Trinidad

y Tabago, vinculado en parte a la mejora de los precios de estos bienes. En cambio, en el caso de los países exportadores de servicios, que han sido muy golpeados por la caída del turismo, la recaudación tributaria se contrajo fuertemente. Otro factor que podría ser importante en la recuperación de los ingresos totales es un incremento esperado de las donaciones, particularmente las vinculadas a programas de inversión, en varios países.

### Cuadro I.12

El Caribe (6 países): variación interanual de la recaudación tributaria y los ingresos por el impuesto sobre el valor agregado de los gobiernos centrales a precios constantes, enero-marzo de 2020 y 2021  
 (En porcentajes)

País	Ingresos tributarios (excluidas contribuciones sociales)		Impuesto sobre el valor agregado	
	2020 respecto de 2019	2021 respecto de 2020	2020 respecto de 2019	2021 respecto de 2020
Bahamas	-11,0	-17,7	9,0	-18,9
Barbados	-17,5	-22,5	-8,9	-29,8
Guyana	6,7	6,4	20,0	-6,7
Jamaica	1,3	-7,5	0,3	-16,3
San Vicente y las Granadinas	12,5	-2,3	26,6	-17,7
Trinidad y Tabago	-22,2	21,0	-4,2	62,7

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

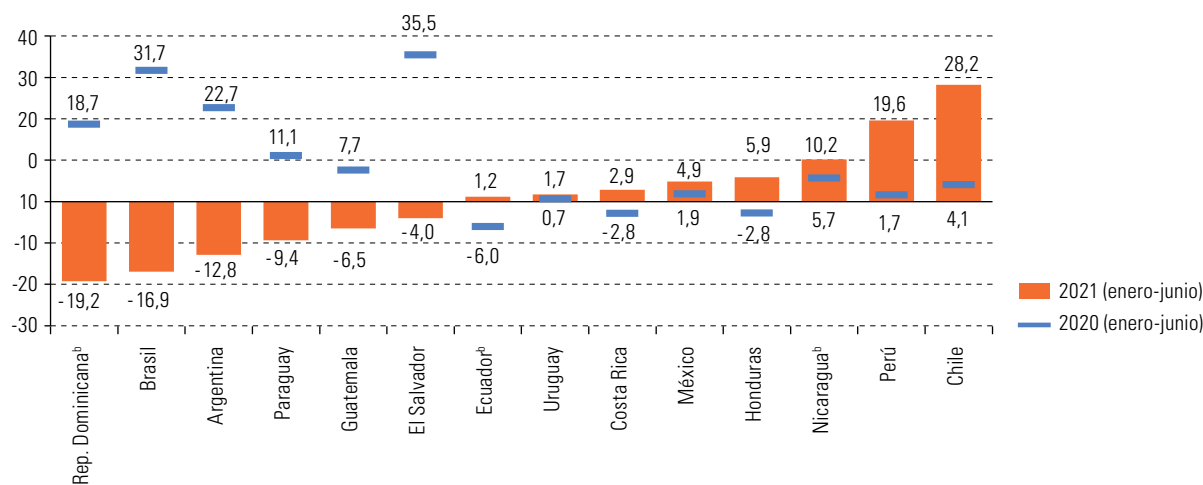
## 2. Según las proyecciones oficiales, en general, se prevé una contracción de las erogaciones públicas

El gasto público desempeñó un papel central en la respuesta a la pandemia de COVID-19 durante 2020. La crisis expuso las grandes brechas estructurales de la región, incluidas la fragmentación de los sistemas de protección social y la debilidad de los estabilizadores automáticos. Los países requirieron compensar estas lagunas, y para ello realizaron considerables esfuerzos dirigidos a fortalecer los sistemas de salud pública, apoyar a las familias y proteger la estructura productiva (CEPAL, 2021a). Las acciones que se emprendieron conllevaron un fuerte crecimiento del gasto primario, lo que proporcionó un impulso significativo y palió en parte la contracción del producto. En contraste con 2020, en el primer semestre de 2021 se observa una dinámica opuesta, con tasas de crecimiento negativas (véase el gráfico I.42). No obstante, en algunos países se observa una expansión importante del gasto primario, particularmente en Chile, Nicaragua y el Perú.

En este contexto, se prevé que las erogaciones totales en América Latina y sus subregiones se contraigan en 2021 (véase el gráfico I.43). Esta caída se debería, principalmente, a la disminución del gasto corriente primario —compuesto por erogaciones en sueldos y salarios, bienes y servicios y transferencias corrientes, entre otras—, que fue el principal componente del gasto que se expandió en respuesta a la pandemia en 2020. Por su parte, los gastos de capital y los pagos de intereses se mantendrían relativamente estables. Resulta importante subrayar que estas proyecciones se basan en escenarios que consideran una reducción progresiva de las demandas de acciones del sector público para afrontar la pandemia. En este sentido, varios países de América Latina han anunciado nuevos planes de emergencia, equivalentes al 2,2% del PIB, frente a la persistencia de la pandemia. Estos paquetes de medidas incluyen el reforzamiento de los sistemas de salud y la mantención de mecanismos de alivio para familias vulnerables, así como para microempresas y pequeñas y medianas empresas (mipymes). No obstante, la incidencia de estos esfuerzos en el gasto total no es lineal y, en varios casos, pueden coexistir con una contracción del presupuesto del gobierno central, como resultado de reasignaciones presupuestarias y recortes en otros programas, entre otros factores.

**Gráfico I.42**

América Latina (14 países): variación interanual del gasto primario a precios constantes, enero-junio de 2020 y 2021<sup>a</sup>  
 (En porcentajes)



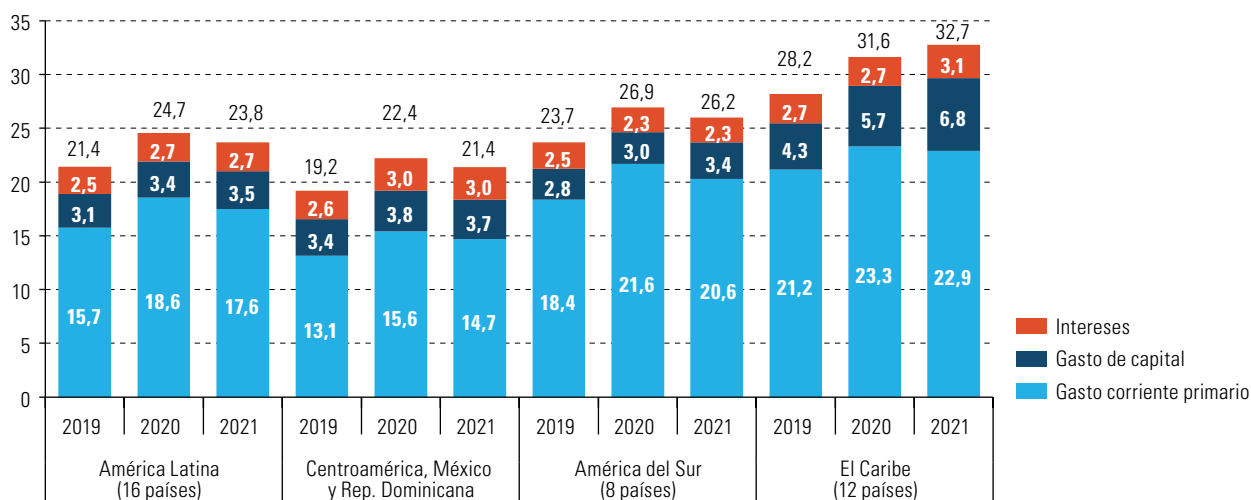
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> En los casos de la Argentina y México, las cifras corresponden a la administración pública nacional y al sector público federal, respectivamente.

<sup>b</sup> Las cifras corresponden al período enero-mayo.

**Gráfico I.43**

América Latina (16 países)<sup>a</sup> y el Caribe (12 países)<sup>b</sup>: composición del gasto total del gobierno central, por componentes, 2019-2021<sup>c</sup>  
 (En porcentajes del PIB)



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

**Nota:** Debido al redondeo, la suma de las cifras puede no coincidir con el total.

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

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

<sup>c</sup> Promedios simples. Las cifras de 2021 corresponden a estimaciones oficiales o presupuestos. Las cifras de los siguientes países corresponden a las coberturas institucionales que se indican: Argentina, administración pública nacional; Barbados, sector público no financiero; México, sector público federal; Perú, gobierno general, y Saint Kitts y Nevis, gobierno federal.

La reducción prevista del gasto corriente primario se debe principalmente a la evolución de las transferencias corrientes y los subsidios. Estas erogaciones registraron un alza importante en 2020 y representaron la gran mayoría del incremento del gasto total, como resultado de programas transitorios de transferencias monetarias para apoyar el consumo de las familias, particularmente las más vulnerables, y para cubrir una porción del pago de la nómina de empresas del sector formal<sup>31</sup>. Estos programas en general consideraron un período de vigencia establecido, lo que implica un retiro programado del gasto en el tiempo. No obstante, como se resaltó anteriormente, la dinámica de las transferencias corrientes y los subsidios, con vistas al cierre del año, dependerá de las condiciones epidemiológicas, macroeconómicas y fiscales de cada país.

En concordancia con lo anterior, se observa una contracción relativamente generalizada de las erogaciones por transferencias corrientes y subsidios en América Latina (véase el cuadro I.13). A pesar de esta contracción, en muchos casos estos gastos siguen estando por encima de los valores de 2019, debido en parte a la continuidad de ciertos programas emprendidos en 2020. En contraste con esta tendencia general, se observa una expansión de los gastos en transferencias corrientes en varios países. En Chile, destaca el dinamismo que ha significado el fortalecimiento del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) —con mayor cobertura y un incremento del valor del subsidio—, así como el nuevo Bono Clase Media (DIPRES, 2021a). De forma similar, en el Perú las transferencias corrientes fueron impulsadas en parte por la entrega de subsidios a las familias más vulnerables en las regiones del país con restricciones sanitarias más rígidas (Ministerio de Economía y Finanzas, 2021a).

### Cuadro I.13

América Latina (14 países): variación interanual y nivel de las erogaciones por concepto de transferencias corrientes y subsidios a precios constantes, enero-junio de 2019, 2020 y 2021<sup>a</sup>  
*(En porcentajes e índice: enero-junio de 2019 a precios constantes=100)*

País	Variación interanual		Nivel (índice)		
	2020 respecto de 2019	2021 respecto de 2020	2019	2020	2021
Argentina	32,2	-16,8	100	132	110
Brasil	35,1	-15,7	100	135	114
Chile	7,9	42,8	100	108	154
Costa Rica	0,1	-5,4	100	100	95
Ecuador <sup>b</sup>	5,9	-0,4	100	106	105
El Salvador	94,9	-17,7	100	195	160
Guatemala	11,5	-22,6	100	112	86
Honduras	4,9	2,9	100	105	108
México	0,6	2,1	100	101	103
Nicaragua <sup>b</sup>	15,5	6,5	100	115	123
Paraguay	34,9	-21,7	100	135	106
Perú	31,7	10,2	100	132	145
República Dominicana <sup>b</sup>	34,7	-9,7	100	135	122
Uruguay	1,5	-1,5	100	102	100

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

<sup>a</sup> En los casos de la Argentina y México, las cifras corresponden a la administración pública nacional y al sector público federal, respectivamente.

<sup>b</sup> Las cifras corresponden al período enero-mayo.

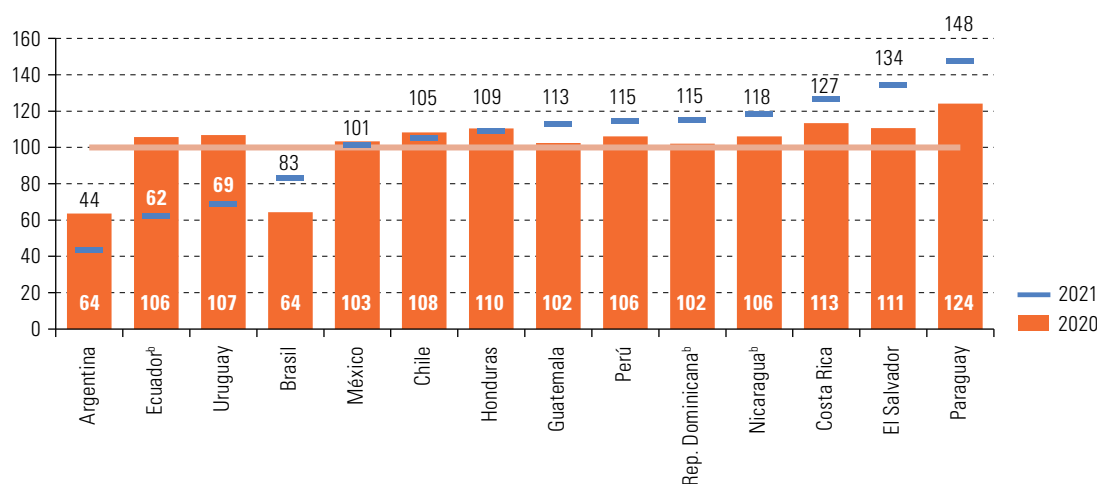
<sup>31</sup> Resulta importante señalar que en algunos países las transferencias del gobierno central a otras entidades públicas son relevantes.

