

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

**Las Américas**

**Historia de dos ajustes**



**ABR 17**

©2017 International Monetary Fund  
Edición en español ©2017 Fondo Monetario Internacional

*Edición en español*  
Sección de Español y Portugués  
Servicios Lingüísticos  
Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales del FMI

### Cataloging-in-Publication Data

Names: International Monetary Fund.

Title: Regional economic outlook. Western Hemisphere : tale of two adjustments.

Other titles: Western Hemisphere : tale of two adjustments | Tale of two adjustments | World economic and financial surveys

Description: [Washington, DC] : International Monetary Fund, 2017. | World economic and financial surveys, 0258-7440 | Apr. 2017. | Includes bibliographical references.

Identifiers: ISBN 978-1-47557-522-4 (paper)

Subjects: LCSH: Economic forecasting—Western Hemisphere. | Economic development—Western Hemisphere. | Western Hemisphere—Economic conditions.

Classification: LCC HC95.A1 R445 2017

El informe *Perspectivas económicas: Las Américas* se publica anualmente en la primavera boreal para examinar la evolución en Las Américas. Tanto las proyecciones como las consideraciones de política son las del personal técnico del FMI y no representan necesariamente las opiniones del FMI, su Directorio Ejecutivo o la gerencia del FMI.

Pueden solicitarse ejemplares a:  
International Monetary Fund  
Publication Services  
P.O. Box 92780  
Washington, DC 20090, EE.UU.  
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201  
publications@imf.org  
www.imfbookstore.org  
www.elibrary.imf.org

# Índice

<b>Prefacio</b>	<b>v</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>vii</b>
<b>1. Un cambiante panorama mundial y las perspectivas para Estados Unidos y Canadá</b>	<b>1</b>
Cambios en el panorama mundial	2
Perspectivas para Estados Unidos: Mayor crecimiento, mayores riesgos	5
Canadá: Perspectivas prometedoras, mayor incertidumbre	9
Referencias	16
<b>2. América Latina y el Caribe: Trazando la ruta hacia un mayor crecimiento</b>	<b>17</b>
Evolución reciente y perspectivas: Cambios en el panorama mundial	17
Una gama más amplia de riesgos	25
Prioridades de política: Definir el curso hacia un mayor crecimiento	26
América del Sur	29
México, América Central, Panamá y la República Dominicana	33
El Caribe	38
Anexo 2.1. Aclaración acerca de los datos de Argentina y Venezuela	52
Referencias	56
<b>3. Ajuste externo frente a desplazamientos de los términos de intercambio</b>	<b>57</b>
Ajuste externo frente a desplazamientos de los términos de intercambio: Una perspectiva histórica	60
Ajuste de la cuenta corriente ante los desplazamientos de los términos de intercambio: ¿Efecto sobre el ingreso, reorientación del gasto o ambas cosas?	63
¿Pueden las depreciaciones estimular las exportaciones a corto plazo? Un análisis más detallado	66
Implicaciones de política económica	69
Anexo 3.1. Modelo de autorregresión vectorial con datos de panel: Datos y metodología	79
Anexo 3.2. Modelo de participación de las exportaciones	81
Referencias	83
<b>4. Factores determinantes de los flujos de capitales y el papel de la base inversora en América Latina</b>	<b>85</b>
Antecedentes y contexto	86
Factores determinantes de los flujos de capitales	91
El papel de la base inversora y las características del mercado	100
Conclusiones e implicaciones para las políticas	103

Anexo 4.1. Detalles técnicos	110
Referencias	114
<b>5. Migración y remesas en América Latina y el Caribe: ¿Estabilizadores macroeconómicos y motores del crecimiento?</b>	<b>115</b>
Panorama general de la migración y las remesas	116
Estimación de los efectos de la migración y las remesas en el crecimiento	120
El papel estabilizador de las remesas	122
Los peligros de la dependencia de las remesas	126
Prioridades en materia de políticas	128
Anexo 5.1. Características de los migrantes de América Latina y el Caribe	135
Anexo 5.2. Resultados empíricos	136
Referencias	141
<b>Grupos de países y abreviaturas de países y regiones</b>	<b>143</b>
<b>Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental</b>	<b>145</b>
<b>Recuadros</b>	
1.1 El impuesto sobre los flujos de efectivo basado en el destino	14
2.1 Exposiciones de la región frente a Estados Unidos	41
2.2 Brechas fiscales a largo plazo	45
2.3 Relaciones de corresponsalía bancaria	50
3.1 Reorientación del gasto versus efectos sobre el ingreso	71
3.2 Análisis comparativo del ajuste externo en América del Sur	72
3.3 El tipo de cambio y la competitividad externa	74
3.4 El impacto de las depreciaciones en el crecimiento sectorial	77
4.1 Los precios de las materias primas y las fuerzas mundiales subyacentes	105
4.2 Los precios de las materias primas y la inversión en ese y otros sectores	107
5.1 Fuga de cerebros en Jamaica	130
5.2 Enviar remesas es costoso	131
5.3 ¿Cómo afectan la migración y las remesas a la desigualdad? Estudio de caso de México	133

# Prefacio

La edición de abril de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Hamid Faruquee y S. Pelin Berkmen, bajo la dirección general y supervisión de Alejandro Werner y Krishna Srinivasan. El equipo estuvo integrado por Steve Brito, Carlos Caceres, Yan Carrière-Swallow, Roberto García-Saltos, Carlos Gonçalves, Kotaro Ishi, Anna Ivanova, Carlos Janada, Emanuel Kopp, Genevieve Lindow, Nicolás E. Magud, Udi Rosenhand, Galen Sher, Bert van Selm y Juan Yépez. Además, el capítulo 1 contó con la orientación y el análisis de Nigel Chalk, Stephan Danninger y Cheng Hoon Lim. Michal Andrle, Valentina Flamini, Benjamin Hunt y Jaume Puig contribuyeron al capítulo 2 y Yixi Deng y Victoria Valente brindaron asistencia de investigación en la sección de América Central; Sergi Lanau aportó análisis al capítulo 3; Carolina Osorio Buitrón aportó datos sobre los shocks monetarios en Estados Unidos; y el capítulo 5 fue preparado por un equipo dirigido por Jan Kees Martijn e integrado por Kimberly Beaton, Svetlana Cerovic, Misael Galdamez, Metodij Hadzi-Vaskov, Franz Loyola, Zsoka Koczan, Bogdan Lissovolik, Yulia Ustyugova y Joyce Wong. La asistencia en la producción en el Departamento del Hemisferio Occidental estuvo dirigida por Misael Galdamez, con la ayuda de Adrean Howes de la Oficina Especial de Apoyo Administrativo del Departamento de Recursos Humanos. Linda Long, del Departamento de Comunicaciones, editó el manuscrito y coordinó la producción. En el Departamento de Servicios Corporativos e Instalaciones, Carlos Viel y Virginia Masoller, con el apoyo administrativo de María Fraile de Manterola, dirigieron el equipo de traducción y edición que preparó la versión del informe en español. Este informe refleja la evolución de los acontecimientos y proyecciones del personal técnico del FMI hasta principios de marzo de 2017.



## Resumen ejecutivo

El entorno mundial está experimentando cambios tras el decepcionante crecimiento registrado en 2016. Sin embargo, el ímpetu mejoró en el segundo semestre de 2016 y las perspectivas de las economías avanzadas para 2017–18 han mejorado. El mejor panorama de crecimiento en Estados Unidos, Europa y Japón obedece a una cierta recuperación de la manufactura y el comercio, así como a un probable estímulo fiscal en Estados Unidos tras las elecciones de noviembre. *Estados Unidos*, al tiempo que procura definir el nuevo curso de sus políticas, debería registrar un crecimiento sólido en el corto plazo, con creación de empleo y una inflación en alza. Ante la reorientación de las políticas de Estados Unidos, la confianza del mercado se ha afianzado a la par del avance de los mercados de acciones, el fortalecimiento del dólar de EE.UU. y el aumento de las tasas de interés de ese país. Mientras tanto, las perspectivas de crecimiento empeoraron marginalmente para las economías de mercados emergentes y en desarrollo en comparación con octubre pasado. Sin embargo, las condiciones financieras también han mejorado para ese grupo, aunque los riesgos financieros y la volatilidad del mercado permanecen en niveles elevados. Para estas economías se proyecta un crecimiento más fuerte este año y el próximo, incluyendo China, debido a un mayor uso de lo esperado de políticas de estímulo. En general, se prevé que el crecimiento mundial aumente moderadamente en 2017 y 2018 pero con una amplia dispersión de riesgos. Las vulnerabilidades mundiales incluyen una creciente ola de nacionalismo económico en las principales economías avanzadas, caracterizada por una mayor antipatía hacia el comercio, la inmigración y la globalización.

En este contexto mundial, las economías de *América Latina y el Caribe* están recuperándose de una recesión a escala regional en 2016. En medio de una historia de dos ajustes, el crecimiento se ha visto frenado por una endeble demanda interna. Las razones son tanto el ajuste externo en curso, debido a shocks previos a los términos de intercambio así como, en ciertos casos, un ajuste fiscal, además de otros factores internos específicos para cada país. No obstante, la recesión regional oculta resultados divergentes entre los distintos países, con un crecimiento relativamente vigoroso en América Central, contracciones profundas en unos pocos países, como Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela, y un crecimiento en general moderado en el resto de la región.

En general, se prevé un repunte gradual de la actividad regional este año y el próximo, pero las perspectivas son más débiles que lo proyectado en octubre pasado. La proyección para el crecimiento a mediano plazo sigue siendo moderada y se sitúa en aproximadamente 2,6 por ciento. Las perspectivas responden a cambios fundamentales en el panorama económico y de políticas a escala mundial, e incluyen un leve repunte de los precios de las materias primas y de la demanda proveniente de los socios comerciales, y una mayor incertidumbre mundial en torno a las políticas. Sin embargo, los fundamentos económicos internos y el desarrollo de hechos específicos en cada país seguirán cumpliendo un rol preponderante en determinar el crecimiento en muchas economías. Al mismo tiempo, los riesgos para el crecimiento regional se han ampliado, en un contexto de mayor incertidumbre en términos de las políticas a nivel mundial.

En este contexto externo lleno de desafíos, se requiere apuntalar los ajustes fiscales y externos con el fin de preservar y reponer los márgenes de maniobra. La definición de una ruta hacia un crecimiento mayor, sostenible y más equitativo requerirá también de reformas estructurales más vigorosas destinadas a cerrar brechas en la calidad de la infraestructura; a mejorar el clima de negocios, la gestión de gobierno y los resultados en educación; y a promover la participación de la mujer en la fuerza laboral a fin de estimular el crecimiento a mediano plazo y fomentar la convergencia hacia los niveles de ingreso de las economías avanzadas.

En *América del Sur*, fundamentos económicos internos más débiles, combinados con un fuerte shock de términos de intercambio, hicieron mella en el desempeño económico y derivaron en marcadas recesiones en algunas de las principales economías. Si bien las perspectivas externas han mejorado, los países deben continuar con su ajuste externo y fiscal, consistente con niveles estructuralmente más bajos de los ingresos provenientes de las materias

primas. También es necesario que continúen realizándose esfuerzos para reducir las distorsiones internas, resolver las incertidumbres en torno a las políticas, mejorar la gestión de gobierno e impulsar reformas estructurales.

Las perspectivas y los riesgos para *América Central* y *México* se ven afectados por su exposición a Estados Unidos a través de las vinculaciones del comercio, la migración y la inversión extranjera directa. En este sentido, resulta crucial preservar la estabilidad macroeconómica y la confianza del mercado en un entorno de elevada incertidumbre. Las perspectivas para el *Caribe* están mejorando, pero la deuda del sector público sigue siendo un importante factor de vulnerabilidad.

En esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* se presentan tres capítulos analíticos en los que se evalúan los avances del ajuste externo ante los desplazamientos de los términos de intercambio, se analizan los factores determinantes de los flujos de capitales y se examinan la migración y las remesas en América Latina y el Caribe. Las principales conclusiones son las siguientes:

- En el pasado, el ajuste externo a los shocks negativos de los términos de intercambio en América Latina ocurría a través de una compresión de la demanda interna y las importaciones más que a través del crecimiento de la oferta y las exportaciones. En el ajuste que está en curso, las depreciaciones reales han estimulado las exportaciones distintas de las materias primas y reducido las importaciones más que en episodios pasados, y la demanda se ha reorientado hacia los bienes de producción nacional, a diferencia de lo sucedido en ajustes previos. Esto ha aliviado la compresión de la demanda interna necesaria para lograr el ajuste externo —es decir, un coeficiente de sacrificio más bajo— en los países con monedas flexibles. Al mismo tiempo, el costo del ajuste externo ha aumentado para los países con regímenes cambiarios más rígidos, en vista del mayor uso de regímenes flexibles entre los socios comerciales y los competidores. Por último, detrás de la reacción en general limitada de las exportaciones a las depreciaciones reales pueden observarse diferencias entre los sectores, como por ejemplo una respuesta del desempeño de las exportaciones más fuerte en el caso de los bienes manufacturados que en el de las materias primas.
- Tras una década de fuertes entradas de capitales, América Latina y otros mercados emergentes ahora se enfrentan a la posibilidad de niveles más débiles de crecimiento económico y flujos financieros. En general, las entradas de capital están muy influenciadas por factores cíclicos globales y así como por factores estructurales específicos de cada país. En particular, la buena gestión de gobierno y los marcos institucionales y regulatorios sólidos son factores decisivos para atraer capitales durante períodos más largos que los ciclos económicos normales. Al mismo tiempo, contar con mercados financieros nacionales más profundos y con una base inversora interna amplia y estable, así como permitir una mayor flexibilidad cambiaria, son estrategias eficaces para reducir la vulnerabilidad de los flujos de capitales a los shocks externos.
- Los flujos migratorios que salen de América Latina y el Caribe y los flujos de remesas que entran en la región tienen importantes efectos económicos y sociales en los países de origen de los migrantes. La migración al exterior, considerada de manera aislada, puede reducir el crecimiento en los países de origen al disminuir la oferta de mano de obra y la productividad, pero las remesas enviadas por los trabajadores migrantes operan como un factor atenuante. Las remesas son una fuente importante y relativamente estable de financiamiento externo, sobre todo en América Central y el Caribe, y ayudan a amortiguar el impacto de los shocks económicos. No obstante, la dependencia de la región de las remesas procedentes principalmente de Estados Unidos puede plantear riesgos tanto por razones cíclicas como por los efectos que posibles cambios en las políticas relacionadas con la inmigración puedan tener en los países receptores. La aplicación de reformas específicas en los países de origen para aprovechar la reserva de trabajadores altamente calificados y capacitados puede ayudar a reducir la migración al exterior y sus consiguientes consecuencias negativas. Asimismo, dado el papel clave que desempeñan las remesas en el financiamiento y la estabilización, convendría apoyar las políticas que reduzcan los costos de transacción y fomenten el uso de los canales formales de intermediación.

# 1. Un cambiante panorama mundial y las perspectivas para Estados Unidos y Canadá

*En un contexto de deslucido crecimiento mundial en 2016, la economía mundial está experimentando cambios subyacentes en su panorama económico y de políticas. Desde el pasado octubre, las perspectivas de las economías avanzadas para 2017–18 han mejorado, lo cual refleja mejores perspectivas de crecimiento en Estados Unidos, Europa y Japón, junto con cierto repunte en las manufacturas y el comercio y un probable estímulo fiscal en Estados Unidos. Ante el cambio previsto en el conjunto de políticas de Estados Unidos, incluida una contracción monetaria más rápida y una mayor fortaleza del dólar, el ánimo de los mercados en las economías avanzadas ha mejorado y los mercados de acciones se han mostrado vigorosos. Las condiciones financieras internas se volvieron inicialmente más desfavorables en los mercados emergentes, donde las perspectivas de crecimiento han empeorado levemente, pero las condiciones de los mercados han mejorado visiblemente desde entonces. En general, se prevé que el crecimiento mundial aumente moderadamente en 2017 y 2018 pero con una amplia dispersión de los riesgos alrededor de este escenario base. Una incertidumbre a más largo plazo rodea la dirección y el alcance de los cambios en las políticas de Estados Unidos. Las vulnerabilidades mundiales incluyen una creciente ola de nacionalismo económico en las principales economías avanzadas, caracterizado por una mayor antipatía hacia el comercio exterior, la inmigración y la globalización.*

En 2016 el crecimiento mundial fue el más débil desde 2008–09. Sin embargo, el ímpetu económico mejoró en el segundo semestre del año pasado, especialmente en las principales economías avanzadas. Las señales recientes —como los indicadores mundiales de la actividad manufacturera y los flujos comerciales— indican un ímpetu mejorado del crecimiento en 2017. Con ese impulso, se prevé que el crecimiento mundial aumente moderadamente desde 3,1 por ciento en 2016 hasta alcanzar 3,4 por ciento en 2017 y 3,6 por ciento en 2018 (gráfico 1.1; véase también el capítulo 1 de la edición de abril de

2017 de *Perspectivas de la economía mundial*, o informe WEO). Este pronóstico contempla un repunte más vigoroso en las economías avanzadas desde octubre pasado, mientras que una actividad más débil de lo esperado en algunas economías de mercados emergentes ha dado lugar a pequeñas revisiones a la baja de sus perspectivas generales de crecimiento para 2017–18.