Se proyecta un leve aumento de los gastos de capital en América Latina, principalmente por la evolución de estas erogaciones en América del Sur (véase el gráfico I.43). Varios países han incorporado nuevos programas de inversión pública en su planificación presupuestaria de 2021 con el fin de crear empleo y promover el crecimiento económico. Como reflejo de esta intencionalidad, los gastos de capital se han acelerado de forma importante en la primera mitad del año en varios países, incluidos la Argentina, Chile, Costa Rica, el Ecuador, México, Nicaragua y el Perú. En Chile, destaca el avance de los proyectos vinculados con el plan de reactivación, así como transferencias de capital para proyectos de vivienda (DIPRES, 2021a). En Nicaragua este resultado refleja el significativo crecimiento en lo referente a obras públicas y construcciones en el primer trimestre de 2021, impulsado principalmente por la alta ejecución de proyectos de transporte (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2021). En el Perú la ejecución de inversión pública en el primer semestre alcanzó su récord histórico, como reflejo del efecto de base producido por la paralización de obras en 2020, la puesta en marcha de proyectos del programa Arranca Perú y los esfuerzos para capacitar a las autoridades de todos los niveles de gobierno a fin de facilitar el cumplimiento del plan de inversión (Ministerio de Economía y Finanzas, 2021a).

Se prevé que los pagos de intereses se mantengan estables, con respecto al PIB, en 2021. Sin embargo, este promedio oculta una alta heterogeneidad de resultados en los distintos países. Como se observa en el gráfico I.44, los pagos de intereses están ejerciendo una presión mayor sobre las cuentas públicas en los primeros meses de 2021. En la mayoría de los países esta dinámica se explica por el aumento de la deuda pública en 2020, sumado a factores exógenos tanto financieros (tasas de interés) como cambiarios. No obstante, destaca la contracción de los pagos de intereses en la Argentina y el Ecuador —con respecto tanto al nivel de 2020 como de 2019—, como resultado de las reestructuraciones de deuda acordadas con sus acreedores en 2020.

**Gráfico I.44**

América Latina (14 países): nivel de los pagos de intereses a precios constantes, enero–junio de 2020 y 2021<sup>a</sup>  
 (Índice: enero–junio de 2019 a precios constantes=100)



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

<sup>a</sup> En los casos de la Argentina y México, las cifras corresponden a la administración pública nacional y al sector público federal, respectivamente.

<sup>b</sup> Las cifras corresponden al período enero–mayo.

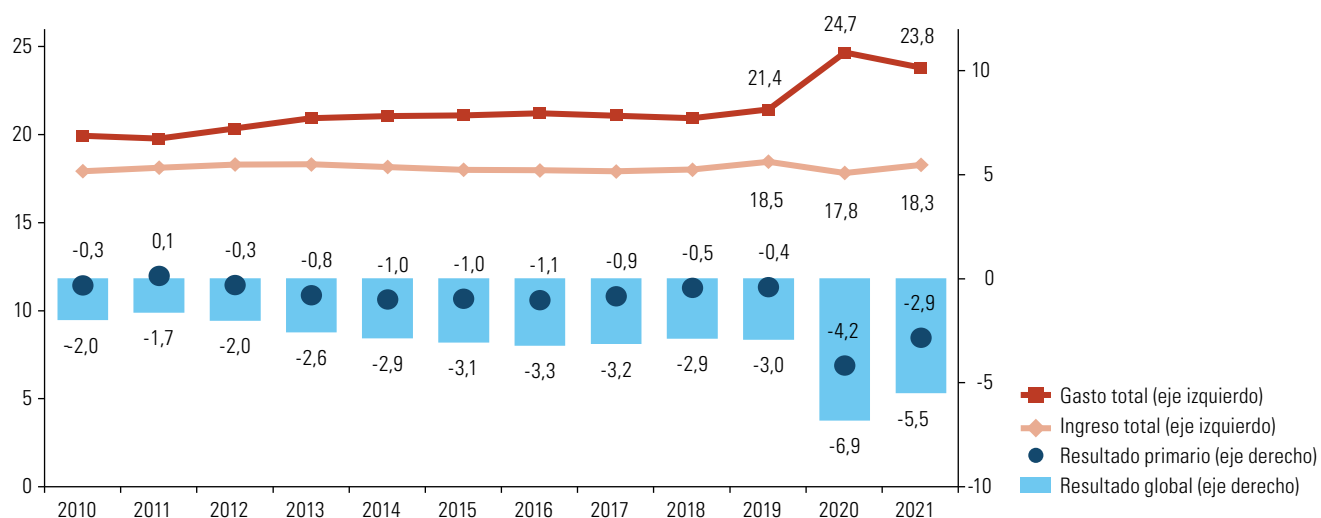
En el Caribe se proyecta que el gasto total aumente en 2021, en comparación con 2020, impulsado principalmente por mayores gastos de capital. La mayoría de los países de la subregión han presupuestado un incremento de sus planes de inversiones públicas, apuntando a la creación de empleo y la reactivación de la actividad económica. Por ejemplo, en San Vicente y las Granadinas destacan las erogaciones relacionadas con el proyecto

de infraestructura de comunicación regional del Caribe, el programa de formación y apoyo al empleo y el proyecto de renovación portuaria (Ministerio de Finanzas, Planificación Económica y Tecnología de la Información, 2021). Los pagos de intereses también se incrementarían, en concordancia con el aumento de la deuda pública observado en 2020. Por otra parte, se prevé una reducción del gasto corriente primario, liderada por menores gastos asociados con transferencias corrientes y subsidios. No obstante, en el primer trimestre se observa un crecimiento importante de las transferencias monetarias. Por ejemplo, en las Bahamas las prestaciones de bienestar social se duplicaron (al presentar un aumento del 110,9%), en el marco de los programas establecidos para responder a la pandemia (Banco Central de las Bahamas, 2021).

### 3. Los balances fiscales en América Latina mejorarían en un contexto de mayores ingresos públicos y una contracción del gasto total

El aumento de los ingresos públicos y la disminución de los gastos totales tendrían efectos en el comportamiento de los balances fiscales. Se prevé que estos, después de haber alcanzado el déficit global más pronunciado desde 1950, registren una mejora significativa en 2021. Al cierre del año se espera que el resultado global promedio de los países de América Latina alcance un  $-5,5\%$  del PIB, en comparación con un  $-6,9\%$  del PIB en 2020 (véase el gráfico I.45). Al mismo tiempo, el resultado primario se ubicaría en un  $-2,9\%$  del PIB, frente a un  $-4,2\%$  del PIB en 2020. Aunque de menor magnitud que los del año anterior, estos déficits todavía implicarían importantes presiones para el financiamiento de las operaciones de los gobiernos centrales y para cubrir el servicio de la deuda pública. Adicionalmente, el déficit primario continúa incidiendo de forma negativa en la dinámica de la deuda pública, si bien el repunte del crecimiento económico atenuaría la trayectoria de esta en 2021.

**Gráfico I.45**  
 América Latina (16 países)<sup>a</sup>: indicadores fiscales del gobierno central, 2010-2021<sup>b</sup>  
 (En porcentajes del PIB)



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

**Nota:** Debido al redondeo, la suma de las cifras puede no coincidir con el total.

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

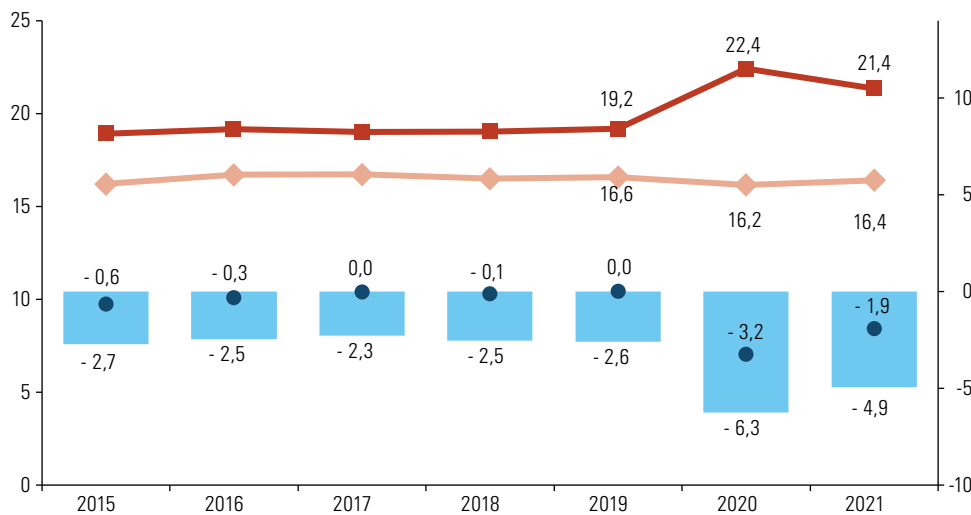
<sup>b</sup> Promedios simples. Las cifras de 2021 corresponden a estimaciones oficiales o presupuestos. En los casos de la Argentina, México y el Perú, las cifras corresponden a la administración pública nacional, el sector público federal y el gobierno general, respectivamente.

Las tendencias observadas para América Latina en su conjunto se replican a nivel subregional, aunque con ciertos matices. En el grupo de países conformado por Centroamérica, México y la República Dominicana los resultados global y primario en promedio se mantendrían con déficits de menor magnitud que los que se esperan para los países de América del Sur (véase el gráfico I.46). Aunque el resultado global mejoraría en una medida similar en ambas subregiones (1,4 puntos porcentuales del PIB), el repunte más fuerte esperado de los ingresos totales en América del Sur, en el que destaca el incremento de los ingresos fiscales provenientes de recursos naturales no renovables, compensaría la menor reducción esperada del gasto público. En ambos, casos estos déficits globales conllevan necesidades de financiamiento importantes, pero el acceso a financiamiento en términos favorables no es igual para los distintos países, lo que ha generado mayores presiones para ajustar las cuentas públicas en algunos de ellos.

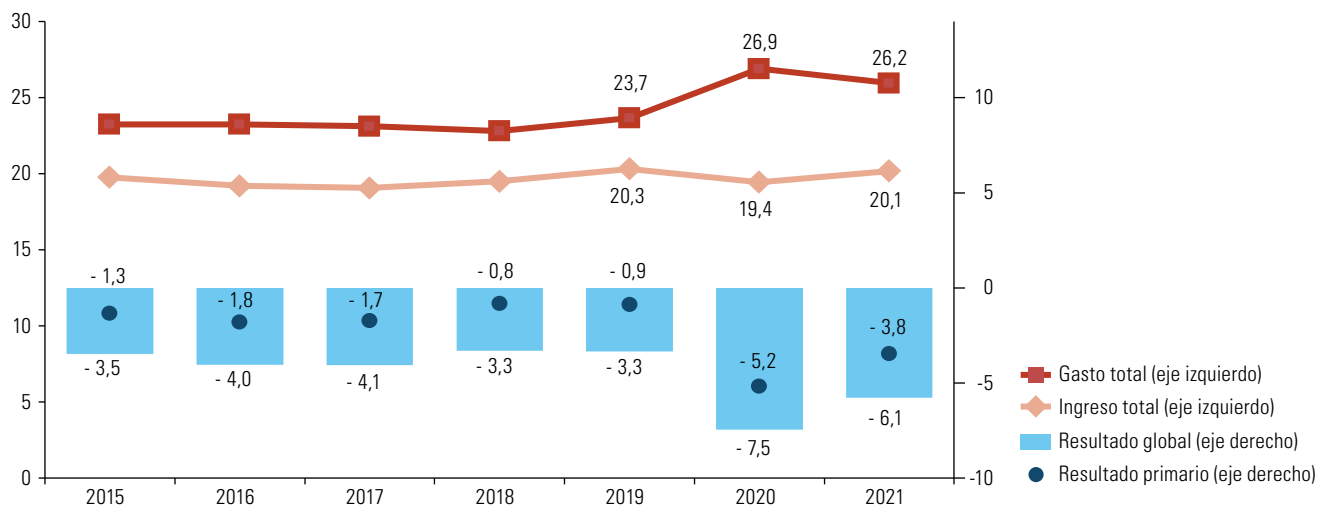
**Gráfico I.46**

América Latina: indicadores fiscales del gobierno central, por subregión, 2015–2021<sup>a</sup>  
 (En porcentajes del PIB)

**A. Centroamérica (6 países)<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:** Debido al redondeo, la suma de las cifras puede no coincidir con el total.

<sup>a</sup> Promedios simples. Las cifras de 2021 corresponden a estimaciones oficiales o presupuestos. En los casos de la Argentina, México y el Perú, las cifras corresponden a la administración pública nacional, el sector público federal y el gobierno general, respectivamente.

<sup>b</sup> Los países incluidos son: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

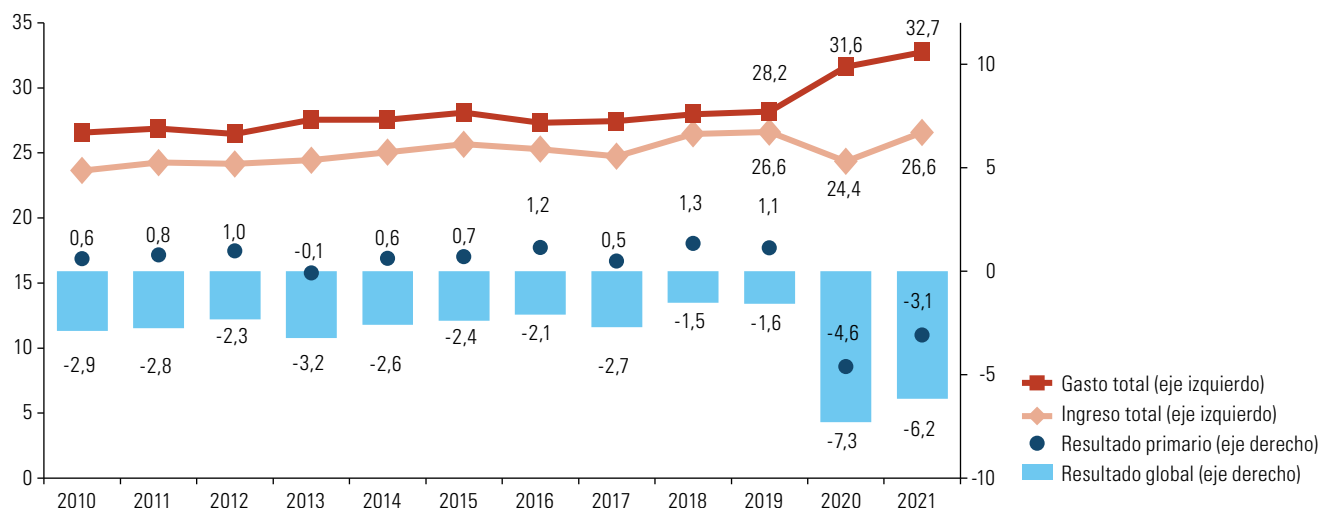
<sup>c</sup> Los países incluidos son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.



Se prevé que las cuentas fiscales del Caribe registren déficits menores en 2021 debido a un repunte de los ingresos públicos (véase el gráfico I.47). No obstante, el crecimiento de los gastos totales —vinculado en buena medida a programas de inversión pública para crear empleo e impulsar el crecimiento económico— implicaría que los déficits fiscales se mantuvieran elevados. El déficit primario estimado para el año, aunque menor que el observado en 2020, representa un desafío importante en el esfuerzo por contrarrestar la dinámica de la deuda pública. Adicionalmente, el elevado déficit del balance global conllevaría necesidades brutas de financiamiento considerables en un contexto más complejo para conseguir financiamiento en términos favorables.

**Gráfico I.47**

El Caribe (12 países)<sup>a</sup>; indicadores fiscales del gobierno central, 2010–2021<sup>b</sup>  
 (En porcentajes del PIB)



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

**Nota:** Debido al redondeo, la suma de las cifras puede no coincidir con el total.

<sup>a</sup> Los países incluidos son: 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> Promedios simples. Las cifras de 2021 corresponden a estimaciones oficiales o presupuestos. En los casos de Barbados y Saint Kitts y Nevis las cifras corresponden al sector público no financiero y el gobierno federal, respectivamente.

## 4. La deuda pública se mantiene en niveles históricamente altos

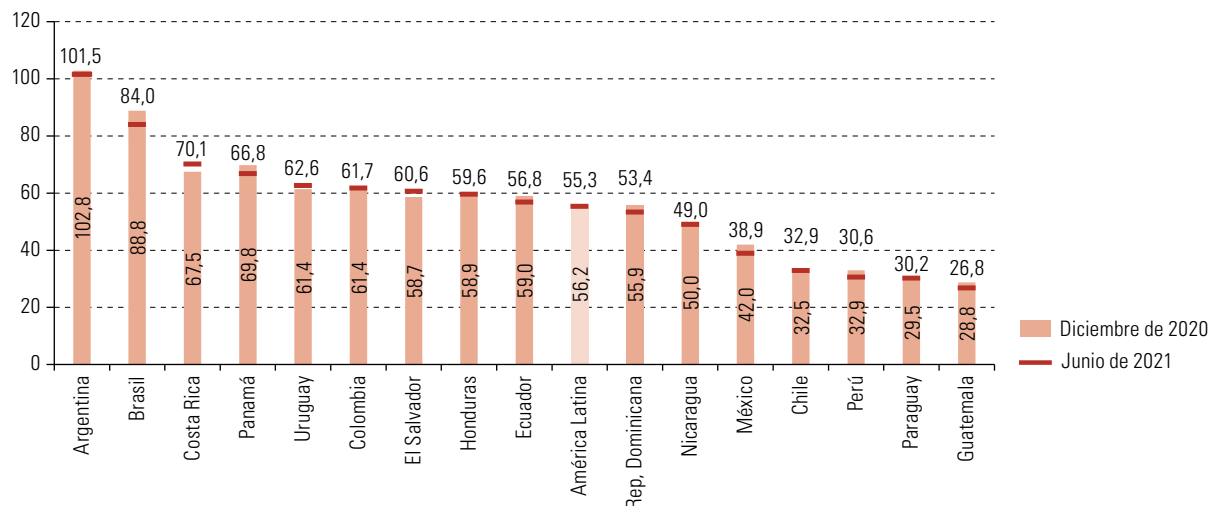
Los rebotes de la pandemia han aumentado la incertidumbre respecto a la magnitud del incremento de la deuda pública en el mediano plazo y las presiones sobre las cuentas fiscales se han mantenido durante los primeros meses de 2021. Las condiciones favorables de los mercados internacionales han permitido a aquellos países con grado de inversión emitir deuda soberana no solo con el objeto de financiar los paquetes fiscales asociados al COVID-19, sino también para refinanciar deuda por vencer a tasas más bajas, extendiendo los plazos de los servicios de la deuda pública, lo que ha impulsado a muchos países de la región a realizar una gestión activa de su portfolio de deuda.

Sobre la base de datos oficiales preliminares, en junio de 2021 la deuda pública bruta del gobierno central en América Latina alcanzó un promedio del 55,3% del PIB (véase el gráfico I.48). En cuanto a las subregiones, los niveles de endeudamiento público de América del Sur y del grupo formado por Centroamérica, México y la República Dominicana al segundo trimestre de 2021 alcanzaron un 57,5% y un

53,2% del PIB, respectivamente. Entre los países, la Argentina presentó un nivel de endeudamiento público del 101,5% del PIB (al primer trimestre de 2021), seguida del Brasil, con un 84,0% del PIB, Costa Rica, con un 70,1% del PIB, y Panamá, con un 66,8% del PIB. Por el contrario, los países con menores niveles de deuda pública son Guatemala, con un 26,8% del PIB, y el Paraguay y el Perú, con un 30,2% y un 30,6% del PIB, respectivamente.

**Gráfico I.48**

América Latina (16 países): deuda pública bruta del gobierno central, diciembre de 2020 y junio de 2021<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> En los casos de la Argentina, Chile, Honduras, Nicaragua y el Perú, se presentan cifras a marzo de 2021. Las cifras del Brasil corresponden al gobierno general.

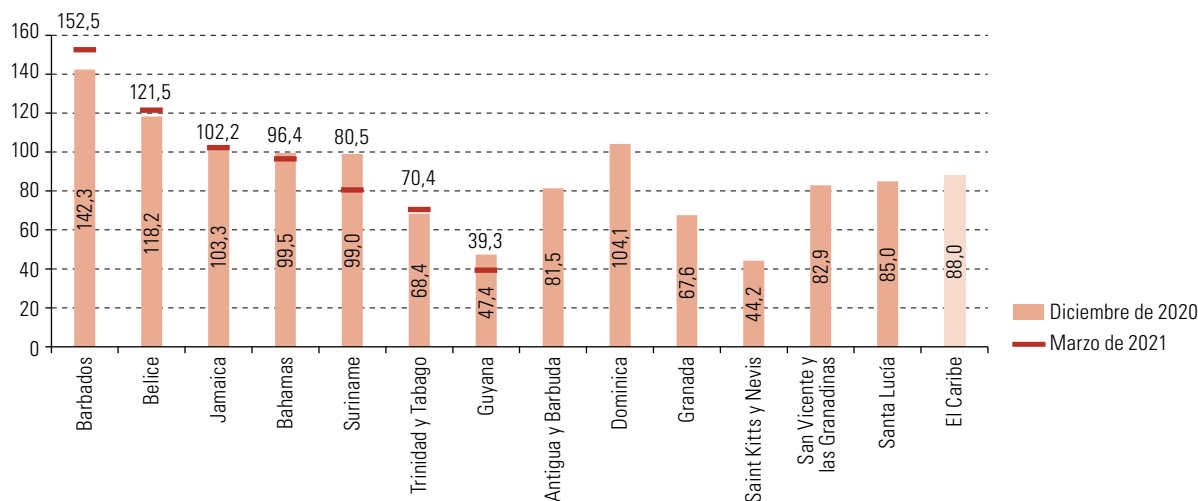
En el Caribe, la deuda pública bruta del gobierno central de algunos países se ubica en niveles sustancialmente elevados (véase el gráfico I.49). De estos países, Barbados presentó el mayor nivel de deuda de la subregión, con un 152,5% del PIB, seguido de Belice, con un 121,5% del PIB, Jamaica, con un 102,2% del PIB, y las Bahamas, con un 96,4% del PIB. En 2020 el nivel de endeudamiento de la mayoría de los países del Caribe se incrementó significativamente, alcanzando en promedio un 88,0% del PIB, frente a un 70,6% del PIB en 2019. Los países de la subregión han financiado los costos asociados a la crisis del COVID-19 principalmente a través de préstamos provenientes de organismos multilaterales e incluso de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda en el caso de aquellas economías con menores ingresos<sup>32</sup>.

La acumulación de la deuda pública depende de un conjunto de factores internos y externos, como el déficit fiscal primario, la tasa de crecimiento del producto, la tasa de interés implícito y el tipo de cambio. En este sentido, en los países de América Latina la composición según tipo de moneda y residencia del acreedor desempeña un papel importante en la dinámica de la deuda pública. Como se observa en el gráfico I.50, en varios países una parte importante de la deuda pública se encuentra denominada en dólares. Los países con endeudamiento principalmente en moneda nacional son Chile, Colombia y Costa Rica, que presentan bajos niveles de endeudamiento con el sector externo y mantienen una participación de la deuda denominada en dólares menor que el 40%.

<sup>32</sup> La Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda es patrocinada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial y los países miembros del Grupo de los 20 (G20).

**Gráfico I.49**

El Caribe (13 países): deuda pública bruta del gobierno central, diciembre de 2020 y marzo de 2021<sup>a</sup>  
 (En porcentajes del PIB)

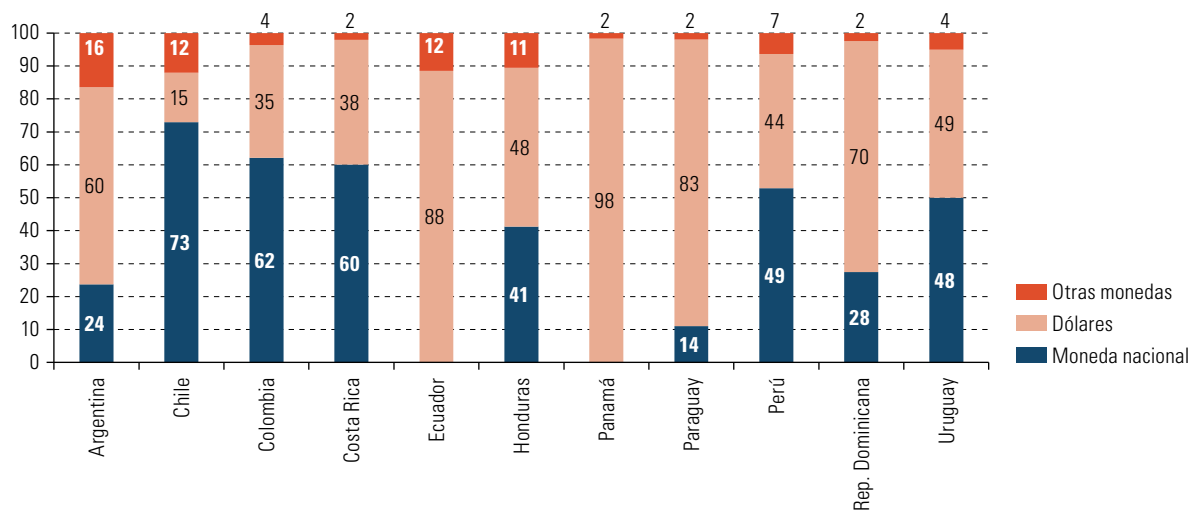


**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> En los casos de Guyana y Jamaica, la cobertura corresponde al sector público.

**Gráfico I.50**

América Latina (11 países): deuda pública bruta de los gobiernos centrales por tipo de moneda, junio de 2021<sup>a,b</sup>  
 (En porcentajes del total)



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

<sup>a</sup> En los casos de la Argentina, Chile, Costa Rica, Honduras y el Uruguay, la deuda pública corresponde al gobierno central; en el caso de Colombia, al gobierno nacional central; en los casos del Ecuador, Panamá, el Paraguay y el Perú, al sector público, y en el caso de la República Dominicana, al sector público no financiero.

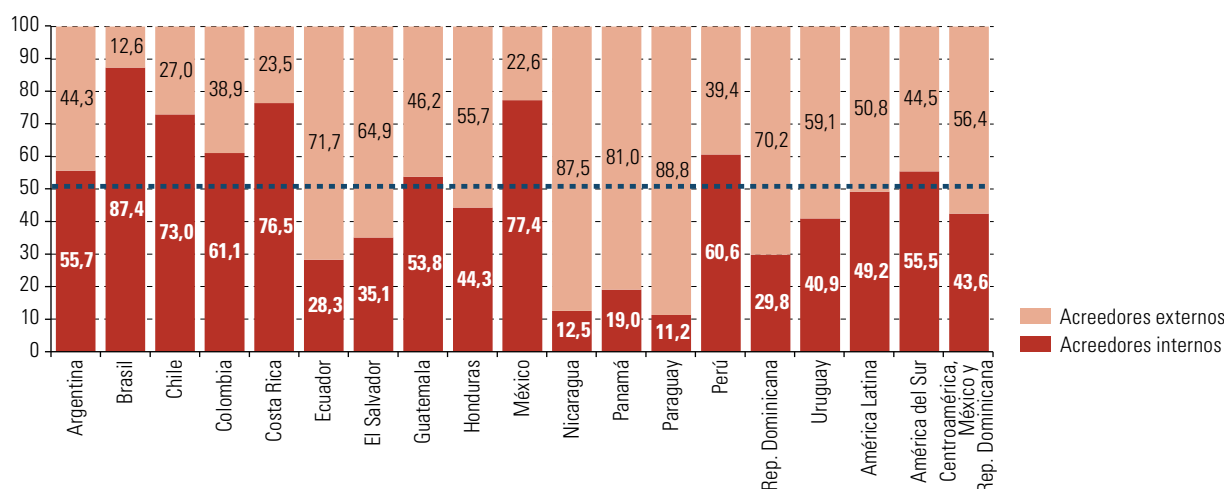
<sup>b</sup> Las cifras de la Argentina, Chile, Honduras y el Perú corresponden a marzo de 2021.