El mejoramiento de las perspectivas de las economías avanzadas para 2017–18 refleja un ritmo de actividad algo más pujante en el segundo semestre de 2016, la suposición de medidas de estímulo fiscal y una mayor confianza en Estados Unidos, y mejores perspectivas de crecimiento en Europa y Japón asociadas con un repunte de las manufacturas y el comercio. Desde las elecciones de noviembre pasado, las expectativas de una política fiscal más laxa en Estados Unidos han contribuido a generar una mayor fortaleza del dólar y tasas de interés más altas, que empujaron al alza los rendimientos de los bonos en otros países. El ánimo del mercado y el apetito por el riesgo también se han fortalecido —generando apreciables ganancias en los mercados de acciones— aunque los riesgos financieros en los mercados emergentes se mantienen elevados en medio de una mayor volatilidad. Las perspectivas de crecimiento empeoraron marginalmente para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, incluidas las de América Latina, dado que la evolución del crecimiento en el último semestre de 2016 fue generalmente más lenta que lo previsto. Sin embargo, se prevé un mejor desempeño del crecimiento este año y el siguiente para estas economías. En 2017, el crecimiento de China, por ejemplo, ha sido revisado al alza debido a un respaldo de políticas más fuerte de lo esperado. Asimismo, las condiciones en los países exportadores de materias primas con tensiones macroeconómicas deberían mejorar gradualmente como resultado del afianzamiento de los precios de esos bienes desde el pasado octubre.

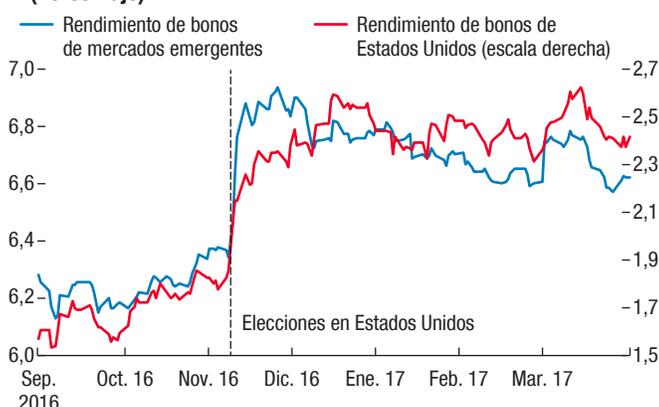
Preparado por Hamid Faruquee junto con Kotaro Ishi y Emanuel Kopp. Genevieve Lindow prestó una excelente asistencia en la investigación.

### Gráfico 1.1. Crecimiento mundial, condiciones financieras y mercados de materias primas

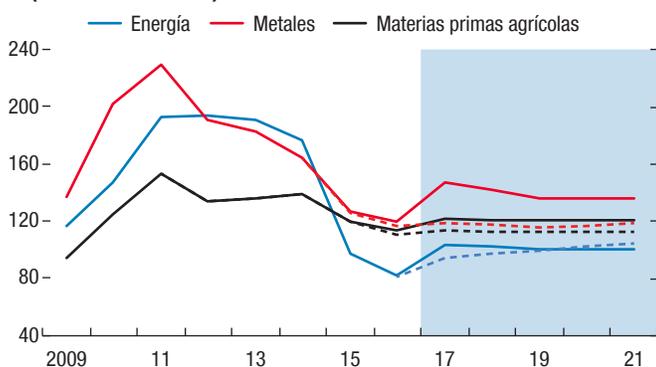
#### 1. Crecimiento del PIB real (Porcentaje; tasa anual)

	2015	2016	Proyecciones	
			2017	2018
<b>Mundo</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
Economías avanzadas	2,1	1,7	2,0	2,0
Estados Unidos	2,6	1,6	2,3	2,5
Zona del euro	2,1	1,8	1,7	1,6
Japón	1,2	1,0	1,2	0,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,2	4,1	4,5	4,8
China	6,9	6,7	6,6	6,2
Rusia	-2,8	-0,2	1,4	1,4

#### 2. Rendimientos de bonos a 10 años<sup>1</sup> (Porcentaje)



#### 3. Precios mundiales de las materias primas<sup>2</sup> (Índice: 2005 = 100)



Fuentes: Bloomberg L.P. y FMI, base de datos del informe WEO.

<sup>1</sup>El rendimiento de bonos de mercados emergentes se refiere al índice J.P. Morgan de bonos públicos de mercados emergentes (GBI-EM).

<sup>2</sup>Las líneas punteadas se refieren a los supuestos mundiales de la edición de octubre de 2016 del informe WEO.

Los riesgos para el crecimiento mundial han aumentado y se inclinan a la baja, lo cual refleja en gran medida la incertidumbre acerca de las políticas. La pujanza y el ánimo de los mercados presagian una tangible oportunidad al alza para el crecimiento a corto plazo. Sin embargo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento a mediano plazo se presentan como más negativos. El respaldo de políticas en pos del crecimiento en Estados Unidos y China tendrá que ser cancelado o revertido más adelante. En términos más generales, la incertidumbre surge de los riesgos de que las políticas adquieran características aislacionistas, tales como restricciones al comercio o la inmigración; la posibilidad de que el estímulo fiscal de Estados Unidos desencadene un endurecimiento más rápido de las condiciones financieras mundiales, y factores que incluyen tensiones geopolíticas, conflictos políticos internos y preocupación por el terrorismo y la seguridad. Estos riesgos están interconectados. Por ejemplo, las políticas más aislacionistas podrían asociarse con un agravamiento de las tensiones geopolíticas, así como con una intensificación de la aversión al riesgo y condiciones financieras menos favorables.

### Cambios en el panorama mundial

En un contexto de decepcionante crecimiento mundial durante varios años, están ocurriendo importantes cambios en el panorama económico y de políticas que afectan las perspectivas. Un supuesto clave que subyace en los pronósticos es un *cambiante conjunto de políticas* en Estados Unidos y sus posibles efectos de derrame a escala mundial. Tras las elecciones de noviembre, se toma ahora como supuesto la adopción de medidas de estímulo fiscal a corto plazo y un ritmo más rápido de normalización de la política monetaria en comparación con los pronósticos anteriores. Véanse en la sección de este capítulo referida a Estados Unidos los detalles de los posibles cambios de políticas y en el capítulo 2 un análisis de las consecuencias regionales.

Otros hechos son los relativos a la evolución de los *mercados de materias primas*, donde los precios de los productos agrícolas, los metales y la energía se han

afianzado (gráfico 1.1). Por ejemplo, los últimos pronósticos incorporan precios del petróleo más altos tras el acuerdo alcanzado por los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y varios otros importantes productores para limitar la oferta. Sin embargo, las perspectivas a mediano plazo para los mercados petroleros están, en líneas generales, invariadas en torno a precios “más bajos durante más tiempo” (gráfico 1.1)<sup>1</sup>. En muchos mercados emergentes, las anteriores presiones a la baja sobre la inflación general han retrocedido, debido en parte al reciente afianzamiento de los precios de las materias primas y un repunte del crecimiento. Una excepción es América Latina, donde la inflación ha venido disminuyendo, tal como se analiza en el capítulo 2.

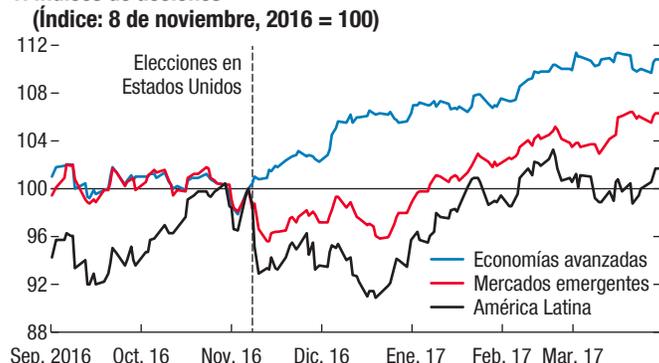
En los *mercados financieros* hubo una significativa revisión de los precios de los activos tras las elecciones presidenciales de Estados Unidos, observándose una divergencia inicial en los precios de las acciones entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes (gráfico 1.2). Los acontecimientos destacables registrados en los mercados incluyeron un empujamiento de la curva de rendimientos de Estados Unidos y movimientos al alza del dólar, al descomprimirse las primas por plazo. La reasignación de carteras produjo ventas masivas de títulos del Tesoro de Estados Unidos y una recuperación de los mercados bursátiles en las economías avanzadas, donde los indicadores de las expectativas de inflación basados en el mercado han aumentado desde niveles bajos.

Al mismo tiempo, a fines de 2016 los precios de las acciones en los mercados emergentes retrocedieron, en términos generales, al debilitarse sus monedas, especialmente en México, pero desde entonces los precios de las acciones y el valor de las monedas se han recuperado en gran medida. En paralelo, indicadores de alta frecuencia de los flujos de capitales señalan una recuperación de los flujos financieros hacia los mercados emergentes luego de su caída inicial en noviembre

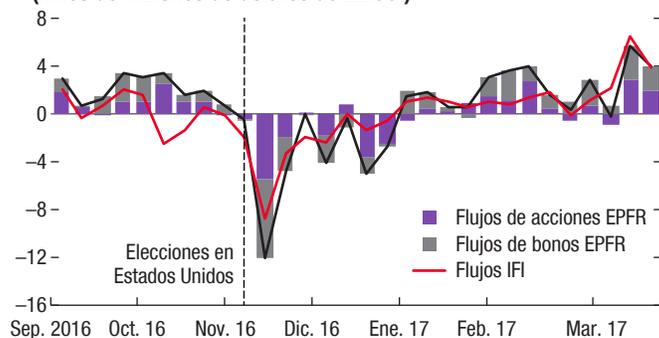
<sup>1</sup>Véase en la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas* un análisis de las tendencias mundiales de demanda y oferta de petróleo y los factores que explican los niveles “más bajos durante más tiempo” de los precios, incluido el papel de los productores no convencionales de petróleo.

## Gráfico 1.2. Mercados mundiales de acciones y flujos de capitales

### 1. Índices de acciones<sup>1</sup>



### 2. Flujos de capitales hacia mercados emergentes (Miles de millones de dólares de EE.UU.)



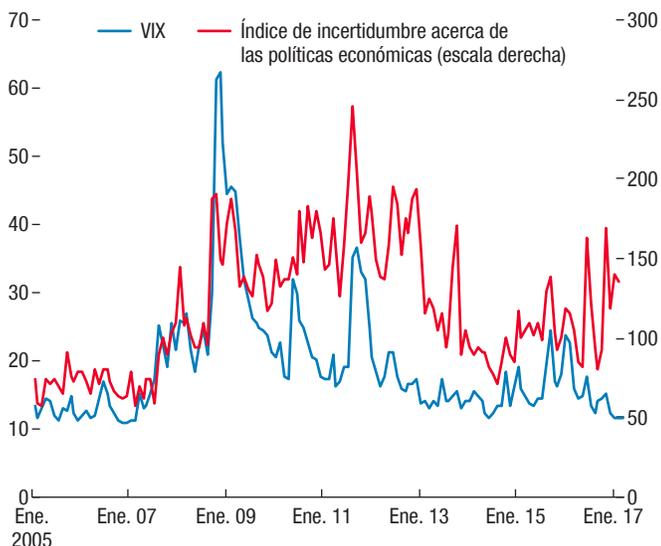
Fuentes: Bloomberg L.P.; Haver Analytics; y base de datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IFI).

Nota: EPFR = Emerging Portfolio Fund Research.

<sup>1</sup>Se refiere a los índices de moneda local de Morgan Stanley Capital International (MSCI).

de 2016. Sin embargo, persiste la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas, en torno a la naturaleza y el alcance de las posibles modificaciones de la política tributaria, comercial e inmigratoria de Estados Unidos, y los cambios en las normas que regulan los sectores financiero y empresarial. Los indicadores mundiales de incertidumbre acerca de las políticas, por ejemplo, han aumentado visiblemente en el último año, aparentemente en contradicción con los decrecientes indicadores de volatilidad en los principales mercados bursátiles (gráfico 1.3) (capítulo 1 de la edición de abril de 2017 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*)). La incertidumbre acerca de las políticas crea riesgos y posibles efectos de derrame.

**Gráfico 1.3. Incertidumbre acerca de las políticas y volatilidad del mercado accionario**  
(Índice)



Fuentes: Bloomberg L.P. y Haver Analytics.

Nota: El índice de incertidumbre de las políticas económicas de Estados Unidos desarrollado por Scott Baker y Nicholas Bloom de la Universidad de Stanford y Steven Davis de la Universidad de Chicago (2012). VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

## Una gama más amplia de riesgos mundiales

La variedad de riesgos que rodean el pronóstico mundial es más amplia que de costumbre:

- Aunque se prevé un ritmo moderado de *aumentos de las tasas de interés de Estados Unidos*, conforme al mandato de estabilidad de precios conferido a la Reserva Federal, las modificaciones al conjunto de políticas entrañan riesgos, dependiendo de cómo evolucione el lado de la oferta de la economía. Si los incrementos de la demanda impulsados por medidas fiscales colisionan con limitaciones más rígidas de la capacidad, será necesario que las tasas de interés sigan una trayectoria más empinada para contener incipientes presiones inflacionarias más fuertes. Los pronunciados movimientos de las primas por plazo de Estados Unidos tienden a generar efectos de derrame en otros mercados financieros y pueden dar lugar a un abrupto endurecimiento de las condiciones financieras

mundiales. Ante condiciones financieras más restrictivas, el dólar de EE.UU. se apreciaría más marcadamente, lo cual puede crear dificultades para que las economías que gestionan sus monedas logren alinearlas estrechamente con el dólar. A su vez, un dólar más fuerte podría contribuir a ampliar los déficits externos de Estados Unidos y a generar mayores desequilibrios mundiales.

- A nivel mundial, la *incertidumbre en torno a las políticas* ha aumentado considerablemente, debido, entre otras causas, a los potenciales cambios de amplio alcance en la dirección de las políticas de Estados Unidos, que aún no se conocen. En Europa, los términos de la salida de Gran Bretaña de la Unión Europea y el mercado único siguen sin definirse. Las fuentes omnipresentes de incertidumbre acerca de las políticas pueden desencadenar una acrecentada aversión al riesgo en los mercados y una reversión de sus tendencias recientes. Otros riesgos fundamentales incluyen la acumulación de vulnerabilidades en el sistema financiero de China al extenderse y mantenerse las políticas de estímulo, y la debilidad de los balances y los descaldes de monedas en otras economías de mercados emergentes que podrían amplificar la restricción de las condiciones financieras.
- Las vulnerabilidades a escala mundial incluyen el auge de un *nacionalismo económico*, acompañado por una mayor antipatía hacia el comercio, la inmigración y la globalización en Europa y Estados Unidos. El riesgo asociado con la adopción de medidas proteccionistas y de represalia reduciría el crecimiento mundial mediante un menor nivel de comercio, migración y flujos de inversión transfronterizos. Este riesgo también aumenta la incertidumbre acerca de la política económica, e implica la posibilidad de un endurecimiento más drástico que el esperado de las condiciones financieras mundiales, creando posibles tensiones en muchas economías de mercados emergentes y en algunos países de bajo ingreso.

Las decisiones de política y una reducción de la correspondiente incertidumbre serán por lo tanto cruciales para conformar las perspectivas y disminuir los riesgos. A nivel mundial, el personal técnico del FMI continúa recomendando un enfoque de políticas de *tres vertientes* que se basa en las políticas fiscales y estructurales además de la política monetaria y se adapta a las circunstancias de cada país para fortalecer las perspectivas de crecimiento (capítulo 1 de la edición de abril de 2017 del informe WEO). Salvaguardar un sistema de comercio multilateral abierto y basado en reglas también será crucial para preservar la expansión económica mundial. Al mismo tiempo, los gobiernos deberán hacer más para garantizar que los beneficios del progreso tecnológico y la integración económica se compartan más ampliamente a través de políticas redistributivas e inversiones en desarrollo de aptitudes y educación de alta calidad, y facilitando el ajuste del mercado laboral.