Otro factor importante es la composición de la deuda pública del gobierno central clasificada por residencia del acreedor. Esto ha tomado particular relevancia en los últimos años, lo que se ha reflejado en los acuerdos entre países de la región y sus acreedores para reestructurar su deuda o lograr un alivio en el servicio de la deuda. Pueden mencionarse como ejemplos los recientes acuerdos firmados por la Argentina y el Ecuador, así como los concluidos en Barbados y Suriname. Como se observa en el gráfico I.51, ocho países cuentan con un nivel de deuda pública con acreedores internos superior al 50% de su deuda pública bruta total.

**Gráfico I.51**

América Latina (16 países): deuda pública bruta del gobierno central y promedios subregionales por residencia del acreedor, junio de 2021<sup>a b</sup>

(En porcentajes del total)



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

<sup>a</sup> En el caso del Brasil, las cifras corresponden al gobierno general.

<sup>b</sup> En los casos de la Argentina, Chile, Honduras, Nicaragua y el Perú, las cifras corresponden a marzo de 2021.

## 5. Desde la llegada de la pandemia a la región, las autoridades monetarias han adoptado un enfoque pragmático para impulsar políticas expansivas, pero el espacio para mantener este tipo de políticas durante el proceso de recuperación podría estar disminuyendo

La pandemia generada por el COVID-19 ha desencadenado una crisis sin precedentes en la historia moderna de la región. Se trata de una crisis de naturaleza muy particular, pues, si bien comenzó como un choque de demanda externa, las medidas de distanciamiento físico y de restricciones a la movilidad que se adoptaron para combatir la propagación del virus en la región desencadenaron un prolongado choque de oferta que ha afectado de manera significativa el funcionamiento de muchos sectores productivos y, sin

duda, de los mercados laborales de la región. Esta crisis ha venido acompañada de importantes fluctuaciones en los precios de los bienes primarios como la energía en los mercados financieros internacionales, lo que ha creado un ambiente de elevada incertidumbre y volatilidad.

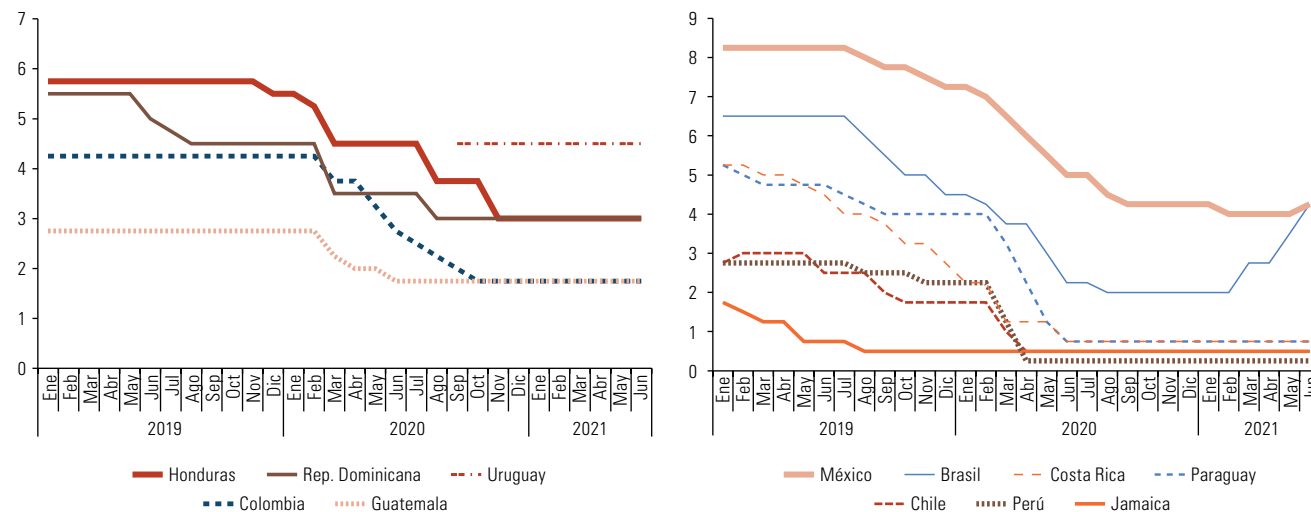
En un entorno como el descrito, los gestores de políticas públicas de la región centraron sus esfuerzos primero en preservar vidas y después en evitar el colapso de las economías. Se adoptaron políticas fiscales y monetarias expansivas para atender la emergencia sanitaria y sostener la demanda agregada interna. Al mismo tiempo, se ha recurrido a un manejo activo de las normas macroprudenciales para evitar que las condiciones macroeconómicas se traduzcan en un profundo deterioro de los balances de las instituciones financieras, que pueda desencadenar una crisis financiera y atentarse contra el buen funcionamiento del sistema de pagos. Con los cambios en la normativa macroprudencial (incluido el fortalecimiento de la regulación de los flujos de capitales) también se buscaba mantener la estabilidad macrofinanciera en un ambiente altamente volátil, tratando de aminorar el impacto de los crecientes riesgos sistémicos sobre el desempeño de las economías de la región. La necesidad de acometer estas políticas expansivas y el alto grado de incertidumbre llevaron a las autoridades de la región a fortalecer su posición de liquidez internacional. Sin embargo, el principal reto de las autoridades monetarias en 2021 ha sido tratar de preservar el espacio con el que cuentan a fin de sostener políticas expansivas para impulsar un proceso de recuperación transformadora en las economías de América Latina y el Caribe.

## 6. La reducción experimentada por la inflación en 2020 permitió a los bancos centrales de la región adoptar medidas convencionales y no convencionales para estimular la demanda agregada, pero el reciente aumento de la inflación ha reducido el espacio para sostener estas políticas y, en algunos países, las tasas de política se han incrementado en 2021

Durante 2020, la mayoría de los bancos centrales de la región ajustaron la tasa de política monetaria a la baja para estimular la alicaída actividad económica producto de la pandemia. Los bajos niveles de inflación y las menores perspectivas de crecimiento llevaron a que los bancos centrales que usan este instrumento como principal herramienta la redujeran. De hecho, más de la mitad de los bancos centrales de la región que usan la tasa de política monetaria como su principal instrumento la recortaron tres veces durante 2020. Se destacan los casos de Colombia y México, que bajaron la tasa en siete ocasiones, y el del Brasil, que la redujo en cinco oportunidades. Las tasas de política monetaria alcanzaron un mínimo histórico en 10 de los 12 países que usan este instrumento, y en los casos de Chile y el Perú casi llegaron a cero (0,5% y 0,25%, respectivamente). Jamaica fue el único país de este grupo que no redujo la tasa de política monetaria, pues ya se encontraba en un nivel bajo (0,5%) (véase el gráfico I.52).

Gráfico I.52

América Latina y el Caribe (países seleccionados): tasa de política monetaria, enero de 2019 a junio de 2021  
 (En porcentajes)



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

Los bajos niveles alcanzados por las tasas de política monetaria, el aumento registrado por la inflación entre mayo de 2020 y junio de 2021, y la apreciación que se ha observado en el dólar en este período han limitado el espacio para seguir reduciendo las tasas de política. De hecho, mientras que en los casos de Colombia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, Jamaica, el Paraguay, el Perú, la República Dominicana y el Uruguay las tasas de referencia de la política monetaria no se han modificado desde noviembre de 2020, en el Brasil y México se incrementaron en el primer semestre de 2021, y en Chile se aumentaron en julio del mismo año<sup>33</sup>. Las autoridades de los bancos centrales del Brasil, Chile y México han tomado en cuenta las presiones que ha puesto sobre los precios la disparidad de recuperación que muestran la oferta de bienes y servicios y el consumo: mientras la oferta sigue estando limitada por problemas en las cadenas de suministro y por el alza en el precio del combustible, la recuperación en la actividad y los impulsos fiscales han redundado en un incremento del consumo desde el tercer trimestre de 2020, que podría estimular una mayor inflación.

<sup>33</sup> El 4 de septiembre de 2020, el Banco Central del Uruguay (BCU) adoptó nuevamente una política monetaria con objetivo de inflación y comenzó a utilizar la tasa de política monetaria como tasa de referencia, que no se ha modificado desde esa fecha.

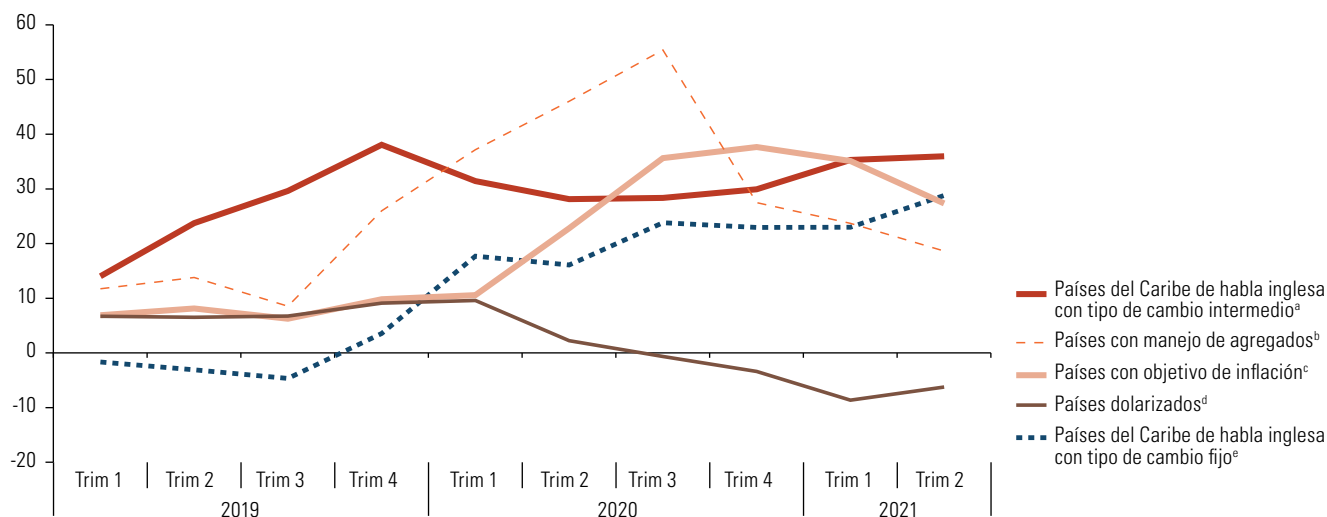
## 7. Tras un acelerado ritmo de expansión de los agregados monetarios en 2020, este dinamismo se ha moderado en 2021

La mayoría de los países presentaron en 2020 un crecimiento tanto en la base monetaria como en los agregados M1 y M2, lo que da cuenta de los esfuerzos de las autoridades para proveer liquidez a las economías y así estimular la demanda interna. Estos esfuerzos comenzaron en marzo de 2020 y se siguen observando hasta el segundo trimestre del presente año en la mayoría de las agrupaciones de países (véase el gráfico I.53). Sin embargo, la tasa de crecimiento de la base monetaria presenta una disminución considerable desde el tercer trimestre en los países en que el manejo de agregados monetarios es el principal instrumento de política (la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Haití y Nicaragua). La desaceleración en la velocidad de expansión de la base monetaria también se aprecia en el Caribe y en los países con objetivos de inflación, aunque al segundo trimestre de 2021 estas tasas de aumento continúan siendo más altas que al comienzo de la crisis sanitaria.

### Gráfico I.53

Grupos de países seleccionados: base monetaria, primer trimestre de 2019 a segundo trimestre de 2021

(Tasa de variación interanual)



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

<sup>a</sup> Guyana, Suriname y Trinidad y Tabago.

<sup>b</sup> Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Haití y Nicaragua.

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

<sup>d</sup> Ecuador, El Salvador y Panamá.

<sup>e</sup> Bahamas, Barbados y Belice.

Por su parte, la agrupación de países dolarizados ha mostrado, en promedio, una caída en la variación interanual de la base monetaria desde el primer trimestre de 2020 y en el tercer trimestre de ese año ha llegado a un decrecimiento que se ha mantenido en 2021. El hecho de que este grupo de países necesite un aumento en las divisas para poder expandir la base monetaria dificulta la posibilidad de impulsar una política monetaria más expansiva.

Para expandir la liquidez, los bancos centrales han recurrido a reducciones en las tasas de encaje legal y han realizado compras significativas de títulos en poder del sistema financiero. Por otra parte, el mayor financiamiento otorgado al sector público también ha significado un aumento considerable de los agregados monetarios.

En el caso de la República Bolivariana de Venezuela, que no se incluye en las agrupaciones antes mencionadas, las variaciones de la base monetaria se movieron en la dirección contraria al resto de la región, ya que desde 2019 la base monetaria del país se ha venido desacelerando para tratar de controlar el proceso hiperinflacionario que se enfrenta. Sin embargo, la base monetaria se mantiene creciendo a tasas interanuales superiores al 1.000%.

## 8. Los impulsos monetarios provocaron una caída de tasas de interés activas a lo largo de la región y una recuperación del crédito durante el segundo trimestre de 2020, pero este efecto se ha diluido en el tiempo

Las tasas de interés activas se redujeron para la gran mayoría de las economías de la región en 2020 respecto del nivel informado al cierre de 2019, y se han observado caídas en los promedios anuales de las tasas activas representativas en 23 de las 26 economías de las que se dispone de información. La reducción promedio fue de 2,4 puntos porcentuales, y solo en los casos del Ecuador, Suriname y Venezuela (República Bolivariana de) se registraron aumentos de las tasas activas. La situación cambió en los primeros cuatro meses de 2021 y las tasas activas se han incrementado en 14 economías de la región, con un alza promedio de 2,2 puntos porcentuales. Sin embargo, pese al aumento reciente que han registrado las tasas en algunos países, en 20 de 26 economías de las que se dispone de información los niveles de abril de 2021 se mantienen más bajos que los observados en diciembre de 2019.