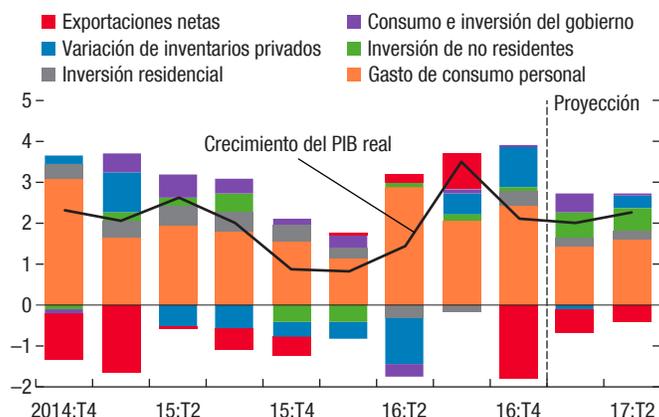
## Perspectivas para Estados Unidos: Mayor crecimiento, mayores riesgos

La economía de Estados Unidos recobró ímpetu en el segundo semestre de 2016, con una fuerte creación de empleo, un sólido crecimiento del ingreso disponible y un robusto gasto de consumo. El crecimiento del PIB real se acomodó en 1,9 por ciento (tasa anual desestacionalizada) en el último trimestre de 2016, después de exhibir una sustancial volatilidad trimestral durante el curso del año (vinculada en gran medida a las fluctuaciones de los inventarios). A lo largo del año, el consumo siguió siendo el motor del crecimiento, mientras que un dólar más fuerte y la reestructuración del sector petrolero frenaron las inversiones de las empresas (gráfico 1.4)<sup>2</sup>.

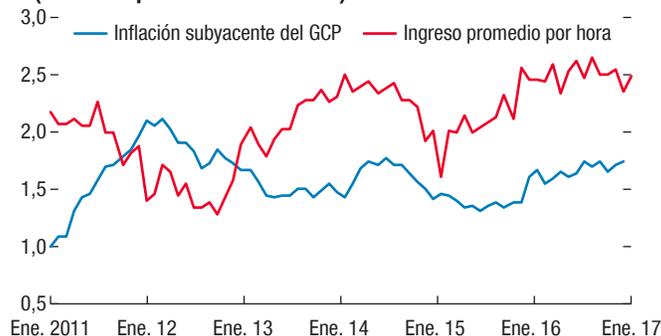
<sup>2</sup>En los últimos años, las utilidades de las empresas han sido utilizadas, en gran medida, para un incremento de los dividendos, la recompra de acciones y fusiones y adquisiciones. Desde 2015, estos desembolsos por parte de las empresas han venido superando las ganancias, un fenómeno observado durante las últimas tres recesiones, pero no en períodos de expansión.

**Gráfico 1.4. Crecimiento e inflación en Estados Unidos, índice del dólar y diferenciales de tasa de interés**

### 1. Estados Unidos: Contribuciones al crecimiento del PIB (Variación porcentual respecto del trimestre anterior; tasa anual desestacionalizada)



### 2. Estados Unidos: Inflación y crecimiento de los salarios (Variación porcentual interanual)



### 3. Estados Unidos: Índice del dólar y diferencial de rendimiento<sup>1</sup> (Promedio móvil de cinco días)



Fuentes: Bloomberg L.P.; Haver Analytics; Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos (BEA); Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos (BLS); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: GCP = gasto de consumo personal.

<sup>1</sup>Líneas punteadas basadas en la mediana de pronósticos del sector privado del índice del dólar de EE.UU. y tasas a término calculadas del Tesoro de Estados Unidos y el Bund alemán.

La inflación general ha venido subiendo lentamente, aunque la inflación subyacente del gasto de consumo personal, situada en 1,8 por ciento, sigue estando por debajo del objetivo de 2 por ciento fijado por la Reserva Federal. La anterior apreciación del dólar de EE.UU. y el lastre de los precios de las importaciones no petroleras han mantenido atenuadas las presiones inflacionarias, pero ahora estos efectos se están disipando. La economía se aproxima al pleno empleo y la contracción de los mercados laborales permitió que el ingreso medio por hora de trabajo aumentara un 2,7 por ciento en los últimos 12 meses, mientras que la participación en la fuerza laboral sigue cayendo. Al continuar disminuyendo la capacidad ociosa de la economía, se proyecta que la inflación subyacente repunte gradualmente y alcance la meta de la Reserva Federal para mediados de 2018.

Se proyecta que la actividad económica de Estados Unidos se expanda sólidamente un 2,3 por ciento y un 2,5 por ciento en 2017 y 2018, respectivamente. El consumo privado y la inversión fija deberían beneficiarse del estímulo fiscal observado y previsto. Los pronósticos del personal técnico del FMI suponen una expansión fiscal en 2017–19, principalmente a partir de una reducción de los impuestos que pagan tanto los hogares como las empresas. Con el tiempo, se proyecta que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se amplíe (a casi 3½ por ciento del PIB para 2020), y se prevé que la situación de las finanzas públicas empeore (acercándose la deuda en poder del público al 110 por ciento del PIB para 2022). Si bien las perspectivas a corto plazo lucen favorables, en un horizonte a más largo plazo existen importantes incertidumbres vinculadas a posibles cambios en la orientación de las políticas públicas en Estados Unidos.

## Cambios en la dirección de las políticas de Estados Unidos

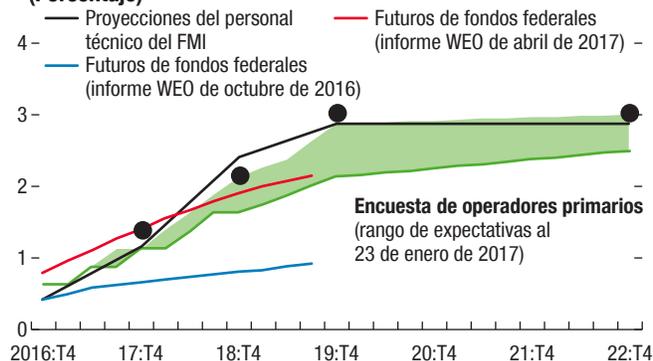
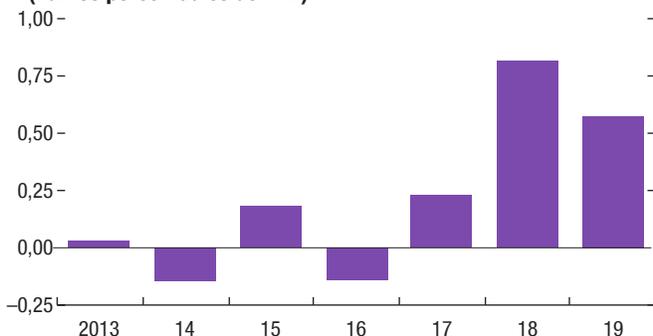
### Conjunto de políticas

Con el nuevo gobierno, se toma como supuesto una modificación del *conjunto de políticas* de Estados

Unidos —con más estímulo fiscal y un ritmo más rápido de normalización de la política monetaria— en la proyección del escenario base. Estos cambios previstos de las políticas públicas parecen haber sido ya descontados en gran medida por los mercados en los precios, con un empinamiento de la curva de rendimientos, precios más altos de las acciones y una apreciación del dólar de EE.UU. desde noviembre.

- Por el lado *fiscal*, la dirección de las propuestas existentes indica políticas expansivas mediante recortes del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto sucesorio; la reforma del impuesto sobre la renta de las empresas, y, posiblemente, inversión pública o privada con respaldo oficial en infraestructura. Por consiguiente, el personal técnico del FMI prevé un mayor impulso fiscal en comparación con los pronósticos del informe WEO de octubre pasado (gráfico 1.5). Concretamente, el personal técnico del FMI supone un aumento equivalente a 1,2 por ciento del PIB en el déficit primario federal ajustado en función del ciclo desde 2017–19, impulsado por los recortes del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de las empresas<sup>3</sup>. Los pronósticos anteriores preveían una consolidación constante. Mientras que estimula el crecimiento, tal expansión fiscal causaría probablemente un aumento duradero del déficit presupuestario y una creciente deuda pública, que se sumarán a las presiones presupuestarias ya existentes causadas por el envejecimiento demográfico.
- Con respecto a la *política monetaria*, se supone que un ritmo más enérgico de aumentos de la tasa de política monetaria por parte de la Reserva Federal mantendrá contenida la inflación. Concretamente, los pronósticos del personal técnico del FMI suponen tres

<sup>3</sup>La proyección de base incluye varios supuestos en materia de políticas. Se estima un estímulo fiscal de 2 por ciento del PIB, acumulado durante el período 2017–19, consistente en una reducción de la tasa del impuesto sobre la renta de las personas físicas equivalente al 1,1 por ciento del PIB a lo largo de tres años; la reforma del impuesto sobre la renta de las empresas equivalente a 0,9 por ciento del PIB. Otras medidas de política no se han incluido en la proyección debido a la incertidumbre acerca de su formato definitivo y la definición de los parámetros respectivos.

**Gráfico 1.5. Cambiante conjunto de políticas de Estados Unidos****1. Estados Unidos: Expectativas de las tasas de política monetaria<sup>1</sup> (Porcentaje)****2. Estados Unidos: Variación del impulso fiscal<sup>2</sup> (Puntos porcentuales del PIB)**

Fuentes: Bloomberg L.P.; Junta de la Reserva Federal; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Las marcas negras denotan a la mediana de puntos del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de diciembre de 2016.

<sup>2</sup>Diferencia de impulso fiscal entre los pronósticos de abril de 2017 y octubre de 2016. El impulso fiscal es el valor negativo de la variación del saldo primario estructural.

aumentos de dicha tasa en 2017 y cinco en 2018, en concordancia con la orientación más reciente proporcionada por los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (gráfico 1.5). Los mercados de futuros también prevén ahora una trayectoria más empinada para la tasa de política monetaria del banco central en comparación con octubre pasado. Se prevé que la inflación aumente moderadamente a más del 2 por ciento y luego converja, desde arriba, hacia los objetivos de mediano plazo de la Reserva Federal, lo que representa una trayectoria de inflación en general sin cambios respecto del pronóstico formulado por el personal técnico del FMI en octubre de 2016.

Por último, en términos de *riesgos a corto plazo*, la combinación de expansión fiscal y restricción monetaria bien puede inducir mayor presión al alza sobre el dólar de EE.UU., especialmente si el estímulo fiscal resulta ser mayor que el actualmente previsto o si las presiones inflacionarias se evidencian más rápidamente.

**Cambios estratégicos y riesgos en doble sentido**

Más allá de un nuevo conjunto de políticas, se están considerando cambios que posiblemente sean de gran alcance en la dirección subyacente de las políticas de Estados Unidos. Dependiendo de cómo se ejecuten, representan riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas de Estados Unidos a mediano plazo.

- *Reforma del impuesto sobre las empresas.* Se prevé que una revisión estructural del impuesto sobre la renta de las empresas de Estados Unidos implique una simplificación del sistema tributario con tasas medias más bajas y una base más amplia. Este cambio sería positivo para el crecimiento a largo plazo y, en tanto genera una pérdida de ingresos fiscales, también aportará un estímulo a la demanda a corto plazo. Una propuesta clave hoy en estudio es el impuesto sobre los flujos de efectivo basado en el destino (DBCFT, por sus siglas en inglés), el cual, de ser implementado, tendería a estimular la inversión empresarial y el crecimiento económico a nivel interno y alentaría a las empresas a trasladar sus ingresos o su producción de otras jurisdicciones tributarias a Estados Unidos (véase el recuadro 1.1). Sin embargo, el ajuste en frontera inherente a un DBCFT puede crear tensiones con las normas vigentes de la Organización Mundial del Comercio, lo cual podría precipitar conflictos comerciales y posibles represalias por parte de los socios comerciales. Un apartamiento del actual sistema de apertura comercial representaría un riesgo negativo para las perspectivas de Estados Unidos.

- *Regulación empresarial.* El nuevo gobierno ha ordenado reexaminar las normas federales existentes que afectan a las empresas en una diversidad de aspectos, con el objeto de reducir las progresivamente. Una desregulación focalizada que permita la simplificación y racionalización de las normas existentes, la armonización de las regulaciones entre los diversos estados o una mejor coordinación de la reforma tributaria con la reforma regulatoria podría representar una ventaja para las perspectivas al estimular la eficiencia, el crecimiento y la creación de empleo. La desregulación podría tener, sin embargo, efectos secundarios negativos no previstos para el medio ambiente, la seguridad ocupacional o la protección para quienes generan menos ingresos.
- *Regulación financiera.* El gobierno también tiene previsto modificar la regulación del sector financiero, incluida una reconsideración de algunos aspectos de la Ley Dodd-Frank. Parece haber margen para hacer menos gravosa dicha legislación, particularmente para instituciones financieras más pequeñas, entre otras cosas, adaptando algunos elementos del marco regulatorio actual (por ejemplo, umbrales más altos del tamaño de los activos en la aplicación de normas prudenciales reforzadas) u otorgando alivio regulatorio a bancos pequeños o comunitarios. Sin embargo, muchas disposiciones de las normas regulatorias existentes han contribuido a hacer considerablemente más seguro y resistente el sistema financiero estadounidense y mundial. Al diluir esas disposiciones se podría fortalecer el crecimiento a corto plazo, pero se debilitaría la capacidad del sistema financiero para gestionar los riesgos de estabilidad y para hacer frente a la tensión financiera, elevando así la probabilidad de una futura dislocación económica.
- *Política comercial.* Estados Unidos ha declarado recientemente su intención de reabrir los acuerdos comerciales existentes, incluida la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Si se ejecutan correctamente, esos esfuerzos colaborativos para actualizar el TLCAN (por ejemplo, en temas como el comercio electrónico y los servicios financieros y otros servicios) podrían generar potenciales dividendos de crecimiento para todos los países signatarios. Sin embargo, la imposición unilateral de aranceles u otras barreras comerciales a las importaciones resultaría perjudicial tanto para Estados Unidos como para sus socios comerciales, especialmente dada la predominancia del comercio de bienes intermedios y cadenas de valor transfronterizas establecidas. Las implicaciones de las restricciones al comercio se manifestarían a través de un intercambio más débil, mayores costos de producción, encarecimiento de los bienes de consumo importados y un crecimiento potencial más bajo (véase el capítulo 2). Las represalias arancelarias de los socios comerciales agravarían estos efectos negativos.
- *Reforma inmigratoria.* Actualmente, alrededor de 1,3 millones de inmigrantes entran legalmente a Estados Unidos cada año, dando sustento a la fuerza laboral e incidiendo positivamente en la productividad. La reforma de la inmigración basada en las aptitudes podría tener un efecto positivo en el crecimiento potencial de Estados Unidos al incrementar el capital humano, la participación en la fuerza laboral y la productividad. Sin embargo, un enfoque más restrictivo de la política inmigratoria de Estados Unidos, si se aplica de forma generalizada, frenaría la afluencia de trabajadores tanto calificados como no calificados, potencialmente deprimiría la innovación y el crecimiento de la productividad y reforzaría las tendencias demográficas de una población en proceso de envejecimiento. Estos resultados tendrían efectos perjudiciales en el crecimiento potencial. Dependiendo de su escala, las restricciones podrían también crear una presión al alza sobre los costos de producción incluyendo salarios de Estados Unidos (aunque esto sería beneficioso para los

hogares de bajos ingresos). Esas restricciones crearían efectos de derrame negativos para los países que dependen de las remesas provenientes de Estados Unidos y de los flujos migratorios hacia este país (véanse los capítulos 2 y 5).

## Prioridades de política para Estados Unidos

En el más largo plazo, las *finanzas públicas* de Estados Unidos se encuentran en una trayectoria insostenible dados los aumentos futuros de las erogaciones en salud y en pensiones a medida que la población envejece y se desacelera el producto potencial. Sigue faltando una estrategia creíble de reducción del déficit y de la deuda. Si aborda los desequilibrios fiscales a mediano plazo, Estados Unidos podría crear más espacio para aplicar políticas que mejoren la infraestructura de la nación, den un impulso a su fuerza laboral y mejoren el capital humano.

Las *políticas estructurales* deben priorizar las medidas que puedan elevar el producto potencial y reducir los índices de pobreza. Tales medidas incluyen inversión en infraestructura, gasto en educación, redes de protección social más robustas (como la ampliación de los créditos impositivos por ingresos del trabajo), reforma tributaria y del sistema de pensiones y un aumento del salario mínimo. Las medidas orientadas a ampliar el acervo de mano de obra calificada incluyen una reforma de la inmigración basada en las aptitudes, la capacitación laboral y la asistencia para el cuidado infantil. Las reformas al sistema migratorio de Estados Unidos deberían equilibrar el concepto de basarse en las aptitudes para elevar el capital humano de la fuerza laboral con el concepto de tener una base suficientemente amplia como para revertir las tendencias demográficas subyacentes hacia una creciente tasa de dependencia de los adultos mayores. La trayectoria de los costos futuros de salud también debe reducirse, particularmente en el caso de los grupos vulnerables, a fin de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

## Canadá: Perspectivas prometedoras, mayor incertidumbre

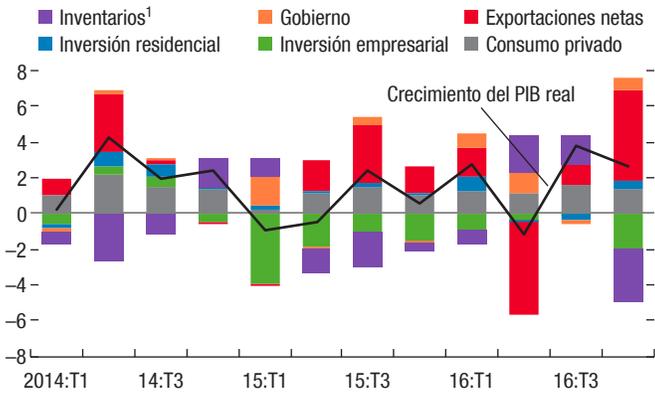
En un año de transición, la economía de Canadá ha experimentado importantes cambios estructurales. La inversión y el empleo han sido reasignados del sector de los recursos naturales a otras áreas de la economía, más notablemente los servicios. El PIB trimestral fue volátil en 2016 tras los graves incendios forestales ocurridos en Alberta y las fluctuaciones en la producción petrolera durante el último año. En general, la economía registró un moderado crecimiento de 1,4 por ciento en 2016, es decir, un aumento respecto del 0,9 por ciento alcanzado en 2015, gracias a que se disipó el lastre que supuso el descenso de los precios de las materias primas. El consumo personal se mantuvo robusto, sustentado por el estímulo fiscal y la expansión del programa de prestaciones para niños (Canada Child Benefit). Sin embargo, la inversión empresarial continuó frenando el crecimiento, mientras que las exportaciones fueron mediocres, debido a retos de competitividad externa para los bienes no relacionados con los recursos naturales vendidos en el mercado estadounidense. No obstante, desde el segundo semestre de 2016 han surgido señales de dinamismo económico (gráfico 1.6) y se proyecta que el crecimiento del PIB se fortalezca a 1,9 por ciento en 2017 y 2 por ciento en 2018. Tras la preparación de las proyecciones del FMI, los datos del PIB de enero y de las nuevas construcciones de marzo señalan que ambos fueron más sólidos de lo que se esperaba.

Por el lado de la oferta, el sector de los servicios (que representa alrededor del 70 por ciento del PIB) ha venido expandiéndose de forma constante. Las actividades financieras e inmobiliarias también han sido estimuladas por el auge de los mercados de la vivienda. La reorientación hacia los sectores no vinculados con los recursos naturales ha avanzado gradualmente<sup>4</sup>,

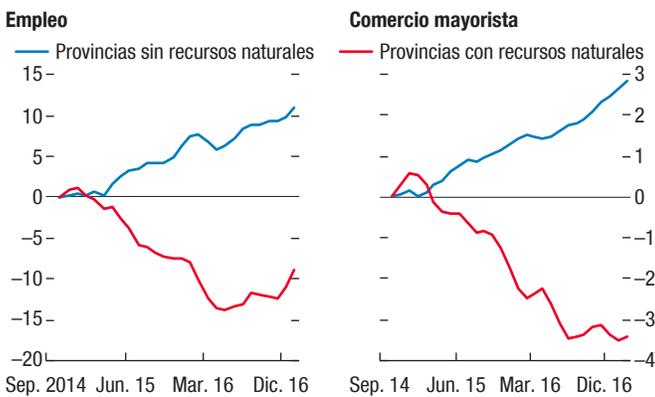
<sup>4</sup>La debilitada posición inicial de la competitividad de Canadá en el mercado estadounidense ayuda a explicar la lenta respuesta de las exportaciones de bienes no vinculados con los recursos naturales a un tipo de cambio más competitivo, como lo evidencia el estancamiento de las exportaciones de bienes canadienses en los últimos años (véase

**Gráfico 1.6. Canadá: Crecimiento, desplazamientos sectoriales y precios del petróleo más bajos**

**1. Canadá: Contribuciones al crecimiento del PIB (Variación porcentual respecto del trimestre anterior; tasa anual desestacionalizada)**



**2. Canadá: Indicadores económicos regionales<sup>2</sup> (Variación respecto de octubre de 2015; promedio móvil de tres meses; puntos porcentuales)**



**3. Canadá: Precios del petróleo West Texas Intermediate y costos de equilibrio de proyectos de arenas petrolíferas (Dólares de EE.UU. por barril)**



Fuentes: Haver Analytics; IHS Markit; y Dirección General de Estadísticas de Canadá.  
 Nota: SAGD = drenaje gravitacional asistido por vapor.  
<sup>1</sup>Incluye discrepancia estadística.  
<sup>2</sup>Las provincias sin recursos naturales son Columbia Británica, Ontario y Quebec; las provincias con recursos naturales son Alberta y Saskatchewan.

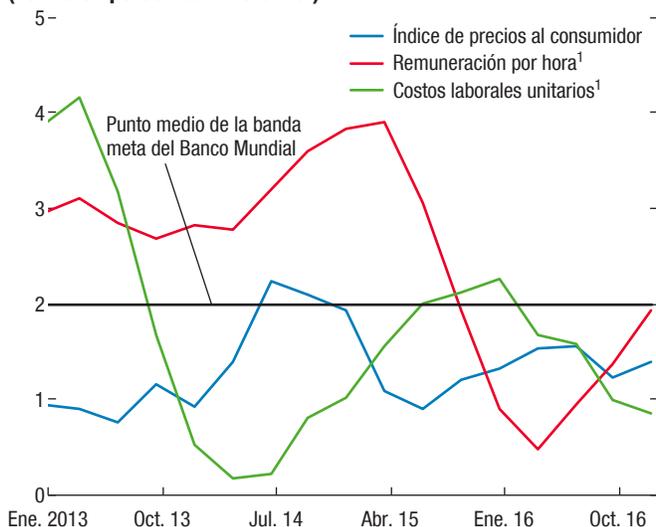
respaldada por una política monetaria y fiscal acomodaticia así como por la flexibilidad de los mercados laborales (que facilitan la migración interprovincial). A nivel provincial, los divergentes indicadores regionales destacan un desplazamiento sectorial subyacente en la economía (gráfico 1.6). Las provincias ricas en recursos naturales han registrado una contracción, pero últimamente han mostrado señales de estabilización, y el alza de los precios del petróleo desde mediados de 2016 hoy coloca a esos precios muy por encima de los costos operativos de muchos productores de arenas petrolíferas (aunque todavía por debajo de sus costos de equilibrio de ciclo completo). Los indicadores de confianza del mercado y de tensión empresarial relacionados con las empresas energéticas han mejorado visiblemente.

En cuanto a los precios, las presiones inflacionarias se mantienen bajas. Durante la mayor parte del año pasado, la inflación general del índice de precios al consumidor se ubicó entre 1 por ciento y 1,5 por ciento, debajo del punto medio de la banda meta de 1 a 3 por ciento fijada por el Banco de Canadá, aunque más recientemente ha aumentado a alrededor del 2 por ciento debido al aumento de los precios de la gasolina. Los indicadores de inflación subyacente también han caído por debajo del 2 por ciento desde fines de 2016, debido a los efectos decrecientes del traspaso del tipo de cambio, la duradera capacidad excedente en la economía y el débil crecimiento de los costos unitarios de la mano de obra (gráfico 1.7). Con la productividad de las empresas situada entre 1 por ciento y 1,5 por ciento en el último año, el incremento de los costos unitarios de la mano de obra ha rondado el 1 por ciento, generando poca presión al alza sobre los precios.

también el capítulo 3). Conforme a la “enfermedad holandesa”, el boom petrolero de la última década estuvo acompañado de un alza significativa del valor del dólar canadiense, que explica en parte una erosión de la competitividad externa para las industrias exportadoras de bienes no vinculados con los recursos naturales. La proporción de exportaciones canadienses no vinculadas con dichos recursos cayó de casi 20 por ciento a mediados de los años noventa a alrededor de 10 por ciento durante el período de auge del petróleo.

**Gráfico 1.7. Inflación moderada y presiones de costos**

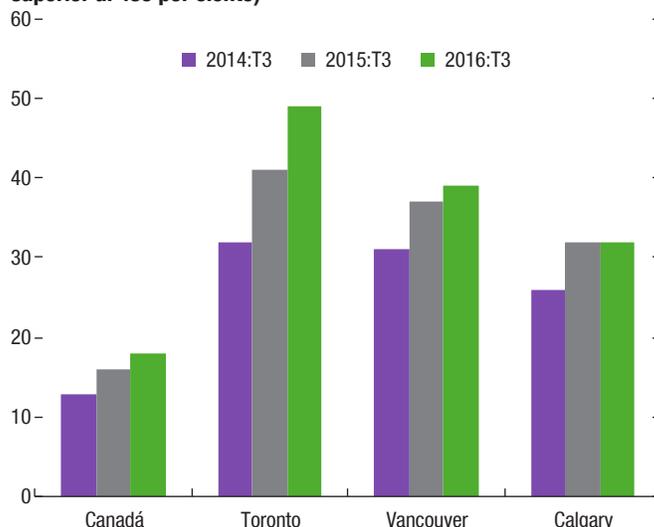
**Canadá: Inflación y costos laborales (Variación porcentual interanual)**



Fuente: Dirección General de Estadísticas de Canadá.  
<sup>1</sup>Sector empresarial. Promedio móvil de tres trimestres.

**Gráfico 1.8. Aumento del endeudamiento hipotecario**

**Canadá: Proporción de prestatarios con alta deuda hipotecaria (Proporción porcentual de hipotecas con relación préstamo-ingreso superior al 450 por ciento)**



Fuente: Banco de Canadá (2016).

## Elevadas vulnerabilidades macrofinancieras

El sector de la vivienda sigue planteando riesgos para la estabilidad macrofinanciera. Los altos o crecientes precios de las viviendas en los principales mercados inmobiliarios han llevado a un mayor número de prestatarios a adquirir hipotecas de mayor monto con una relación préstamo-ingreso más elevada<sup>5</sup>. Los tomadores de préstamos hipotecarios altamente apalancados tienden a concentrarse en los más onerosos mercados metropolitanos de viviendas (gráfico 1.8). En general, el endeudamiento de los hogares siguió aumentando (acercándose a un máximo histórico de casi 170 por ciento del ingreso disponible). La relación entre deuda total y servicio de la deuda de los hogares ha permanecido en general sin variaciones, y los menores pagos de intereses (resultantes de tasas más bajas) compensan las

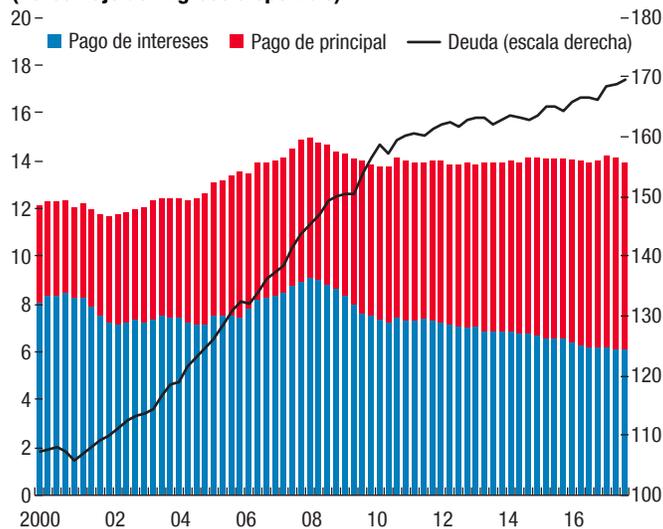
<sup>5</sup>La proporción de prestatarios hipotecarios con una relación préstamo-ingreso superior a 450 por ciento aumentó de 32 por ciento en 2014 a 49 por ciento en 2016 en Toronto, y de 31 por ciento en 2014 a 39 por ciento en 2016 en Vancouver. Véase Banco de Canadá (2016).

amortizaciones de capital más elevadas (que reflejan una mayor deuda) (gráfico 1.9).

Aunque el sistema bancario es sólido y su rentabilidad es alta, la exposición de los bancos a hogares

**Gráfico 1.9. Elevada y creciente deuda de los hogares**

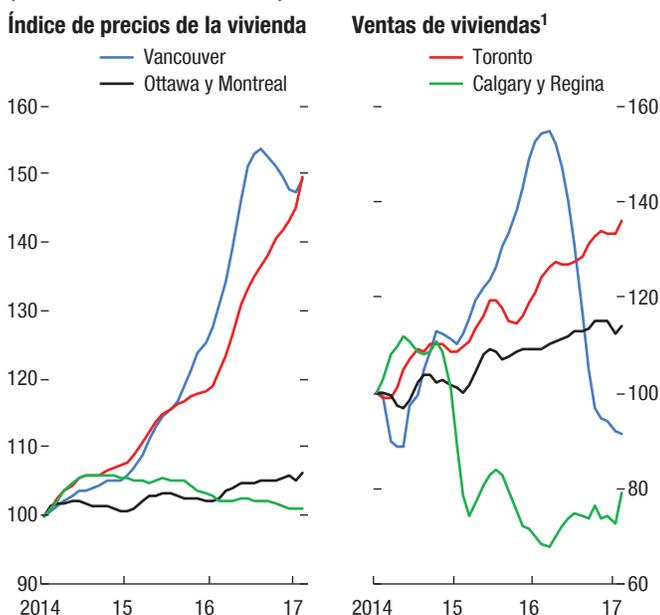
**Canadá: Relación entre deuda y servicio de la deuda de los hogares (Porcentaje del ingreso disponible)**



Fuente: Dirección General de Estadísticas de Canadá.

### Gráfico 1.10. Enfriamiento en algunos mercados inmobiliarios

Canadá: Mercados inmobiliarios regionales  
(Índice: enero de 2014 = 100)



Fuente: Asociación Canadiense de Bienes Raíces.  
¹Promedio móvil de tres meses.

altamente endeudados ha aumentado. Los préstamos hipotecarios y de consumo representan alrededor de un tercio de los activos bancarios. En caso de que los riesgos no se afrontaran completamente, un escenario de riesgo verosímil (aunque extremo) contemplaría una grave recesión y un aumento sustancial y persistente del desempleo que podría desencadenar efectos macrofinancieros negativos, lo cual produciría un aumento de los incumplimientos de pago de hipotecas y una profunda corrección del precio de la vivienda. La rentabilidad y capitalización de los bancos se verían perjudicadas, y esto generaría una contracción del crédito y amplificaría los efectos de derrame negativos.

Las autoridades siguen siendo proactivas en cuanto a contener las vulnerabilidades del sector de la vivienda. En el último año, han adoptado nuevas medidas de política macroprudencial, incluido el requisito de que los prestadores sometan a todos los prestatarios asegurados a pruebas de tensión de las tasas hipotecarias, el endurecimiento de los criterios para que las hipotecas con una baja relación préstamo-valor puedan acceder a la cobertura

del seguro de cartera y la implementación de expectativas de supervisión más estrictas para las normas de suscripción de préstamos hipotecarios y requisitos más exigentes de capitalización bancaria<sup>6</sup>. Últimamente, algunos mercados de la vivienda han mostrado señales de enfriamiento. En Vancouver, por ejemplo, tanto los precios como las ventas de viviendas han caído, lo cual probablemente se ha debido a la aplicación de medidas macroprudenciales más estrictas, así como a nuevas medidas tributarias a nivel provincial y municipal que se introdujeron durante el último año (gráfico 1.10)<sup>7</sup>.

### Mayores riesgos al alza y a la baja

Las perspectivas a mediano plazo para la economía canadiense están algo empañadas por la incertidumbre acerca de la demanda externa, las políticas del nuevo gobierno de Estados Unidos y la falta de un claro motor del crecimiento en vista de que continúan los desplazamientos entre sectores. Asimismo, el envejecimiento demográfico habrá de acelerarse, si bien desde un nivel relativamente bajo en comparación con otras economías avanzadas, ya que se observa que el número de personas en edad de trabajar (de entre 15 y 64 años) está comenzando a disminuir como proporción de la población total. Los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas son significativos:

- *Mayor incertidumbre acerca de la orientación de las políticas de Estados Unidos y su efecto de derrame.* Estados Unidos es el socio comercial predominante de Canadá (receptor de alrededor del 75 por ciento de las exportaciones de bienes canadienses), y el estímulo fiscal estadounidense podría beneficiar el crecimiento de Canadá, dependiendo de cómo se implementen los cambios al conjunto de políticas en aquel país.