Las medidas adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales de la región para estimular el crédito tuvieron un impacto positivo sobre el crédito real al sector privado en el corto plazo. En el cuadro I.14 se observa cómo el crédito otorgado al sector privado mejoró la tasa de variación en el segundo o tercer trimestre de 2020 en 18 de las 25 economías de las que se cuenta con información. En nueve de esos casos, la tasa de crecimiento se aceleró en el segundo trimestre de 2020, respecto del crecimiento observado en el primer trimestre del mismo año. En siete casos, el crédito interno logró continuar creciendo en el segundo trimestre de 2020, aunque a tasas menores que en el trimestre previo. Para siete economías, si bien el crédito interno se contrajo en términos reales en el segundo trimestre de 2020, las tasas de contracción de dicho trimestre fueron inferiores a las observadas el trimestre anterior. De las economías incluidas en el cuadro I.14, solo en el caso de Suriname la contracción del crédito se acentuó en el segundo trimestre de 2020.

El cuadro I.14 también muestra cómo a partir del tercer trimestre de 2020 este impulso perdió fuerza, posiblemente a causa tanto de impulsos más bajos provenientes de los programas crediticios como de la menor capacidad o disposición de las empresas y personas naturales para seguir endeudándose ante la expectativa de una prolongación de la crisis. Es así como entre el primer y el segundo trimestre de 2021 se observan caídas del crédito real al sector privado en 15 países respecto de los mismos períodos de 2020. Solo Belice, el Brasil, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, el Paraguay, el Perú y Venezuela (República Bolivariana de) registran variaciones interanuales positivas para esta variable en los períodos señalados.



#### Cuadro I.14

América Latina y el Caribe (países seleccionados): variación interanual del crédito interno real al sector privado, primer trimestre de 2020 a segundo trimestre de 2021  
 (En porcentajes)

	2020				2021	
	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre	Primer trimestre	Segundo trimestre
Argentina	-18,6	-11,7	-10,1	-3,6	-1,5	-7,7
Bahamas	-1,8	0,1	0,1	-2,4	-2,5	
Barbados	-5,0	-3,0	-1,6	-1,9	-3,3	-4,1
Belice	11,0	9,4	8,9	7,4	0,6	0,3
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4,5	2,7	1,7	3,6		
Brasil	7,3	8,0	8,8	7,6	8,2	7,8
Chile	7,4	9,4	6,3	1,8	-0,9	
Colombia	6,2	8,3	7,4	1,1		
Costa Rica	-3,2	-0,9	2,1	2,3	2,2	
Ecuador	11,1	6,2	4,1	3,5	3,9	6,9
El Salvador	7,5	7,9	5,5	3,6	2,0	1,0
Guatemala	4,1	5,5	2,1	1,2	0,6	-0,3
Guyana	8,5	8,2	6,4	2,6	-0,3	0,1
Haití	-11,8	-11,6	-14,3	-20,5	-16,3	
Honduras	4,4	5,5	2,9	0,9	-0,3	
México	8,5	2,6	1,1	-3,1	-7,3	
Nicaragua	-15,8	-11,5	-9,9	-9,8	-10,0	
Panamá	2,7	4,7	2,7	0,8	-1,2	
Paraguay	5,1	4,7	6,8	6,2	6,5	7,6
Perú	6,3	10,8	13,8	12,0	8,5	9,3
República Dominicana	8,1	11,8	4,4	0,9	-2,4	-5,4
Suriname	-6,1	-21,8	-21,8	-17,2	-19,5	-11,0
Trinidad y Tabago	3,5	1,1	-0,4	-1,9	-1,9	
Uruguay	4,8	3,9	4,0	2,1	1,1	-0,2
Venezuela (República Bolivariana de)	-66,6	-45,3	-35,0	6,8	44,2	5,2

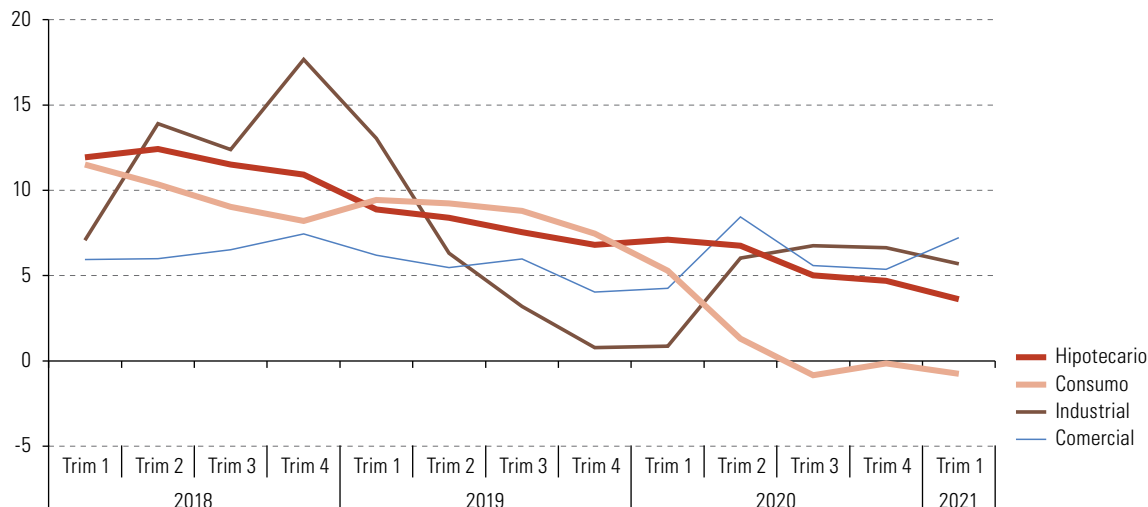
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Las menores tasas de interés activas y los programas de crédito condicionados y dirigidos a empresas se tradujeron en incrementos significativos en el crédito adquirido por los sectores industrial y comercial, que a partir del segundo trimestre de 2020 incrementaron su tasa de crecimiento (véase el gráfico I.54). Este aumento en el crédito no solo se destinó a mantener el flujo de caja y capital de trabajo, sino que también sirvió para el pago de deudas a proveedores y prestamistas, lo que podría explicar por qué el aumento en el crédito no se vio reflejado en un incremento del nivel de actividad.

Otro elemento para destacar del gráfico I.54 es la contracción que experimentó el crédito al consumo a nivel regional desde el tercer trimestre de 2020, lo que puede reflejar tanto la merma en el ingreso de los hogares, dado el importante deterioro de los mercados de trabajo, como la menor capacidad o disposición de aumentar el endeudamiento de las familias.

**Gráfico I.54**

América Latina y el Caribe (25 países): evolución del crédito industrial, comercial, hipotecario y al consumo, promedio de las tasas anualizadas, primer trimestre de 2018 a primer trimestre de 2021 (En porcentajes)



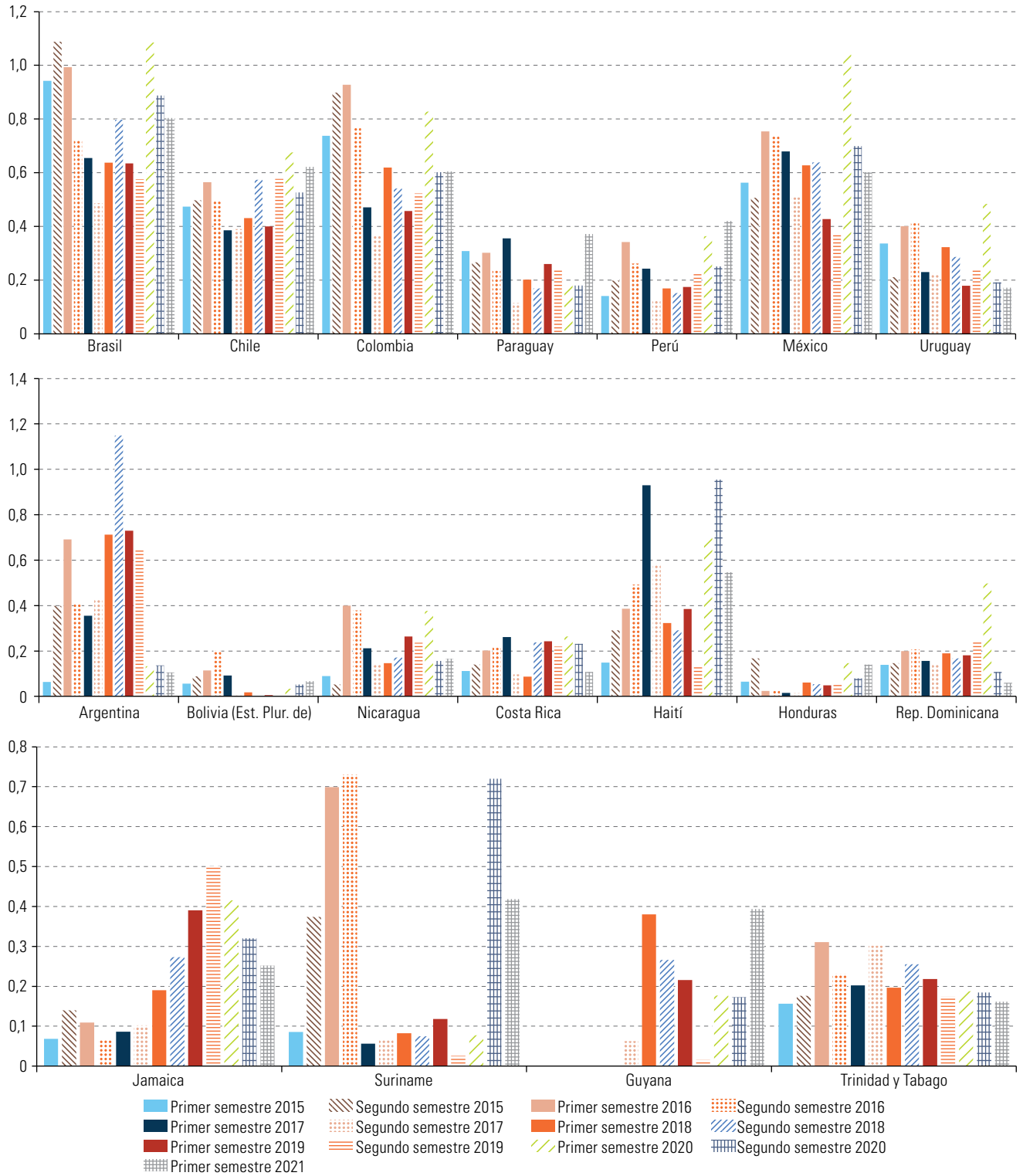
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 9. En 2020, la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales se expresó en significativas fluctuaciones en los tipos de cambio de la región

Durante 2020 se incrementó la volatilidad de las cotizaciones de las monedas de la región respecto de la cotización del dólar, comportamiento que fue especialmente exacerbado en el primer semestre de 2020. En el gráfico I.55 se muestra un indicador semestral de la volatilidad cambiaria entre el primer semestre de 2015 y el primer semestre de 2021, medida como el promedio de la variación interdiaria (en valor absoluto). El indicador para el primer semestre de 2020 suele estar dentro de los mayores observados desde 2015. De hecho, es el mayor registrado en cinco países y está dentro del 25% más elevado en 12 de los 18 países considerados.

**Gráfico I.55**

América Latina y el Caribe (18 países): volatilidad del tipo de cambio nominal, promedio del valor absoluto de las variaciones diarias, primer semestre de 2015 a primer semestre de 2021 (En porcentajes)



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

En este contexto de mayor volatilidad cambiaria, un total de 14 economías de la región registraron depreciaciones de sus monedas en 2020, mientras que 5 registraron una apreciación. La mayor volatilidad se expresó en una dinámica intertrimestral del tipo de cambio muy variada durante 2020: 14 países de la región registraron depreciaciones en el primer trimestre de 2020, mientras que 10 países observaron apreciaciones durante el cuarto trimestre del año (véase el cuadro I.15). Se destacan los casos de las monedas del Brasil, Chile, Colombia y México, que durante el primer trimestre de 2020 promediaron una depreciación del 22,9%, mientras que en el cuarto trimestre de ese año registraron una apreciación del 9,3%. Un caso similar es el de la gourde haitiana, que mientras en el segundo trimestre de 2020 experimentó una depreciación del 16%, en el tercer trimestre de 2020 tuvo una apreciación del 39%.