<sup>6</sup>Otras medidas anunciadas incluyeron el cierre de las lagunas tributarias correspondientes a las exenciones del impuesto sobre las ganancias de capital para las residencias principales, y el inicio de consultas sobre la distribución del riesgo entre prestamistas (mecanismo que exigiría a los prestamistas hipotecarios absorber una parte de las pérdidas por créditos sobre hipotecas aseguradas).

<sup>7</sup>En 2016, el gobierno de Columbia Británica introdujo un impuesto del 15 por ciento sobre la transferencia de propiedades para los compradores extranjeros en la zona del Gran Vancouver, y la ciudad de Vancouver estableció un nuevo impuesto sobre las viviendas deshabitadas.

Si Estados Unidos avanzara en la adopción de medidas de proteccionismo comercial, la demanda extranjera se reduciría, ejerciendo un freno sobre las exportaciones y la inversión empresarial canadienses.

- *Una fuerte corrección en los mercados inmobiliarios internos.* Esta corrección podría ser el resultado de un aumento más brusco de lo previsto en las tasas de interés hipotecarias, junto con condiciones financieras mundiales más restrictivas, o un cambio repentino en las expectativas de precios, especialmente en los mercados inmobiliarios actualmente en auge. El riesgo de estabilidad financiera podría surgir si la corrección del mercado inmobiliario estuviera acompañada de una grave recesión con un fuerte y persistente aumento del desempleo.

## Prioridades de política en Canadá

Dado que la economía está aún debilitada, el principal desafío de política económica consiste en impulsar el crecimiento a corto plazo y al mismo tiempo impedir una mayor acumulación de desequilibrios, fortalecer la capacidad de resistencia a los shocks y aplicar vigorosamente una reforma estructural para elevar la competitividad externa y el crecimiento a largo plazo.

Desde el punto de vista de las *políticas macroeconómicas*, el actual conjunto de políticas es adecuado. El Banco de Canadá ha mantenido una orientación acomodaticia con una tasa de política monetaria de 0,5 por ciento desde julio de 2015, dada la persistente capacidad económica ociosa, y los mercados suponen que la tasa se mantendrá sin cambios hasta mediados de 2018. El gobierno federal cuenta con espacio fiscal y está comprometido con una política expansiva para sostener la economía. El presupuesto federal de 2017 prevé que el déficit se amplíe levemente de 1,1 por ciento del PIB en el ejercicio fiscal 2016/17 a 1,4 por ciento del PIB en el ejercicio 2017/18, en gran parte debido a un mayor gasto en infraestructura. A nivel provincial, se prevé que llegue a su fin el deterioro de los balances fiscales, con una estabilización de las economías

de las provincias ricas en recursos naturales. Si los riesgos a la baja se materializan, existe margen para que las políticas monetaria y fiscal proporcionen estímulo adicional, pero un respaldo “más fiscal y menos monetario” contribuiría a desalentar la asunción de más deuda por parte de los hogares.

Debería observarse cuidadosamente el impacto de las recientes *medidas de política macroprudencial* antes de decidir la adopción de alguna otra medida. Si los desequilibrios del sector de la vivienda siguen aumentando, quizá se requieran más medidas macroprudenciales, posiblemente dirigidas a abordar los desequilibrios regionales. En cambio, si esos mercados comienzan a corregirse con mucha mayor rapidez que la prevista, y generan inquietudes acerca de la estabilidad financiera, quizá corresponda relajar las medidas macroprudenciales.

Con respecto a la *política estructural*, las autoridades deberían continuar tomando medidas enérgicas para mejorar la productividad y la competitividad externa. A partir de las recomendaciones formuladas por el Consejo Asesor sobre el Crecimiento Económico<sup>8</sup>, en el presupuesto federal de 2017 se propusieron medidas detalladas para fomentar la innovación, mejorar las aptitudes laborales y empoderar a la mujer en el lugar de trabajo. El gobierno también se ha comprometido a establecer un nuevo banco de infraestructura para fines de 2017 con el fin de potenciar los conocimientos especializados y el capital del sector privado. Más allá de estas medidas, para elevar la productividad sería beneficioso redoblar los esfuerzos orientados a diversificar los socios comerciales de Canadá (implementando, por ejemplo, su acuerdo de libre comercio con la Unión Europea) y a reducir las barreras no arancelarias en las diversas provincias.

<sup>8</sup>En marzo de 2016, el Ministro de Finanzas estableció el Consejo Asesor sobre el Crecimiento Económico. En octubre, dicho consejo formuló un conjunto inicial de recomendaciones: 1) el establecimiento de un nuevo banco de infraestructura para atraer financiamiento privado destinado a ese tipo de proyectos; 2) la creación de un Centro para la Inversión en Canadá destinado a reforzar la coordinación entre las autoridades federales y provinciales con el fin de atraer inversión extranjera directa, y 3) la creación de una estrategia de aptitudes mundiales para ayudar a las empresas a contratar inmigrantes altamente calificados con mayor rapidez. En febrero de 2017, el Consejo publicó un segundo conjunto de recomendaciones, que incluían medidas para impulsar la innovación, las aptitudes laborales y el comercio.

### Recuadro 1.1. El impuesto sobre los flujos de efectivo basado en el destino

La propuesta de la Cámara de Representantes de Estados Unidos para una reforma tributaria fundamental procura reemplazar el impuesto sobre la renta de las empresas por un *impuesto sobre los flujos de efectivo con ajuste en frontera* y una tasa más baja para las empresas estadounidenses. La idea es reducir la carga tributaria y las distorsiones pertinentes transformando el actual impuesto sobre la renta de las empresas de 35 por ciento —el más alto entre las economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos— en un impuesto de 20 por ciento sobre los flujos de efectivo basado en el destino (DBCFT, por sus siglas en inglés) para alentar la inversión y el empleo en Estados Unidos

¿Cómo funcionaría? Este impuesto tiene dos componentes básicos<sup>1</sup>. Al tratarse de un *impuesto sobre el flujo de efectivo*, los impuestos sobre las empresas se pagarían sobre los ingresos menos los gastos, incluidos salarios, inversión e insumos intermedios utilizados en la producción. De ese modo, el sistema existente de deducciones por depreciación y deducciones de pagos de intereses netos sería eliminado y reemplazado por un reconocimiento inmediato de la inversión de capital como gasto. Esta estrategia permitiría eliminar el sesgo hacia el endeudamiento por parte de las empresas estadounidenses a la hora de elegir entre inversión financiada mediante deuda o venta de acciones (dado que los costos de intereses ya no serían deducibles de impuestos) y gravaría las rentas económicas en lugar de la rentabilidad normal del capital (y, de ese modo, se eliminaría una distorsión tributaria existente en las decisiones de inversión).

Segundo, el componente *basado en el destino* significaría exceptuar a las exportaciones y gravar las importaciones. La tributación de las importaciones podría lograrse tratándolas como gastos no deducibles o implementando un *ajuste en frontera*. Combinándose ambas medidas, la tributación de las empresas pasaría de basarse en la fuente (lugar de producción) a basarse en el destino (lugar de consumo) en forma análoga al impuesto al valor agregado (IVA). Esencialmente, pasar a aplicar un DBCFT es equivalente a elevar el IVA y reducir los impuestos sobre la nómina salarial o subsidiar el salario:

$$\frac{\text{Ingresos} - \text{compras intermediarias} + \text{importaciones} - \text{exportaciones} - \text{salarios}}{\text{Base del IVA}}$$

La adopción de un impuesto basado en el destino eliminaría, de hecho, los incentivos para que las empresas desplacen sus ingresos o su producción desde Estados Unidos a jurisdicciones que aplican impuestos más bajos (por ejemplo, mediante el traslado de la propiedad intelectual, la aplicación de precios de transferencia y una subcapitalización). Este cambio limitaría los problemas de erosión de la base tributaria y el desplazamiento de las utilidades fuera de Estados Unidos.

Si se adoptase, ¿cuáles son las consecuencias del DBCFT en un plano más general? Los *efectos macroeconómicos* para la economía estadounidense dependerían de la especificación exacta del impuesto y su impacto en el déficit fiscal. Suponiendo la neutralidad de los ingresos fiscales, el sistema tributario propuesto estimularía la inversión estadounidense e induciría la reasignación de capacidad productiva hacia Estados Unidos (véase el recuadro 1.1 de la edición de abril de 2017 del informe *Fiscal Monitor*). Los beneficios surgirían en gran medida de la eliminación de las actuales distorsiones tributarias sobre la inversión. Cualquier modificación impositiva de esta magnitud, sin embargo, exigiría contar con normas de transición aplicables al capital y la deuda existentes de las empresas, resolver las complicaciones vinculadas con la tributación del sector financiero y definir la forma en que se devolverían impuestos a sectores que probablemente enfrenten persistentes pérdidas tributarias. El cambio tendría también efectos distributivos inciertos sobre el ingreso dependiendo de su implementación.

Este recuadro fue preparado por Emanuel Kopp, con aportes del equipo de Estados Unidos.

<sup>1</sup>Véase Auerbach *et al.* (2017) para una discusión más detallada.

**Recuadro 1.1** (continuación)

La propuesta también tiene importantes *implicaciones de efectos de derrame*. La adopción de un DBCFT probablemente daría lugar a una significativa apreciación del tipo de cambio real de Estados Unidos en virtud de un fortalecimiento del dólar. Una variación potencialmente grande en el valor del dólar afectaría los balances financieros, particularmente en economías que tienen posiciones en dólares sin coberturas y apalancadas. Desde un punto de vista del diseño, una posible discordancia del ajuste en frontera con los principios de la Organización Mundial del Comercio podría abrir la puerta a importantes medidas de represalia por parte de los socios comerciales. Además, muchos países se enfrentarían al desafío de atraer inversión extranjera directa y controlar la erosión de su base tributaria y el desplazamiento de las utilidades a Estados Unidos desde sus jurisdicciones de origen.

## Referencias

- Auerbach, A., M. Devereux, M. Keen y J. Vella. 2017. “Destination-Based Cash Flow Taxation”. Working Paper 17/01, Oxford University Centre for Business Taxation, Oxford, Reino Unido.
- Banco de Canadá. 2016. *Financial System Review*. Banco de Canadá, Ottawa, diciembre.

## 2. América Latina y el Caribe: Trazando la ruta hacia un mayor crecimiento

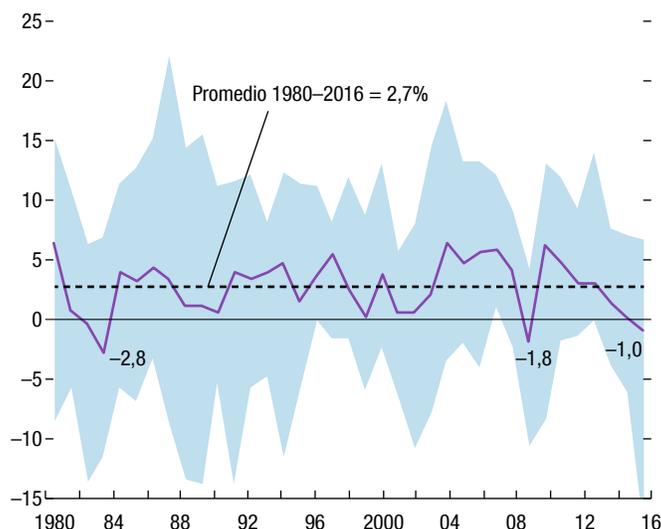
A la par de cambios importantes en el panorama mundial, las economías de América Latina y el Caribe continúan recuperándose de la recesión regional de 2016. Se espera que la actividad económica en la región repunte gradualmente este año y el próximo, pero las perspectivas han empeorado con respecto a lo proyectado en octubre pasado, y el crecimiento a mediano plazo sigue siendo bajo, aproximadamente de 2,6 por ciento. La inflación está cediendo en varias economías, a medida que se disipa el efecto de traspaso de las últimas depreciaciones. Al mismo tiempo, los riesgos para el crecimiento han aumentado, en un contexto de mayor crecimiento en las economías avanzadas, pero también de mayor incertidumbre en términos de las políticas a nivel mundial, con una posible reorientación en el régimen de políticas de Estados Unidos, un auge del nacionalismo económico en las economías avanzadas y un potencial endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. En medio de este complicado contexto externo, se requiere apuntalar los ajustes fiscales y externos con el fin de preservar y reponer los márgenes de maniobra. La definición de una ruta hacia un crecimiento mayor, sostenible y más equitativo requerirá también de reformas estructurales más vigorosas destinadas a cerrar brechas en la calidad de la infraestructura; a mejorar el clima de negocios, la gestión de gobierno y los resultados en educación; y a promover la participación de la mujer en la fuerza laboral a fin de estimular el crecimiento a mediano plazo y fomentar la convergencia hacia los niveles de ingreso de las economías avanzadas.

### Evolución reciente y perspectivas: Cambios en el panorama mundial

El crecimiento económico registrado en América Latina y el Caribe en 2016 es el tercero más bajo en aproximadamente 30 años, con una contracción de 1 por ciento tras el estancamiento de 2015 (gráfico 2.1).

Este capítulo fue preparado por S. Pelin Berkmen y Juan Yépez, con aportes de Valentina Flamini y Jaume Puig. La sección sobre América Central fue coordinada por Anna Ivanova, Carlos Janada y Roberto García-Saltos, con la invaluable asistencia de investigación de Yixi Deng y Victoria Valente. La sección sobre el Caribe fue coordinada por Bert van Selin. Las simulaciones del modelo del recuadro 2.1 estuvieron a cargo de Michal Andrle y Benjamin Hunt. Genevieve Lindow brindó una excelente asistencia en la labor de investigación.

**Gráfico 2.1. Crecimiento del PIB real histórico en América Latina y el Caribe**  
(Variación porcentual interanual)



Fuente: FMI, base de datos del informe WEO.

Nota: La zona sombreada denota el rango máximo y mínimo.

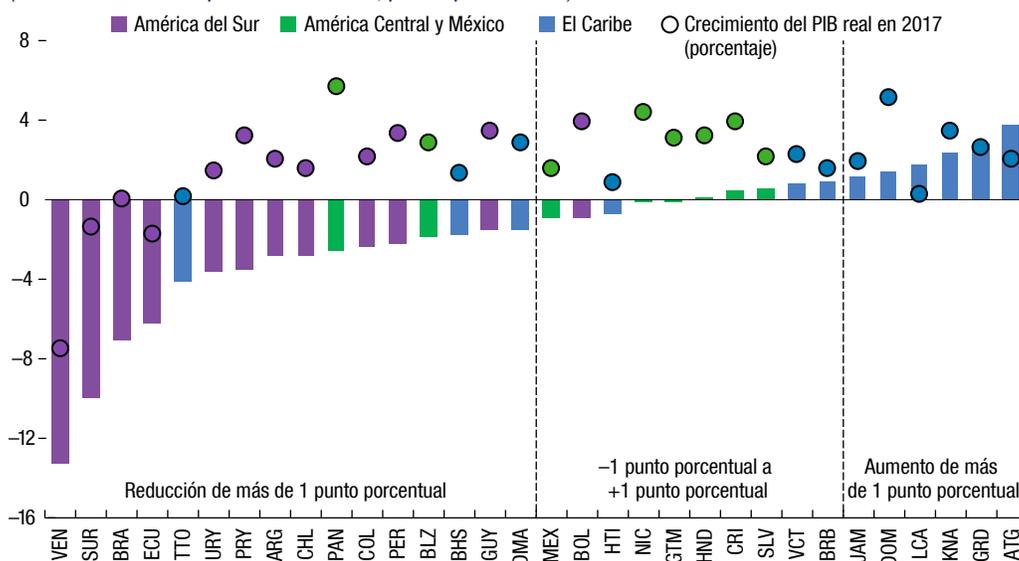
La endeble demanda interna, venida a menos por el ajuste en curso en respuesta a shocks previos de los términos de intercambio y a factores específicos de cada país, ha sido un freno al crecimiento. No obstante, la recesión regional oculta divergencias en el desempeño económico en la región, con un crecimiento relativamente robusto en América Central, contracciones profundas en Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela, y un crecimiento moderado en el resto de los países (gráfico 2.2).

Se espera que la región salga de la recesión gradualmente en 2017, previéndose una expansión de la actividad económica de 1,1 por ciento en 2017 y 2 por ciento en 2018 (cuadro 2.1). A mediano plazo se prevé que el crecimiento permanezca en un nivel moderado de 2,6 por ciento. Las perspectivas responden a cambios fundamentales en el contexto mundial económico y de políticas, así como también a factores internos (gráfico 2.3):

- Una mejora de las perspectivas a corto plazo para las economías avanzadas y China —gracias a la recuperación cíclica y el estímulo fiscal

### Gráfico 2.2. América Latina y el Caribe: Variación del crecimiento del PIB real y proyecciones de crecimiento

(Promedio 2010–14 a promedio 2015–16; puntos porcentuales)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143.

esperado en Estados Unidos, factores cíclicos en Europa y Japón, y la expectativa de que se implementen políticas de estímulo en China— sugiere un aumento de la demanda externa. Se prevé que esta coyuntura respalde las exportaciones de la región, lo cual contribuiría positivamente al crecimiento y facilitaría la continuidad del proceso de ajuste externo (capítulo 3). A mediano plazo, sin embargo, es probable que la demanda externa se sitúe por debajo de la norma histórica, particularmente en vista de la transición de China hacia un modelo de crecimiento más sostenible y que depende menos de la inversión y las importaciones de materias primas.

- Una recuperación modesta de los precios de las materias primas ha revertido parte de las anteriores pérdidas de los términos de intercambio y contribuyó a aliviar la presión sobre los exportadores de materias primas de la región. Aun así, se prevé que los precios de las materias primas continúen siendo bajos en comparación con sus niveles históricos, y el ajuste a estos nuevos niveles seguirá incidiendo de manera crucial en las perspectivas de algunos países.

- Las condiciones financieras internacionales se han tornado más favorables luego del breve endurecimiento que sufrieran tras las elecciones en Estados Unidos. Las expectativas de que la política fiscal se torne expansiva en Estados Unidos han contribuido al fortalecimiento del dólar y al aumento de las tasas de interés del Tesoro de Estados Unidos.

### Cuadro 2.1. Crecimiento del PIB real en América Latina y el Caribe (Porcentaje)

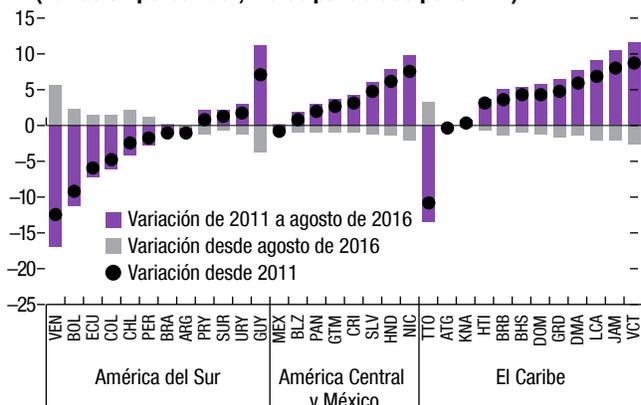
	2015	2016	Proyecciones	
			2017	2018
<b>ALC</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>
América del Sur	-1,2	-2,7	0,6	1,8
CAPRD	5,1	4,5	4,3	4,3
<b>El Caribe</b>				
Economías dependientes del turismo	0,8	1,4	1,9	2,3
Países exportadores de materias primas	-0,4	-4,8	0,6	3,1
<b>Partidas informativas</b>				
AL-6	-0,3	-0,3	1,2	2,1
Brasil	-3,8	-3,6	0,2	1,7
México	2,6	2,3	1,7	2,0

Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

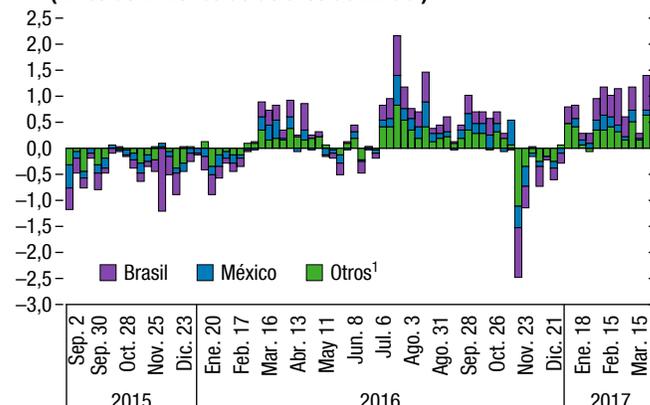
Nota: Promedio ponderado por el PIB en función de la paridad de poder adquisitivo. Véase la información sobre los grupos de países en la página 143. ALC = América Latina y el Caribe; CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

**Gráfico 2.3. Evolución reciente: Condiciones externas más favorables, pero confianza interna moderada**

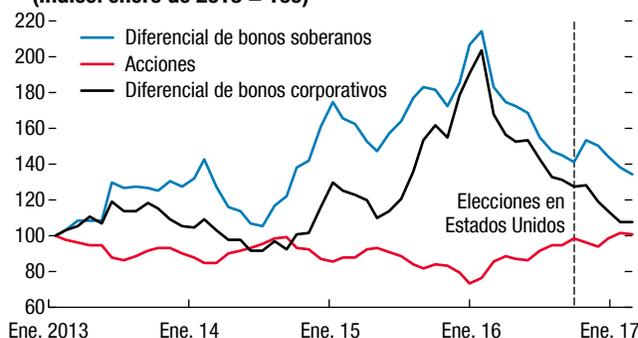
**1. Términos de intercambio de las materias primas**  
(Variación porcentual; índice ponderado por el PIB)



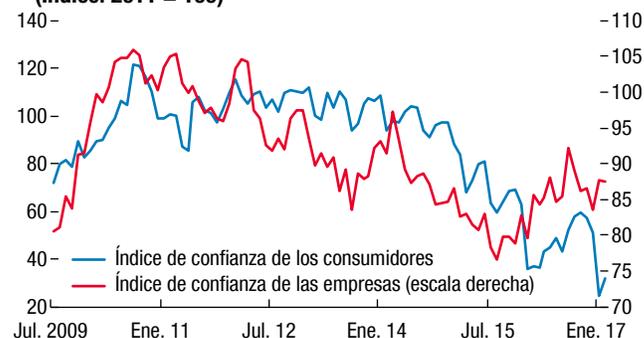
**2. Flujos de acciones y bonos según EPFR**  
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



**3. América Latina: Indicadores financieros<sup>2</sup>**  
(Índice: enero de 2013 = 100)



**4. Índices de confianza<sup>3</sup>**  
(Índice: 2011 = 100)



Fuentes: Bloomberg L.P.; base de datos Emerging Portfolio Fund Research (EPFR); Gruss (2014); Haver Analytics; FMI, base de datos del Sistema de Notificaciones; FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143.

<sup>1</sup>Otros incluye Argentina, Chile, Colombia, Perú, Uruguay y Venezuela.

<sup>2</sup>Los diferenciales de bonos soberanos se refieren al Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan (EMBIG); el índice de mercado accionario se refiere al índice de moneda local de Morgan Stanley Capital International (MSCI); y el diferencial de bonos corporativos se refiere al Índice Corporativo de Bonos de Mercados Emergentes Ampliamente Diversificados de J.P. Morgan.

<sup>3</sup>El índice de confianza de los consumidores es el promedio simple de Brasil, Chile, Colombia y México. El índice de confianza de las empresas es el promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Esta presión al alza sobre los rendimientos hasta el momento ha estado contrarrestada por la caída de los diferenciales soberanos de la región (salvo en México), que refleja una mejora del ánimo del mercado a nivel mundial y otros factores internos en economías que soportan tensiones. Al mismo tiempo, los mercados de acciones se han fortalecido y los diferenciales de los bonos corporativos se han reducido, dando lugar a condiciones financieras aún más favorables. Si bien los flujos de capitales han sido volátiles en el último año, las entradas de flujos de cartera se han recuperado tras las drásticas disminuciones observadas inmediatamente después de las elecciones en Estados Unidos, y

en general los flujos que ingresaron en la región han demostrado ser resistentes, sobre todo en relación con otros mercados emergentes (capítulo 4).

- Una mayor incertidumbre en torno a las políticas a nivel mundial—especialmente en cuanto al carácter y el alcance de las posibles reformas de las políticas tributarias, comerciales e inmigratorias de Estados Unidos— ha mermado la confianza de las empresas y los consumidores en México, y se espera que eso afecte las decisiones de inversión y consumo de las empresas y hogares de ese país. Al mismo tiempo, anticipándose a potenciales cambios

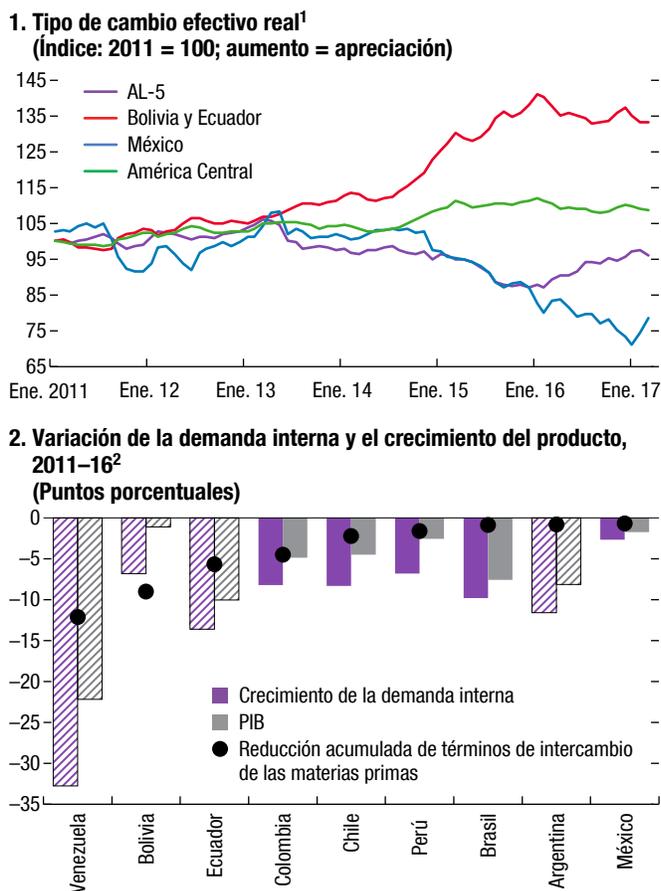
en la política inmigratoria estadounidense, las remesas a México y algunos países de América Central han aumentado últimamente.

- *Los fundamentos económicos, a la par de acontecimientos domésticos*, seguirán incidiendo de forma importante en el desempeño económico de los países. Los avances en la ejecución de las reformas en curso y en la reducción de la incertidumbre política en *Brasil*, la crisis persistente de *Venezuela*, el reequilibrio fiscal y el proceso de desinflación de *Argentina*, y el espacio fiscal limitado, la sobrevaluación de la moneda y la necesidad de reformas estructurales en *Ecuador* seguirán predominando sobre las perspectivas de esos países. Al mismo tiempo, los continuos escándalos de corrupción están pesando sobre el ánimo en muchos países de la región.

## Historia de dos ajustes: Primero, el externo

Ante el descenso de los precios de las materias primas respecto de previos niveles máximos, muchos países permitieron que sus monedas se depreciaran, empezando este proceso de ajuste desde principios de 2013 en un contexto de demanda externa débil. Las monedas de esos países se fortalecieron en general en 2016 en respuesta a la recuperación de los precios de las materias primas, a episodios de fuertes entradas de capital y a una menor incertidumbre en torno a las políticas internas. Una excepción es México, donde las fluctuaciones de la moneda obedecieron a la demora en la reestructuración de la petrolera estatal, Pemex, a cierto deterioro en la percepción acerca de la salud de las finanzas públicas y a la incertidumbre sobre un posible redireccionamiento de las políticas de Estados Unidos. Los países con marcos cambiarios menos flexibles, por otro lado, han enfrentado apreciaciones persistentes en términos efectivos reales (gráfico 2.4). De hecho, como el uso de regímenes flexibles es cada vez más generalizado, el costo asociado con la rigidez del tipo de cambio ha aumentado en la región, ya que los shocks comunes han dado lugar a una mayor

**Gráfico 2.4. Ajuste del tipo de cambio y compresión de la demanda interna**



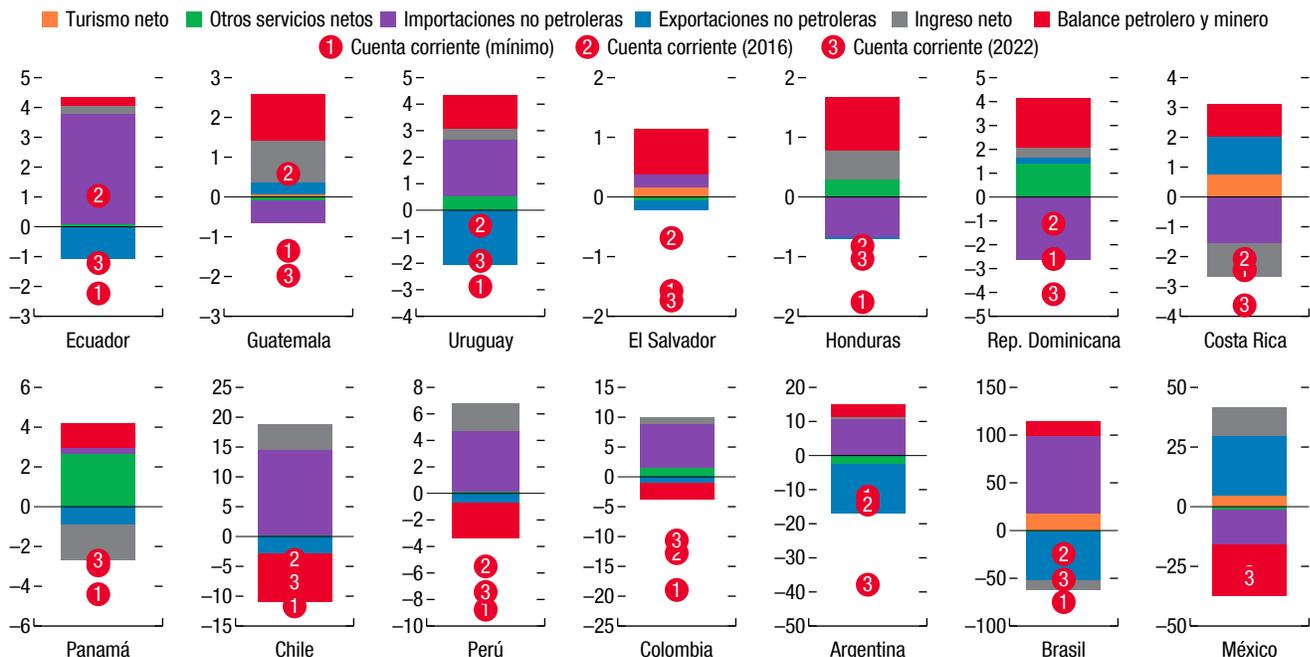
Fuentes: FMI, base de datos del Sistema de Notificaciones; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, Perú, Uruguay; América Central = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá.  
<sup>1</sup>Los agregados son promedios simples.  
<sup>2</sup>Los datos de 2016 son estimaciones. Las barras a rayas denotan que el país tiene un régimen de tipo de cambio administrado. El régimen cambiario de Argentina se reclasificó como un régimen de tipo de cambio flotante en diciembre de 2015.

apreciación multilateral de las monedas menos flexibles (capítulo 3).

La mayor flexibilidad cambiaria permitió que el ajuste externo en marcha dependa menos de la compresión de la demanda interna. En el caso de muchos países que enfrentan shocks negativos de términos de intercambio, una proporción considerable del ajuste externo es atribuible a la compresión de las importaciones (gráfico 2.5). De cualquier modo, el nivel de compresión de la demanda necesario para reducir los desequilibrios externos (definido en el capítulo 3 como el *coeficiente de sacrificio del ajuste externo*) fue considerablemente

**Gráfico 2.5. Contribuciones al ajuste de la cuenta corriente, punto mínimo a 2016**

(Variación acumulada; miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El punto mínimo es 2013, excepto en los casos de Colombia y Ecuador, que es 2015.

menor en los países con regímenes cambiarios flexibles (gráfico 2.4). A nivel agregado, todo indica que las exportaciones reales no reaccionan de manera significativa ante depreciaciones de gran magnitud, pero las exportaciones y el valor agregado de los sectores ajenos a los recursos naturales han aumentado. Además, las importaciones reales se han reducido en algunas economías debido a que el gasto de consumo se ha desplazado de los bienes producidos en el extranjero a los producidos internamente en respuesta a las depreciaciones (capítulo 3).

El ajuste externo está en curso a escala regional, pero ha avanzado de forma desigual entre los países. El déficit en cuenta corriente de la región, luego de haberse deteriorado marcadamente entre 2010 y 2012 (de -2,1 por ciento del PIB a -3,5 por ciento, respectivamente), se redujo 1,4 puntos porcentuales en 2016.

- Dentro de la región, todo indica que los países exportadores de metales (*Chile* y *Perú*) terminaron con el proceso de ajuste a los shocks de términos de intercambio: el saldo

en cuenta corriente de ambos países mejoró aproximadamente 2 puntos porcentuales del PIB respecto de su nivel mínimo. A mediano plazo, se prevé que los déficits en cuenta corriente se amplíen, dada la disminución tendencial de los ahorros debida al impacto del envejecimiento poblacional en *Chile* y la recuperación de la inversión privada en *Perú*.