**Cuadro I.15**

América Latina y el Caribe (países seleccionados): variación del tipo de cambio nominal respecto del dólar, primer trimestre de 2019 a segundo trimestre de 2021  
 (En porcentajes)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Paraguay	Perú	Jamaica	México	Nicaragua	Suriname	Guyana	Trinidad y Tabago	Uruguay	Costa Rica	Haití	Honduras	República Dominicana
Primer trimestre 2019	15,0	1,0	-2,1	-2,0	3,8	-1,5	-2,2	-1,1	0,8	0,3	-0,2	-0,1	3,3	-1,2	8,1	1,0	0,6
Segundo trimestre 2019	-1,9	-1,8	-0,1	0,7	0,1	-0,7	3,9	-1,1	2,0	-1,8	-0,8	-1,4	5,1	-2,8	11,5	0,1	0,5
Tercer trimestre 2019	35,6	8,0	7,4	8,3	2,9	2,3	-0,9	2,7	0,5	0,0	0,0	1,5	5,1	-0,4	2,5	0,5	3,0
Cuarto trimestre 2019	4,0	-3,2	3,3	-5,5	1,3	-1,7	1,7	-4,1	1,4	0,0	0,0	-0,2	1,1	-1,5	0,4	-0,3	1,1
Primer trimestre 2020	7,6	29,3	13,4	23,7	1,5	3,6	2,5	25,1	-0,2	0,8	0,9	-0,1	16,1	1,3	-1,2	0,5	3,0
Segundo trimestre 2020	9,4	5,0	-3,8	-7,6	3,9	3,2	3,6	-2,9	1,5	4,1	0,1	-0,3	-2,6	0,2	16,0	-0,1	6,5
Tercer trimestre 2020	8,1	2,6	-4,5	1,9	2,5	1,7	1,1	-3,8	0,5	71,6	-1,0	0,3	0,8	4,4	-39,0	-0,5	0,4
Cuarto trimestre 2020	10,5	-7,4	-9,4	-10,5	-1,1	0,4	0,2	-9,9	0,7	5,8	1,0	-0,1	-0,7	1,3	-6,7	-2,0	-0,5
Primer trimestre 2021	9,3	8,5	1,2	6,9	-8,7	3,5	2,8	2,6	0,1	0,2	0,4	0,1	4,7	-0,1	18,3	-0,2	-2,2
Segundo trimestre 2021	4,1	-11,8	2,1	2,5	7,0	3,3	3,4	-2,4	0,2	47,8	-0,4	0,2	-1,5	1,2	22,6	-0,6	0,3

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

La volatilidad se ha mantenido elevada en 2021, y en tres países (Guyana, Paraguay y Perú), el indicador de volatilidad del primer semestre del año es el mayor del período analizado, mientras que en los casos de Chile y Honduras, el indicador de ese período está dentro del 25% más elevado observado en estos países. De igual forma, se han registrado depreciaciones de las monedas en 12 países, entre los que se destacan los casos de la Argentina, Colombia, Haití y Suriname, con depreciaciones mayores al 9%. Cuatro países registraron una apreciación de sus monedas en el primer semestre de 2021, y el Brasil y el Paraguay fueron los que presentaron las mayores apreciaciones en este período.

## 10. Desde el inicio de la crisis, el manejo de las reservas internacionales ha sido fundamental para preservar el espacio de la política monetaria y la estabilidad macrofinanciera de las economías de la región

En el contexto de crisis sanitaria y socioeconómica provocada por el COVID-19, y a fin de mantener el espacio para políticas expansivas, las autoridades monetarias de la región pusieron especial énfasis en el manejo de las reservas internacionales para responder de manera pragmática, flexible y rápida a posibles factores desestabilizadores que podrían acentuar la volatilidad cambiaria, impulsar una reversión en los flujos de capital o aumentar la posibilidad de crisis bancarias. Para ello, las autoridades monetarias decidieron fortalecer su posición de liquidez internacional, con lo que las reservas de la región se incrementaron un 4,6% durante 2020, es decir 39.318 millones de dólares en total.

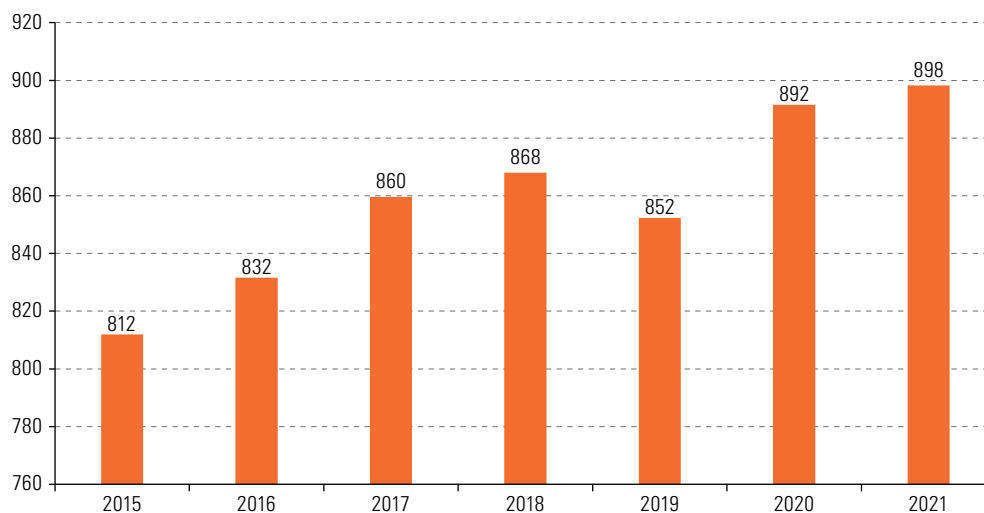
En 2020, 22 de las 32 economías de las que se dispone de información registraron incrementos en sus reservas internacionales, con alzas superiores al 20% en 11 casos. Se destacan países como Barbados, el Ecuador y Panamá, cuyas reservas se incrementaron más de un 70% entre diciembre de 2019 y diciembre de 2020. Por otra parte, en diez países las reservas experimentaron una contracción, destacándose las caídas en siete de los países que emplean los agregados como principal instrumento de política monetaria y en los casos de Antigua y Barbuda, Bolivia (Estado Plurinacional de), Costa Rica y El Salvador, donde las reservas cayeron más del 18%.

El establecimiento de líneas de canje y líneas de liquidez con la Reserva Federal de los Estados Unidos y con instituciones financieras internacionales, así como las emisiones en los mercados voluntarios, fueron algunas de las herramientas empleadas para fortalecer la posición de activos externos de los países.

En lo que va de 2021, las autoridades de la región han tratado tanto de mantener el fortalecimiento de la posición de las reservas internacionales, como de realizar intervenciones en los mercados cambiarios para atenuar la volatilidad cambiaria. Así, en los primeros seis meses del año las reservas de la región crecieron un 0,7% (véase el gráfico I.56), con incrementos en 14 casos y aumentos mayores al 10% en los casos de Chile, Granada, Nicaragua, la República Dominicana y Suriname. En tanto, las reservas se contrajeron en 17 países, con caídas mayores al 10% en Bolivia (Estado Plurinacional de), el Ecuador y Santa Lucía.

**Gráfico I.56**

América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales brutas, 2015-2021<sup>a</sup>  
(En miles de millones de dólares)



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

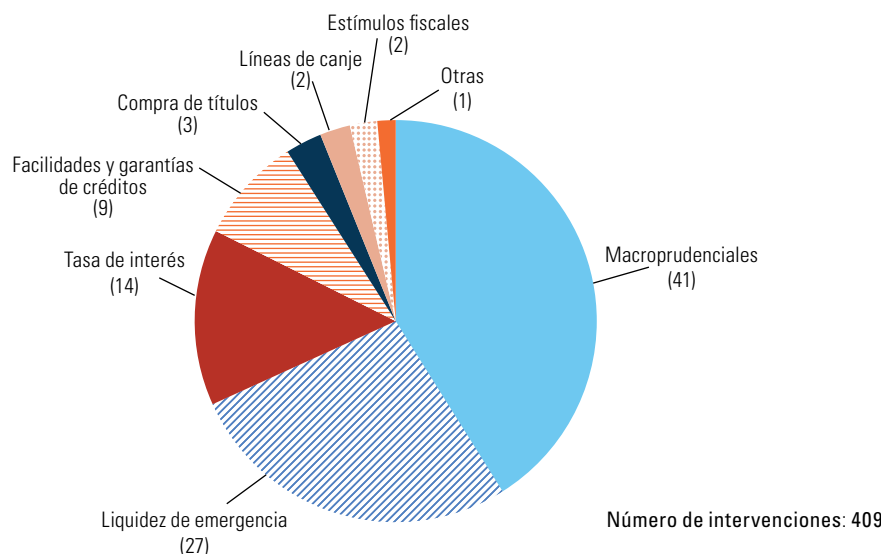
<sup>a</sup> Información disponible al 30 de junio de 2021.

## 11. Las medidas macroprudenciales y de regulación de los flujos de capital se han convertido en uno de los principales instrumentos empleados por las autoridades monetarias de la región para atenuar los riesgos macrofinancieros derivados de la crisis sanitaria, respaldar la postura expansiva de la política económica y atenuar la volatilidad cambiaria

A comienzos de 2020, los bancos centrales tuvieron que hacer frente a episodios críticos de salidas masivas y repentinas de capitales, excesivas fluctuaciones en las monedas e incrementos de las primas por riesgo mientras debían evitar el colapso de la actividad económica. En tales circunstancias, las autoridades desplegaron un conjunto amplio de herramientas de política para preservar la estabilidad macroeconómica y financiera frente a la acumulación de altos riesgos que se gestaban en los sectores reales, financieros y externos de las economías de la región.

Como se muestra en el gráfico I.57, se han identificado 409 acciones de política específicas implementadas por las autoridades monetarias en la región durante 2020, de las cuales el 41% corresponde a herramientas macroprudenciales y de regulación de flujos de capital que complementaron las acciones en materia de acceso a líneas de liquidez de emergencia (27%) y de reducción de las tasas de interés (14%).

Frente a la percepción del mayor riesgo sistémico, las actuaciones macroprudenciales de los bancos centrales fueron esencialmente motivadas por un triple propósito: i) contrarrestar la tendencia procíclica de los créditos para respaldar los programas implementados en respuesta a la emergencia sanitaria y reactivar la economía; ii) consolidar la capacidad de préstamo de los intermediarios financieros mientras se preserve su solvencia, y iii) crear incentivos para que el sector bancario pueda cumplir su papel de intermediación financiera. Bajo esta óptica, las medidas macroprudenciales fueron implementadas de manera pragmática y flexible según las circunstancias específicas de cada país y en función de las herramientas disponibles, en un contexto en que el sistema bancario mostró ser resiliente.



**Gráfico I.57**  
 América Latina y el Caribe (22 países)<sup>a</sup>:  
 composición de las medidas por áreas de intervención, 2020  
 (En porcentajes)

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales de los países y de “COVID-19 Financial Response Tracker Visualization (CFRTV)” [en línea] <https://som.yale.edu/faculty-research-centers/centers-initiatives/program-on-financial-stability/covid-19-tracker>.

**Nota:** No representa un conteo exhaustivo de las intervenciones de los bancos centrales. La categoría “otras” incluye intervenciones como garantías para préstamos, liquidez de mercado y garantías para depósitos.

<sup>a</sup> Antigua y Barbuda, Argentina, Barbados, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Honduras, Jamaica, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

Por una parte, se adecuaron los respaldos (*buffer*) de capital previamente constituidos para suavizar el ciclo financiero de tal manera que las instituciones financieras pudieran absorber pérdidas e impedir que se restringiera la oferta de créditos como suele ocurrir en fases recesivas. En particular, se desactivaron respaldos de capital contracíclico, fijando el porcentaje requerido en el 0%, como, por ejemplo, en los casos del Brasil y Colombia.

Además, se hizo un uso ampliado de la flexibilidad de las normas macroprudenciales permitiendo a las entidades operar por debajo de los umbrales de los requisitos de capital y otras reservas de capital de naturaleza acíclicos, modificando incluso las ponderaciones de riesgo, y permitiendo no incluir ciertos créditos vinculados a los programas de apoyo en el cálculo de los requisitos de capital o en el límite de apalancamiento de los bancos. Se recurrió en ciertas ocasiones a la liberación de provisiones dinámicas o se procedió a una suspensión de distribución de dividendos o de aumento de salarios de los gestores de entidades financieras.

Asimismo, se acentuaron las medidas para acrecentar la liquidez de las instituciones financieras, como los cambios relacionados a los encajes legales según distintas modalidades —en términos de tasa, moneda local o divisas, o en función de depósitos específicos, entre otros— o relacionados al coeficiente de cobertura de liquidez. Según la naturaleza de los riesgos percibidos, se mantuvieron medidas para la regulación de los flujos de capital, por ejemplo, en el mercado cambiario, para no inducir mayores perturbaciones en la posición de las reservas internacionales. Por último, se aplicaron diferentes modalidades con respecto al tratamiento del riesgo de crédito, como la reprogramación de créditos, la modificación de criterios relativos a la clasificación de personas deudoras, entre otros, a fin de no ponderar en mayor medida las provisiones de las entidades financieras.