- Los países exportadores de petróleo continúan ajustándose a la caída de precio del petróleo que comenzó en 2014. En *Colombia*, el ajuste se aceleró en 2016, y se espera que prosiga a medida que aumenta el ahorro público. En *Ecuador*, debido a la dolarización, el ajuste macroeconómico se ha basado en la consolidación fiscal, reducción de la inversión privada y la aplicación de salvaguardias por balanza de pagos. En *Venezuela*, el déficit en cuenta corriente se redujo a partir de la menor asignación de divisas por parte del gobierno para las importaciones públicas y privadas y la falta de acceso a fuentes de financiamiento externo.

- *Argentina* y *Brasil* están experimentando cambios estructurales que están incidiendo en la dinámica de su cuenta corriente de equilibrio. En *Brasil*, el déficit en cuenta corriente se contrajo marcadamente, debido sobre todo a la contracción de la inversión, que tiene por un lado componentes cíclicos y por otro un carácter más permanente debido a la reducción de los planes de inversión a mediano plazo de Petrobras. No obstante, es probable que la mayor parte de la mejora de la cuenta corriente sea duradera, en vista del aumento proyectado del ahorro público. En *Argentina*, se espera que la entrada sostenida de flujos de capital y un aumento estructural de la inversión respecto de los actuales niveles bajos generen déficits en cuenta corriente más altos en los próximos cinco años. Sin embargo, es probable que los aumentos de productividad resultantes de la corrección de las distorsiones microeconómicas heredadas del gobierno anterior y las nuevas inversiones en el sector de energía contribuyan a reducir el déficit en cuenta corriente a largo plazo.
- Los precios más bajos de las materias primas han reducido los desequilibrios externos de los importadores netos de materias primas en *América Central*. Desde una perspectiva histórica, la mejora de los términos de intercambio y la posterior apreciación de la moneda han sido mayores que en episodios anteriores de mejora de los términos de intercambio en otros mercados emergentes (Adler *et al.*, 2017). A nivel general, el saldo en cuenta corriente de la región mejoró, en promedio, de -7 por ciento del PIB en 2013 a -3,6 por ciento en 2016, y se espera que alcance el -4,4 por ciento en el mediano plazo.

La flexibilidad cambiaria también ayudó a suavizar la respuesta de los flujos de capital ante los cambios en el panorama mundial, que incluyen fluctuaciones en la aversión mundial al riesgo, la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y variaciones de los precios de las materias primas. Concretamente, la flexibilidad cambiaria, junto con la profundización de los mercados financieros con

una presencia importante de inversionistas internos, ha ayudado a los países a reducir la volatilidad en los flujos de capitales durante episodios de shocks externos (capítulo 4).

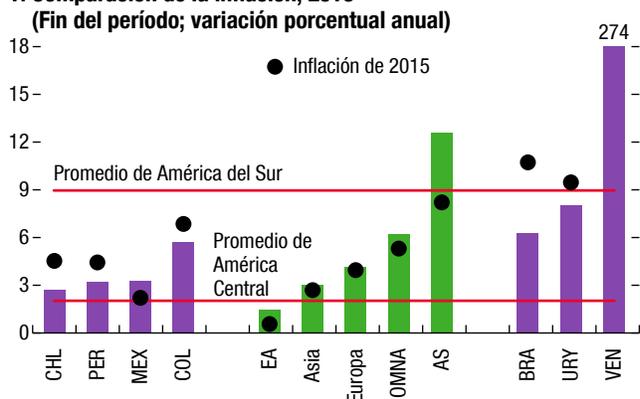
A pesar del considerable debilitamiento de las monedas regionales, la inflación aumentó menos que en episodios anteriores de depreciaciones de similar magnitud, lo que refleja coeficientes de traspaso más bajos y una mejora de la credibilidad de los marcos de política monetaria (capítulo 4 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Tras alcanzar un máximo en 2016, la inflación está disminuyendo en varios países de la región (con contadas excepciones, como México), a pesar de la recuperación de los precios de las materias primas, lo que indica que las brechas de producto siguen siendo negativas y que las presiones inflacionarias derivadas de la depreciación de las monedas se han disipado (gráfico 2.6).

## Historia de dos ajustes: Segundo, el fiscal

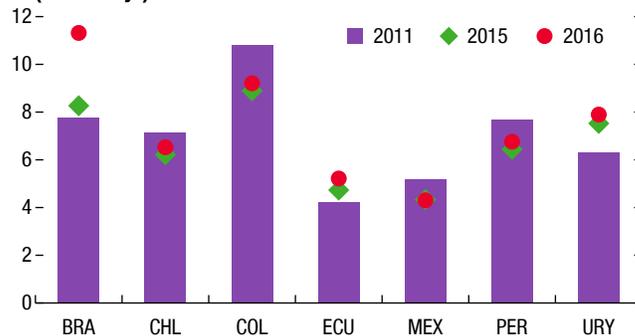
La respuesta fiscal contracíclica de América Latina a la crisis financiera mundial ayudó a contener las pérdidas de producto, pero muchos países no lograron reconstruir totalmente su espacio fiscal durante el período posterior al de altos ingresos provenientes de las materias primas y sólido crecimiento (Celasun *et al.*, 2015). Con la caída de los precios de las materias primas y la desaceleración del crecimiento, el déficit fiscal primario de la región aumentó de 0,2 por ciento en 2013 a 2,6 por ciento en 2016. En América del Sur y en los países exportadores de materias primas del Caribe, junto con la merma en los ingresos respecto de los niveles máximos alcanzados en 2014, los gastos de capital sufrieron un recorte de aproximadamente 1-1½ por ciento del PIB, pero los gastos corrientes siguieron aumentando hasta 2015, y siguen siendo elevados. A nivel general, las relaciones deuda/PIB siguieron aumentando en países con menores ingresos provenientes de las materias primas. En un contexto de ingresos estructuralmente más bajos, niveles de gasto elevados y una carga

**Gráfico 2.6. Acontecimientos domésticos: Descenso de la inflación y del crédito real, recuperación de los salarios reales y desempleo estable**

**1. Comparación de la inflación, 2016<sup>1</sup>**



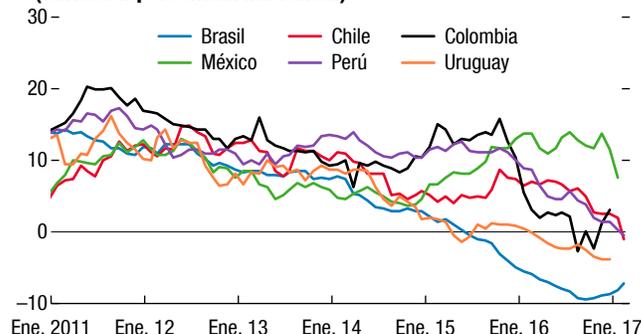
**2. Tasa de desempleo<sup>2</sup>**



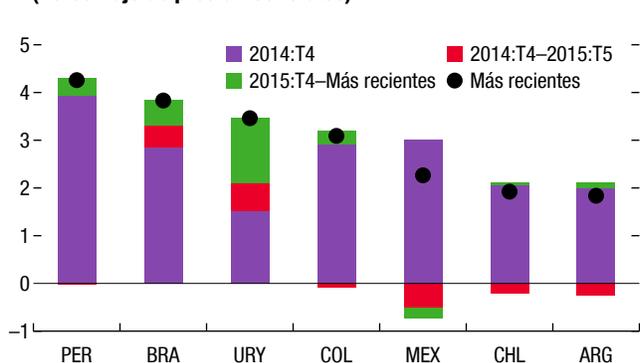
**3. Crecimiento del salario real<sup>3</sup>**



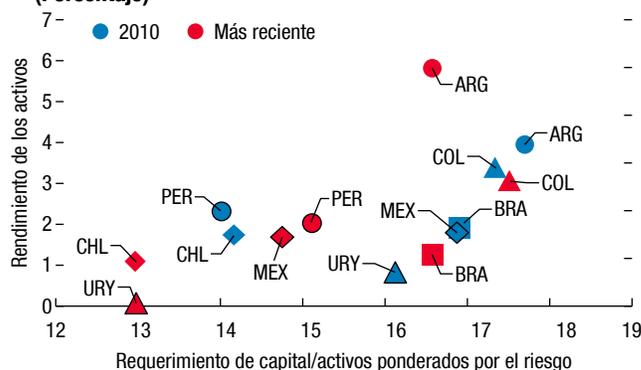
**4. Crédito real al sector privado<sup>4</sup>**



**5. Préstamos en mora<sup>2,5</sup>**



**6. Coeficiente de adecuación de capital frente a rendimiento de los activos<sup>5</sup>**



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. AS = África subsahariana; Asia = economías emergentes y en desarrollo de Asia; EA = economías avanzadas; Europa = economías emergentes y en desarrollo de Europa; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

<sup>1</sup>El promedio de América del Sur excluye Argentina y Venezuela. La inflación de Venezuela al final del período en 2015 fue 181 por ciento.

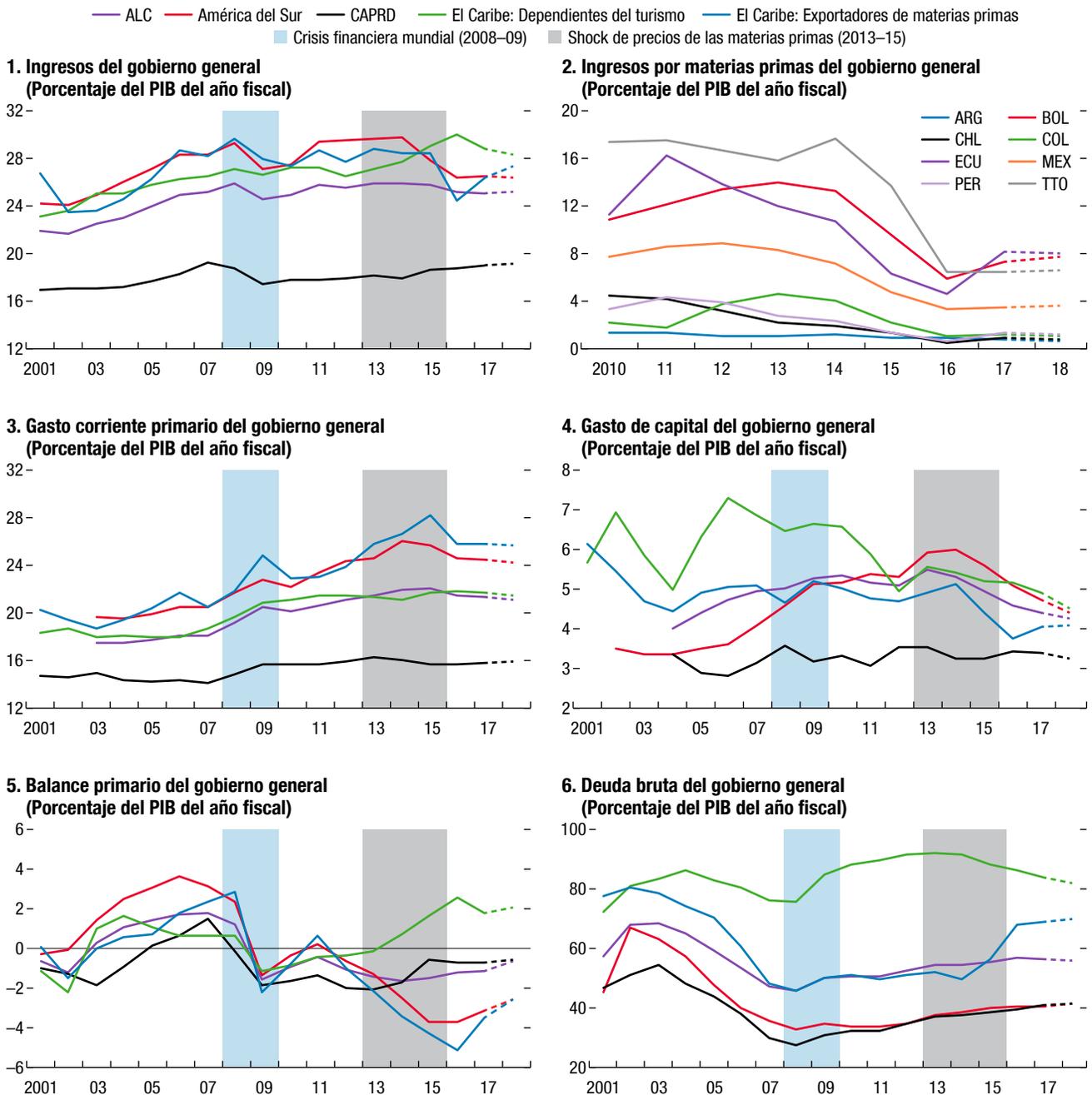
<sup>2</sup>Las definiciones pueden variar entre los países.

<sup>3</sup>Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Uruguay. Los datos de Perú corresponden al índice del salario mínimo real.

<sup>4</sup>Deflactado por la inflación del índice de precios al consumidor.

<sup>5</sup>Los datos más recientes de Colombia y Perú son de 2016:T4; los de Argentina, México y Uruguay son de 2016:T3; los de Brasil son de 2016:T2; y los de Chile son de 2016:T1.

**Gráfico 2.7. Indicadores fiscales: Menores ingresos, gasto corriente elevado y deuda**



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los agregados son promedios simples. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. La información de los grupos de países consta en la página 143. ALC = América Latina y el Caribe; CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

de la deuda cada vez mayor, muchos países han adoptado planes de consolidación, pero los saldos fiscales primarios siguen por debajo de los niveles históricos y que permiten la estabilización de la deuda (gráfico 2.7).

## Evolución interna

Mientras las economías de la región continúan con el proceso de ajuste macroeconómico, el desempleo ha permanecido en niveles relativamente estables en la mayoría de los países, salvo unos pocos que aún

están en la etapa de contracción. Al mismo tiempo, los salarios reales están aumentando, gracias a la baja de la inflación, y se espera que contribuyan a la recuperación gradual del consumo.

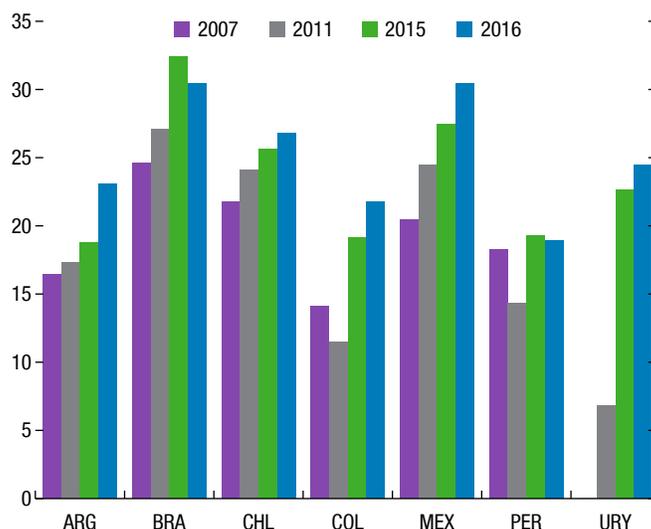
Ante una demanda interna más débil, el crecimiento real del crédito se desaceleró en muchos países, con contadas excepciones, como en el caso de México. Los préstamos en mora están aumentando (si bien a partir de niveles bajos) y, teniendo en cuenta el crecimiento moderado, deberían supervisarse con atención. A nivel general, si bien la rentabilidad del sector bancario bajó en muchos países, los coeficientes de capital de las instituciones financieras de la región se mantienen por encima de los requisitos regulatorios (gráfico 2.6). Si bien las empresas de América Latina se han beneficiado de la reducción de los diferenciales de los bonos corporativos y de una recuperación parcial del precio de las acciones, la rentabilidad de las empresas es baja y las empresas que cotizan en bolsa seguían presentando un alto nivel de apalancamiento hasta el primer semestre de 2016.

## Una gama más amplia de riesgos

Los cambios en el panorama mundial también contribuyeron a una ampliación de la gama de riesgos en torno al escenario base. La región está sujeta a riesgos e incertidumbre a escala mundial, en especial la incertidumbre en torno a la combinación de políticas de Estados Unidos, las condiciones financieras más restrictivas para las economías de mercados emergentes y un giro de las políticas de las economías avanzadas hacia el aislacionismo, lo que incluye el proteccionismo comercial.