## F. Perspectivas para América Latina y el Caribe en 2021 y 2022

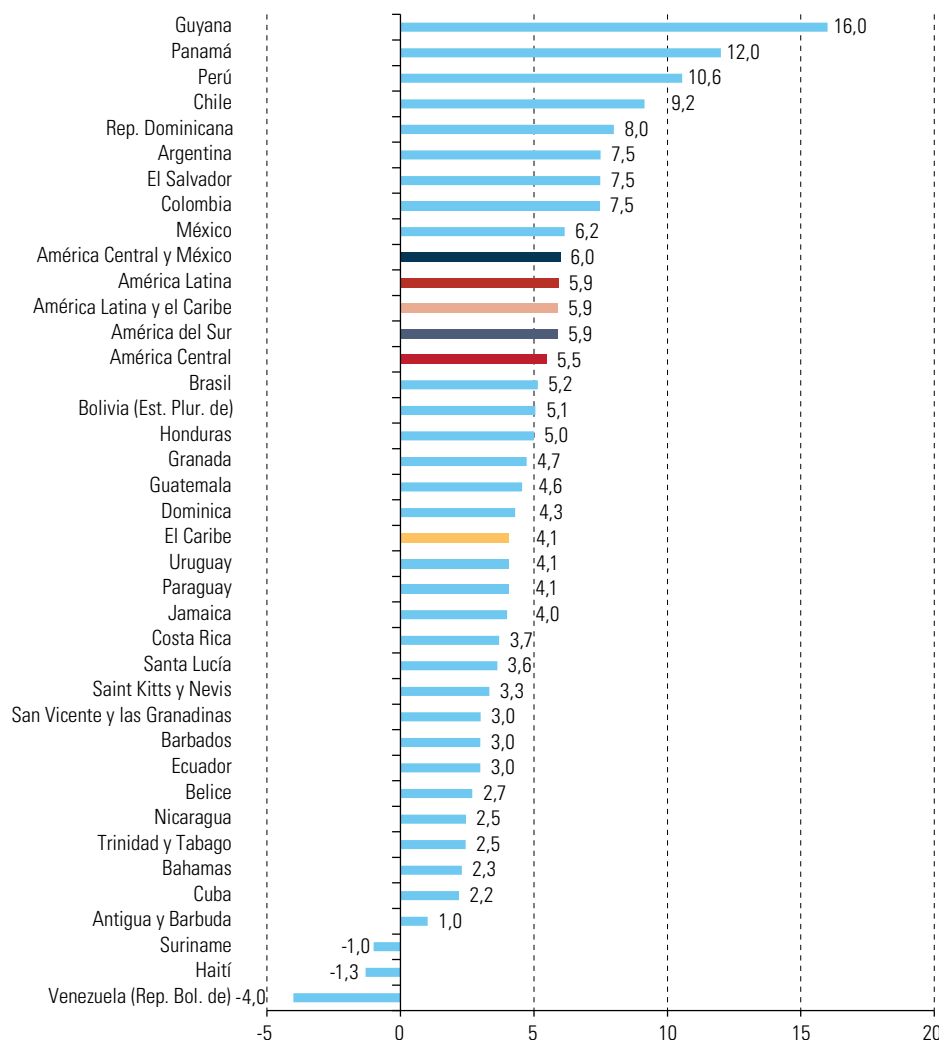
### 1. La proyección de crecimiento de 2021 para América Latina y el Caribe se ha revisado al alza, a un 5,9%, y para 2022 se proyecta una desaceleración del crecimiento, que llegaría al 2,9%

La dinámica de crecimiento en 2021 refleja el efecto de una base de comparación baja por la caída de 2020 y de un marcado componente de arrastre estadístico (véase el recuadro I.3), junto con los efectos positivos del contexto internacional y de la gradual apertura de las economías y la flexibilización de las medidas de distanciamiento físico.

El crecimiento del 5,9% proyectado para 2021 (véase el gráfico I.58) no será suficiente para recuperar el nivel de 2019. La dinámica y la persistencia del crecimiento de 2021 hacia adelante están sujetas a las incertidumbres derivadas de los avances desiguales en los procesos de vacunación y la capacidad de los países para revertir los problemas estructurales detrás de la baja trayectoria de crecimiento que exhibían antes de la pandemia.

**Gráfico I.58**

América Latina y el Caribe (33 países): proyección de la tasa de crecimiento del PIB, 2021 (En porcentajes)



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



### Recuadro 1.3

América del Sur: crecimiento anual del PIB real, efecto de arrastre estadístico en comparación con la dinámica

El crecimiento anual del PIB real se puede descomponer en dos partes: el efecto arrastre estadístico y la dinámica.

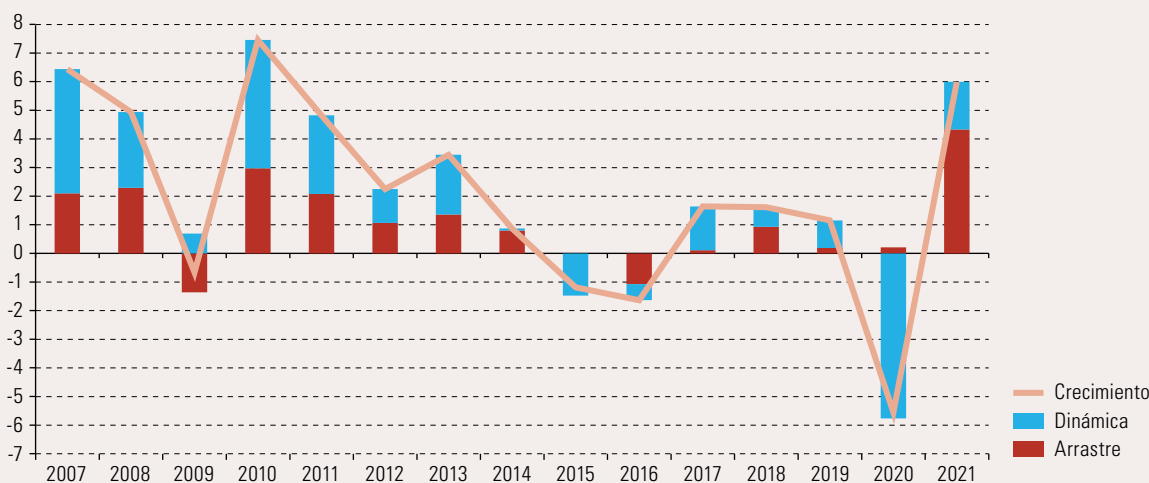
El efecto arrastre estadístico en un año específico es la tasa de crecimiento del PIB resultante de una situación en la que el nivel del PIB de todos los trimestres de ese año crece a una tasa del 0% por trimestre. Este concepto se calcula con el PIB real trimestral desestacionalizado, igualando el nivel del último trimestre del año anterior a todos los trimestres del año en curso. En consecuencia, se crea un año en el que todos los trimestres permanecen al mismo nivel que el cuarto trimestre del año anterior. Por tanto, existe una situación de crecimiento trimestral nulo y todo el crecimiento respecto del año anterior proviene del crecimiento que se arrastra del cuarto trimestre de ese año anterior.

La dinámica, por su parte, corresponde a la diferencia que se produce entre la tasa anual de crecimiento del PIB menos el efecto arrastre estadístico.

El gráfico 1 muestra la evolución del arrastre estadístico y la dinámica en América del Sur para el periodo 2007-2021.

Gráfico 1

América del Sur: descomposición de la tasa de crecimiento, arrastre estadístico en comparación con la dinámica, 2007-2021<sup>a</sup>  
 (En porcentajes)



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

Nota: No incluye la República Bolivariana de Venezuela. Las tasas de crecimiento son promedios ponderados.

<sup>a</sup> Las tasas de crecimiento de 2021 son proyecciones.

América del Sur entró un periodo de bajo crecimiento en 2014. Cuando se compara el periodo 2007-2013 y 2014-2019, tanto la contribución del efecto arrastre estadístico como la de la dinámica disminuyeron de manera importante. El promedio del efecto arrastre y la dinámica fue del 1,5% y el 2,6%, respectivamente, en 2007-2013, y solo de un 0,2% en ambos casos en 2014-2019.

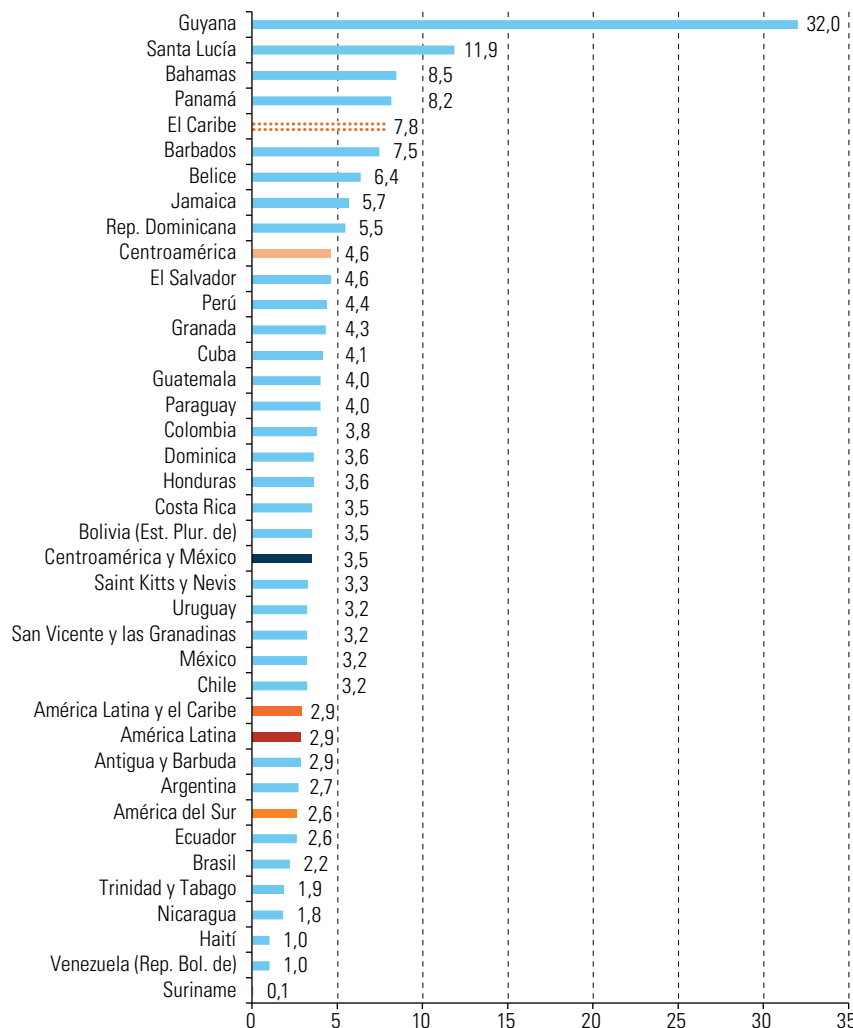
Cuando se comparan las dos crisis mundiales que ocurrieron en el periodo 2007-2021, es decir la crisis financiera mundial y la crisis del COVID-19, se observan diferencias pronunciadas. Ambas provocaron una caída del PIB de la región, en 2009 y 2020, respectivamente, aunque mucho más significativa en este último año. Aparte de la diferencia en el tamaño de la crisis, el arrastre estadístico negativo en 2009 confirma el hecho de que la región ya venía sufriendo los efectos de la crisis desde la segunda mitad del año anterior. Por otra parte, el resultado positivo de la dinámica en 2009 muestra la recuperación relativamente rápida en el caso de América del Sur. La crisis económica provocada por la pandemia muestra una imagen diferente. La región tenía un arrastre levemente positivo en 2020 pero una dinámica sumamente negativa.

Además, con respecto a la recuperación en el año siguiente, se observa una dinámica mayor en 2010 (4,5%) en comparación con la dinámica proyectada para 2021 (1,7%). Por otra parte, se estima una contribución del efecto arrastre al crecimiento en 2021 (4,3%) mayor a la observada en 2010 (3,0%). Las diferencias observadas en la recuperación entre ambas crisis reflejan la complejidad y heterogeneidad de la situación sanitaria interna que actualmente enfrentan las economías de la región. A pesar de las condiciones externas favorables (véase el capítulo sobre contexto internacional y sector externo), también presentes en 2010, las condiciones internas limitan la recuperación en la dinámica de la región.

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

Para 2022, se proyecta para América Latina y el Caribe una disminución de la tasa de crecimiento, que llegaría al 2,9% en promedio. América del Sur crecería un 2,6%, mientras que Centroamérica y México crecerían un 3,5% y el Caribe un 7,8% (véase el gráfico I.59).

**Gráfico I.59**  
 América Latina y el Caribe (33 países): proyección de la tasa de crecimiento del PIB, 2022  
 (En porcentajes)



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

A nivel de componentes del gasto, el consumo privado es el que más impulsa el crecimiento del PIB tanto este año 2021 como en 2022. A él corresponde más de la mitad del incremento de la actividad económica. En mucha menor medida se encuentra la contribución del consumo público, ya que, a pesar del conjunto de medidas fiscales de emergencia sin precedentes que han implementado los Gobiernos de la región, muchas de estas corresponden a numerosos programas de transferencia monetarias directas a los hogares cuyos efectos contablemente se registran como aumento del consumo privado.

La dinámica de la inversión se incrementará gracias a la reactivación de la construcción y al inicio de proyectos que habían sido suspendidos tanto por la incertidumbre sobre el futuro como por la necesidad que tuvieron las empresas de dar respuesta a problemas de financiamiento. La reactivación de la demanda interna, junto con el restablecimiento

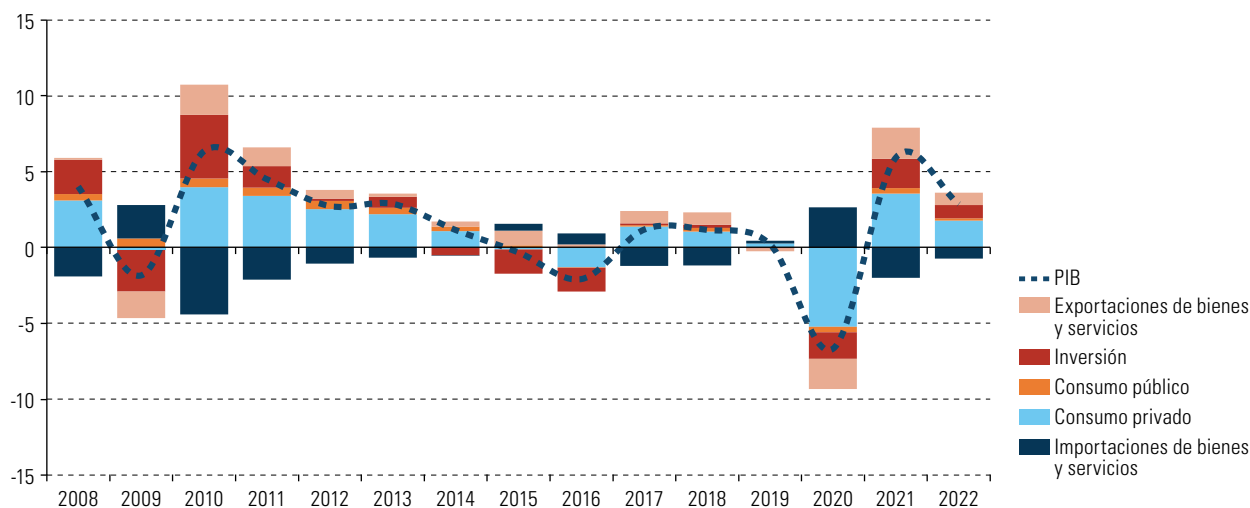
de la cadena de abastecimiento, incrementará los niveles de importación de bienes y servicios, deteriorados en 2020 tanto por el choque de demanda como de oferta que sufrió la región.

Por último, después de desplomarse en 2020, las exportaciones de la región aportarán positivamente al crecimiento del PIB tanto en 2021 como en 2022, con niveles de contribución similares a los de la inversión. La expansión de las exportaciones se explicaría tanto por la recuperación de la demanda extrarregional como intrarregional dada la mayor actividad económica a nivel mundial (véase el gráfico I.60).

### Gráfico I.60

América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, 2008-2022<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 de 2021 corresponden a proyecciones.

Después de 2022, nada permite anticipar que la dinámica de bajo crecimiento previa a la crisis vaya a cambiar. Los problemas estructurales que limitaban el crecimiento de la región antes de la pandemia se agravaron y afectarán negativamente la actividad económica y los mercados laborales más allá del repunte del crecimiento de 2021 y 2022 (CEPAL, 2021b).

## Bibliografía

- Banco Central de las Bahamas (2021), *Quarterly Economic Review: March 2021*, vol. 30, N° 1, Nassau.
- Banco Central de Reserva del Perú (2021), *Reporte de inflación: panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2022*, Lima, junio.
- Banco de la Reserva Federal de St. Louis (2021), Federal Reserve Economic Data (FRED) [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>.
- Banco Mundial (2021), Indicadores del Desarrollo Mundial [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/source/world-development-indicators>.
- (2020), “El Banco Mundial prevé la mayor caída de remesas de la historia reciente”, 22 de abril [en línea] <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2020/04/22/world-bank-predicts-sharpest-decline-of-remittances-in-recent-history>.
- BCE (Banco Central Europeo) (2021), “Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2020” [en línea] <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/ecb.eurosystembalancesheet2020~0da47a656b.es.html>.

- BIP (Banco de Pagos Internacionales) (2021a), Global Liquidity Indicators [base de datos en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm>.
- (2021b), Debt Security Statistics [base de datos en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>.
- (2019), “Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability”, *BIS Annual Economic Report 2019*, Ginebra.
- Capital Economics (2021a), “Recovery in world trade continues, for now”, 25 de junio [en línea] <https://www.capitaleconomics.com/clients/publications/global-economics/global-trade-monitor/recovery-in-world-trade-continues-for-now/>.
- (2021b), “Rising risks to supply of agriculturals”, *Commodities Weekly Wrap*, 23 de abril [en línea] <https://research.cdn-1.capitaleconomics.com/c0edd3/rising-risks-to-supply-of-agricultural.pdf>.
- (2021c), “Coffee prices to get a kick from vaccine rollouts”, 28 de enero [en línea] <https://www.capitaleconomics.com/publications/commodities-overview/commodities-update/coffee-prices-to-get-a-kick-from-vaccine-rollouts/>.
- Carvalho, P. y otros (2018), “Metodología para la construcción de un indicador adelantado de flujos de capitales para 14 países de América Latina”, *serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 198 (LC/TS.2018/120), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2021a), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe, 2021* (LC/PUB.2021/5-P), Santiago.
- (2021b), “La paradoja de la recuperación en América Latina y el Caribe. Crecimiento con persistentes problemas estructurales: desigualdad, pobreza, poca inversión y baja productividad”, *Informe Especial COVID-19*, N° 11, Santiago, julio.
- (2021c), “Financiamiento para el desarrollo en la era de la pandemia de COVID-19 y después: prioridades de América Latina y el Caribe en la agenda de políticas mundial en materia de financiamiento para el desarrollo”, *Informe Especial COVID-19*, N° 10, Santiago, marzo.
- (2021d), *Capital flows to Latin America and the Caribbean: first four months of 2021* (LC/WAS/TS.2021/5), Santiago.
- (2021e), *Panorama Social de América Latina, 2020* (LC/PUB.2021/2-P), Santiago.
- (2020), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB.2020/12-P), Santiago.
- CEPAL/OIT (Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Organización Internacional del Trabajo) (2021), “Trabajo decente para los trabajadores de plataformas en América Latina”, *Coyuntura Laboral en América Latina y el Caribe*, N° 24 (LC/TS.2021/71), Santiago.
- Chui, M., E. Kuruc y P. Turner (2018), “Leverage and currency mismatches: non-financial companies in the emerging markets”, *The World Economy*, vol. 41, N° 12, febrero.
- (2016), “A new dimension to currency mismatches in the emerging markets - non-financial companies”, *BIS Working Papers*, N° 550, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BIP).
- Clarida, R., B. Duygan-Bump y C. Scotti (2021), “The COVID-19 crisis and the Federal Reserve’s policy response”, *Finance and Economics Discussion series*, N° 2021-035, Washington D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.
- CountryRisk.io (2021), “Sovereign Risk” [en línea] <https://www.countryrisk.io/platform>.
- Credit Suisse Research Institute (2021), *Global Wealth Report 2021*, Zurich.
- DIPRES (Dirección de Presupuestos) (2021a), “Boletín de Ejecución Presupuestaria Mensual: a mayo de 2021”, Ministerio de Hacienda [en línea] [https://www.dipres.gob.cl/598/articles-229556\\_doc\\_pdf\\_boletin.pdf](https://www.dipres.gob.cl/598/articles-229556_doc_pdf_boletin.pdf).
- (2021b), *Informe de Finanzas Públicas: primer trimestre 2021*, Santiago.
- (2021c), “Informe de Ejecución del Gobierno Central: segundo trimestre 2021”, julio [en línea] [https://www.dipres.gob.cl/598/articles-221801\\_doc\\_pdf\\_Presentacion\\_IT.pdf](https://www.dipres.gob.cl/598/articles-221801_doc_pdf_Presentacion_IT.pdf).
- El-Erian, M. (2021), “Ensuring a stronger and fairer global recovery”, 2 de abril [en línea] <https://www.project-syndicate.org/commentary/policies-for-rapid-inclusive-sustainable-global-recovery-by-mohamed-a-el-erian-2021-04>.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2021a), *Fiscal Monitor: A Fair Shot*, Washington, D.C., abril.
- (2021b), “Los directores ejecutivos del FMI debaten una nueva asignación de DEG de USD 650.000 millones para reforzar las reservas y contribuir a la recuperación mundial tras la COVID-19”, *Comunicado de Prensa*, N° 21/177, 23 de marzo [en línea] <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/03/23/pr2177-imf-execdir-discuss-new-sdr-allocation-us-650b-boost-reserves-help-global-recovery-covid19>.

- (2021c), World Economic Outlook Database, abril [en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>.
- (2021d), “Kristalina Georgieva, Directora Gerente del FMI, celebra el apoyo del Directorio Ejecutivo a una nueva asignación de DEG por USD 650.000 millones”, *Comunicado de Prensa*, N° 21/208, 9 de julio [en línea] <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/07/08/pr21208-imf-managing-director-kristalina-georgieva-executive-board-backing-new-us650b-sdr-allocation>.
- (2021e), “Recessions and recoveries in labor markets: patterns, policies, and responses to the COVID-19 shock”, *World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries*, Washington, D.C., abril.
- (2020), *Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery*, Washington, D.C., octubre.
- Harris, J. y F. Vivanco (2021), “¿Hay razones para el optimismo en las remesas a América Latina y el Caribe?”, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 8 de abril [en línea] <https://blogs.iadb.org/migracion/es/hay-razones-para-el-optimismo-en-las-remesas-a-america-latina-y-el-caribe/>.
- Hofmann, B., I. Shim y H. S. Shin (2020), “Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the COVID-19 pandemic”, *BIS Bulletin*, N° 5, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BIP), abril.
- IIF (Instituto de Finanzas Internacionales) (2021a), “Global Debt Monitor: chipping away at the mountain?”, 13 de mayo [en línea] [https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor\\_May2021\\_vf.pdf](https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_May2021_vf.pdf).
- (2021b), “Global Debt Monitor: COVID drives debt surge—stabilization ahead?”, 17 de febrero [en línea] [https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor\\_Feb2021\\_vf.pdf](https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_Feb2021_vf.pdf).
- Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (2020), “2020 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy” [en línea] <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>.
- Maldonado Gonzáles, R., J. Harris y F. Vivanco (2021), “La pandemia del COVID19 y las remesas a Latinoamérica y el Caribe en 2020”, *Notas de Remesas*, N° 4, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- Maurizio, R. (2021), “Transitando la crisis laboral por la pandemia: hacia una recuperación del empleo centrada en las personas”, *serie Panorama Laboral en América Latina y el Caribe 2021*, Organización Internacional del Trabajo (OIT).
- Ministerio de Economía (2021), “Resultado fiscal - Mayo 2021”, 22 de junio [en línea] <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultado-fiscal-mayo-2021>.
- Ministerio de Economía y Finanzas (2021a), *Reporte Fiscal Trimestral: Seguimiento de las Reglas Macrofiscales*, Lima.
- (2021b), “La ejecución de la inversión pública alcanzó los S/15 776 millones al primer semestre manteniendo los récord mensuales durante el 2021”, 1 de julio [en línea] <https://www.gob.pe/institucion/mef/noticias/503741-la-ejecucion-de-la-inversion-publica-alcanzo-los-s-15-776-millones-al-primer-semestre-manteniendo-los-record-mensuales-durante-el-2021>.
- Ministerio de Finanzas, Planificación Económica y Tecnología de la Información (2021), “Summary of fiscal operations of the central government of St. Vincent and the Grenadines for the period ended March 31, 2021” [en línea] [http://finance.gov.vc/finance/images/PDF/Publications/GOSVG\\_Fiscal\\_for\\_Publication\\_Mar\\_2021.pdf](http://finance.gov.vc/finance/images/PDF/Publications/GOSVG_Fiscal_for_Publication_Mar_2021.pdf).
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2021), *Informe de Finanzas Públicas: I Trimestre 2021*, Managua.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- Naciones Unidas (2021), *Liquidity and Debt Solutions to Invest in the SDGs: The Time to Act is Now*, Nueva York, marzo.
- OIT (Organización Internacional del Trabajo) (2021), *Observatorio de la OIT: la COVID-19 y el mundo del trabajo*, séptima edición, 25 de enero.
- (2020), *Informe Mundial sobre los Salarios 2020-2021: los salarios y el salario mínimo en tiempos de la COVID-19*, Ginebra.
- OMC (Organización Mundial del Comercio) (2021), “El comercio mundial listo para una recuperación sólida, aunque desigual, después de la pandemia de COVID-19”, *Comunicado de Prensa*, N° 876, 31 de marzo [en línea] [https://www.wto.org/spanish/news\\_s/pres21\\_s/pr876\\_s.htm](https://www.wto.org/spanish/news_s/pres21_s/pr876_s.htm).

- OMT (Organización Mundial del Turismo) (2021), *World Tourism Barometer*, vol. 19, N° 3, mayo.
- Pazos, F. (1991), "La inflación crónica en América Latina", *Medio siglo de política económica latinoamericana*, tomo III, F. Pazos, Caracas, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- PNUD (Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo) (2021), "Honduras y México unen fuerzas para combatir la evasión fiscal", 9 de junio [en línea] <https://www.hn.undp.org/content/honduras/es/home/presscenter/articles/2021/honduras-y-mexico-unen-fuerzas-para-combatir-la-evasion-fiscal.html>.
- SAT (Servicio de Administración Tributaria) (2021), "Administración General de Grandes Contribuyentes: Plan Maestro de Operación 2021" [en línea] [https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/617610/AGGCH\\_Plan\\_Maestro\\_Presentacion\\_Camaras.pdf](https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/617610/AGGCH_Plan_Maestro_Presentacion_Camaras.pdf).
- Secretaría Federal de Impuestos Internos (2021), *Análise da Arrecadação das Receitas Federais: Junho/2021*, Brasilia, junio.
- SII (Servicio de Impuestos Internos) (2021), "SII focaliza acciones en segmentos con mayor impacto tributario y alto riesgo de incumplimiento para recaudar más de US\$ 2.350 millones en 2021", 5 de marzo [en línea] <https://www.sii.cl/noticias/2021/050321noti01aav.htm>.
- SIN (Servicio de Impuestos Nacionales) (2021), *Ecos Tributarios*, N° 5-1, mayo [en línea] <https://www.impuestos.gob.bo/ckeditor/plugins/imageuploader/uploads/4586c7a39f.pdf>.
- Taliercio, R. (2021), "Sesión 1: Mesa de Diálogo 'Cambios en la Economía mundial y los desafíos de las Instituciones de Desarrollo ante la Pandemia COVID-19'", presentación efectuada en los Encuentros Virtuales de Economistas Jefe de la Banca de Desarrollo: Desafíos de la Banca de Desarrollo en la Reactivación Económica y el Impulso Regional frente a la Pandemia del COVID-19, 6 y 8 de abril [en línea] [https://www.alide.org.pe/wp-content/uploads/2021/04/Robert-Taliercio\\_sesi%C3%B3n-1.pdf](https://www.alide.org.pe/wp-content/uploads/2021/04/Robert-Taliercio_sesi%C3%B3n-1.pdf).
- Taylor, L. y otros (2012), "Fiscal deficits, economic growth and government debt in the USA", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 36, N° 1, Oxford University Press.
- Wolf, M. (2021), "A windfall for poor countries is within reach", *Financial Times*, 1 de junio.