Ante el cambio esperado en la combinación de políticas de *Estados Unidos* (capítulo 1), se prevé que el estímulo fiscal a corto plazo respalde el crecimiento de los socios comerciales de ese país, en especial si aumentan las importaciones de Estados Unidos, pero una normalización más acelerada de la política monetaria y un mayor nivel de deuda pública en Estados Unidos podrían desembocar en condiciones financieras más apretadas, a medida que aumenten las tasas de interés reales mundiales (recuadro 2.1). Aunque en el último año

**Gráfico 2.8. Apalancamiento empresarial**  
(Mediana de las empresas; porcentaje deuda/activos)



Fuentes: Bloomberg L.P.; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: En 2016, las cifras se refieren al promedio del primer y segundo trimestres. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143.

han disminuido a escala regional, los diferenciales soberanos son muy sensibles a las fluctuaciones de la aversión mundial al riesgo y a los efectos derrame en los mercados regionales, por lo que pueden revertirse rápidamente si esas condiciones se deterioran (Caceres, de próxima publicación). Además, ese cambio en las condiciones mundiales podría reducir las entradas de flujos de capitales (capítulo 4) y exacerbar tensiones en el sector empresarial (capítulo 3 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*), dado el elevado nivel de apalancamiento del sector empresarial de algunos países (gráfico 2.8). En un contexto de crecimiento moderado, los problemas del sector empresarial podrían repercutir en el sistema bancario al reducir los valores de las garantías e incrementar aún más la cantidad de préstamos en mora.

América Central y México son vulnerables a los posibles efectos derrame de los cambios en las políticas comerciales y de inmigración de Estados Unidos, dados los estrechos vínculos que tienen con ese país (recuadro 2.1 y capítulo 1). En este contexto, cabe tener en cuenta lo siguiente:

- La renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) podría tener

implicaciones importantes para México. Si se ejecutan bien, los esfuerzos de cooperación para modernizar el tratado (por ejemplo, en relación con el comercio electrónico y los servicios financieros y de otro tipo) podrían generar dividendos de crecimiento para todas las partes. Sin embargo, una renegociación con el objetivo de afectar la balanza comercial bilateral, incluyendo una imposición unilateral de aranceles u otras barreras comerciales sobre las importaciones, sería perjudicial. Entretanto, la incertidumbre en cuanto al carácter y el resultado exactos de las negociaciones ya ha hecho mella en la confianza y podría frenar la inversión a corto plazo.

- Una política de inmigración más restrictiva en los Estados Unidos reduciría las remesas, que han desempeñado un papel clave de financiamiento y estabilización en el Caribe y América Central. Al mismo tiempo, una merma de la inmigración o una intensificación de las deportaciones podría deprimir la productividad en los países cuyos migrantes tienden a ser poco calificados (México y América Central) y podría ejercer una presión a la baja sobre los salarios. En algunos países, la absorción de la mano de obra adicional podría ser difícil si el desempleo ya es alto, si la respuesta de la inversión es lenta, o si hay discordancia de las aptitudes laborales entre los migrantes deportados y las plazas de trabajo disponibles en los países de origen (recuadro 2.1 y capítulo 5). Además, un aumento repentino del desempleo, aunque sea transitorio, podría tener costos sociales adicionales, incluyendo mayores riesgos relacionados con la seguridad. A nivel general y a corto plazo, es probable que los efectos positivos de una migración inversa sobre el crecimiento se vean neutralizados por estos factores de transición, en especial en América Central y en México.

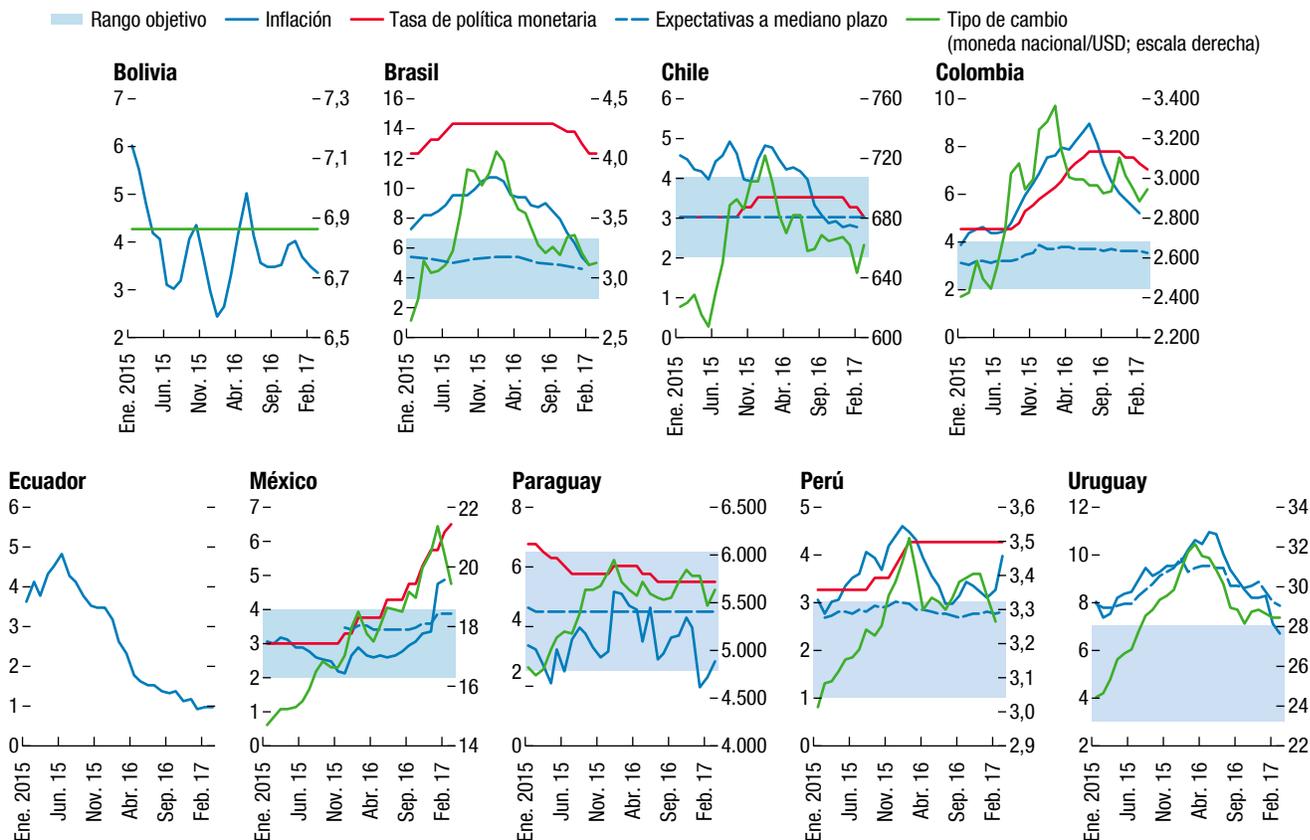
Por último, un nuevo retroceso de los precios de las materias primas a causa de una desaceleración mundial podría acentuar las pérdidas anteriores de los términos de intercambio, reducir los flujos de capitales y agravar aún más los riesgos de los sectores empresarial y soberano.

## Prioridades de política: Definir el curso hacia un mayor crecimiento

El panorama externo de la región ha experimentado grandes cambios, caracterizados por bruscas caídas de los precios de las materias primas (pese a su reciente recuperación), la debilidad de la demanda de los socios comerciales y episodios de volatilidad financiera. El contexto interno también está cambiando a raíz de una combinación de factores, como la eliminación de las distorsiones económicas en algunos países, contracciones económicas y crisis en marcha en otros, y escándalos de corrupción en varios países de la región. Muchos países han permitido que el tipo de cambio absorbiera esos movimientos, y la mejora de la credibilidad de muchos bancos centrales ha ayudado a contener la inflación. Aunque la desaceleración del crecimiento y la merma de los ingresos provenientes de las materias primas han perjudicado los balances fiscales, la tensión de los sectores bancario y empresarial está bajo control.

Además, es probable que el contexto externo que enfrente la región sea menos favorable en el mediano plazo (capítulo 2 de la edición de abril de 2017 de *Perspectivas de la economía mundial*, o informe WEO), y los riesgos y las incertidumbres a nivel mundial se han agravado pese a la leve mejora en los términos de intercambio de la región. El crecimiento más débil del producto potencial está afectando a las economías avanzadas y emergentes por igual, y los países de América Latina y el Caribe no son la excepción. En este entorno cada vez más complicado, las políticas deben adaptarse a fin de trazar una ruta hacia un mayor crecimiento, para lo cual será necesario completar el ajuste externo y el ajuste fiscal, gestionar los riesgos durante este proceso de transición y dirigir la atención hacia políticas tendientes a elevar el crecimiento a mediano plazo, incluidos esfuerzos para mejorar la infraestructura y el capital humano, la gestión de gobierno a nivel interno, las instituciones y el clima de negocios. En este contexto, las prioridades son las siguientes:

- *Mantener la flexibilidad cambiaria.* La flexibilidad cambiaria le ha reportado marcados beneficios

**Gráfico 2.9. La inflación y la evolución de la política monetaria: Baja inflación y recortes de las tasas de política monetaria** (Porcentaje)

Fuentes: Bloomberg L.P.; Global Data Source; Haver Analytics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las expectativas de mediano plazo se refieren a las expectativas de inflación a dos años, excepto en el caso de Uruguay, que son a un año.

a la región. Dado el contexto de riesgo mundial elevado, preservar esa flexibilidad ayudará a facilitar el ajuste externo que está en curso, a contrarrestar los cambios repentinos de las condiciones externas y a suavizar la respuesta de los flujos de capitales a esos shocks.

- *Disminuir las disyuntivas de la política monetaria.* En 2015 y a fines de 2016, muchos bancos centrales de la región elevaron preventivamente sus tasas de política monetaria en respuesta al aumento de la inflación (gráfico 2.9). Desde una perspectiva histórica, los aumentos de tasas necesarios para mantener ancladas las expectativas de inflación a mediano plazo fueron más moderados y el efecto de traspaso de las depreciaciones a la inflación ha sido reducido (capítulo 4 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). La inflación comenzó a bajar entre principios y mediados de 2016 conforme se disipaba el efecto de traspaso de depreciaciones

anteriores. Así, la disyuntiva a la que muchos países se enfrentaron el año pasado —inflación general alta, pero con crecimiento débil— se ha reducido, permitiendo a los bancos centrales entrar en un ciclo de compás de espera o de distensión, con algunas excepciones, como el caso de México, donde la inflación ha aumentado en los últimos meses.

El menor traspaso de los tipos de cambio a los precios al consumidor, el cual necesita entre uno y dos años para completarse, demuestra la mejora de la credibilidad de los marcos de política monetaria en la región. En este contexto, en el que muchos bancos centrales de la región presentan una fuerte credibilidad, las políticas deben apuntar a mantener la inflación en el punto medio del rango fijado como meta a mediano plazo, permitiendo desviaciones transitorias, en especial en un contexto de una demanda interna débil y tasas neutras bajas a

nivel mundial. En particular, en países en los que la inflación y las expectativas inflacionarias están convergiendo hacia el rango fijado como meta y la credibilidad es fuerte, mantener la relajación crearía el espacio monetario necesario para hacer frente a futuros shocks inflacionarios. En los países en los que la inflación y las expectativas de inflación están por encima de las metas, la correcta orientación de la política monetaria depende de la evolución de la inflación y las expectativas inflacionarias a mediano plazo. Mientras tanto, es de vital importancia comunicar claramente las metas de la política monetaria, a fin de preservar la credibilidad ganada y anclar las expectativas de inflación.

- *Gestionar los riesgos de los sectores empresarial y financiero.* A pesar de marcadas depreciaciones, la región logró evitar la tensión sistémica en los sectores soberano, empresarial y bancario, lo que refleja la mejora de los marcos de políticas y de supervisión, el mayor uso de prácticas de cobertura y la reducción de la dolarización financiera. Con riesgos mundiales más amplios y un alto nivel de apalancamiento del sector empresarial y del sector público en algunos países, las políticas deben apuntar a garantizar que los balances empresariales no soporten cargas excesivas y que la calidad de los activos de los bancos siga siendo sólida. Una supervisión consolidada adecuada es importante, en especial en países donde las empresas financieras y no financieras están interconectadas, particularmente para detectar las fuentes de riesgo y sus canales de transmisión. En los países con niveles de préstamos en mora altos o en aumento, los esfuerzos deben concentrarse en identificar si hay sectores con apalancamiento excesivo, garantizando que existan marcos macroprudenciales y de resolución adecuados. En este contexto, los informes de estabilidad financiera, un aspecto habitual de la comunicación financiera en la región, pueden ser un instrumento eficaz de supervisión, si son bien utilizados. Esos informes pueden ayudar a identificar riesgos potenciales y emergentes y a promover el diálogo público sobre políticas,

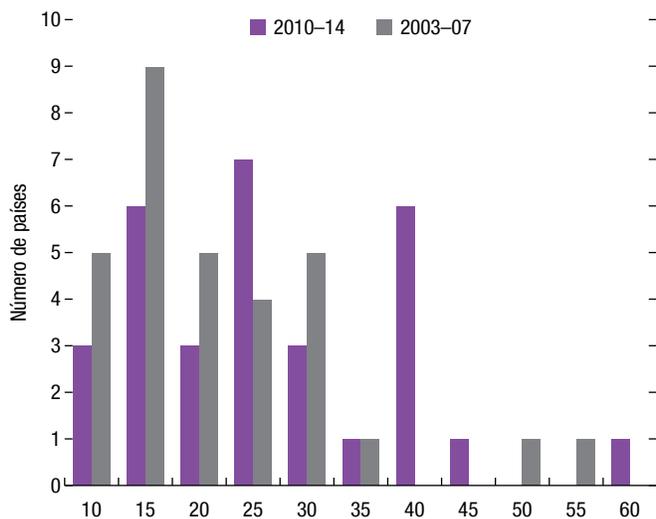
incentivando así comportamientos más prudentes y alentando a las autoridades a tomar medidas que afiancen la estabilidad del sistema financiero (Lim *et al.*, 2017).

- *Completar el ajuste fiscal.* Dado el carácter estructural de los bajos precios de las materias primas en los países que las exportan, la merma en el producto potencial y las tendencias demográficas proyectadas, es importante completar el ajuste fiscal. La magnitud y el ritmo de ajuste requeridos varían según el país, y están determinados por la dinámica de deuda, los riesgos fiscales, las perspectivas macroeconómicas y las condiciones de mercado. Afortunadamente, parte del ajuste ya está en marcha, pero es preciso hacer más, teniendo en cuenta que los balances primarios siguen por debajo de los niveles que estabilizan los ratios de deuda. Se debe prestar especial atención al diseño de planes de ajuste que favorezcan el crecimiento y sean inclusivos, y a elevar la eficiencia del gasto público para mejorar la calidad de los bienes públicos y preservar el gasto relacionado con capital humano y el capital físico, a la vez de controlar el crecimiento del gasto en general (edición de abril de 2017 del informe *Fiscal Monitor*).

En el plano institucional, los esfuerzos han de centrarse en fortalecer los marcos fiscales adoptando reglas fiscales creíbles con características intrínsecas que eviten la prociclicidad, garantizando así una respuesta más simétrica tanto en las desaceleraciones como en las expansiones, y en crear un marco móvil de gasto a mediano plazo. A más largo plazo, en vista de las tendencias demográficas proyectadas, se necesitarán reformas diseñadas cuidadosamente para garantizar la sostenibilidad fiscal sin dejar de ofrecer niveles adecuados de pensiones y atención de la salud (recuadro 2.2).

- *Abordar los cuellos de botella estructurales.* Con los ajustes que están en curso y un crecimiento a mediano plazo que se proyecta permanecerá en un nivel bajo de 2,6 por ciento, la atención debería centrarse en la resolución de los cuellos de botella estructurales. La región ha ido cerrando la brecha de ingreso respecto a las

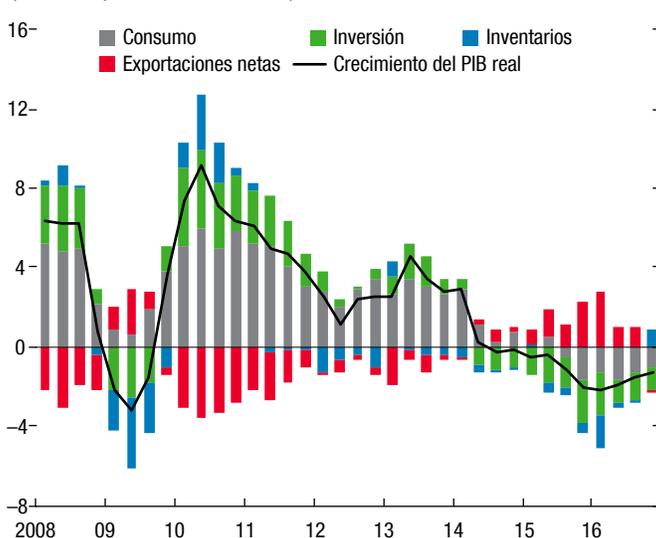
**Gráfico 2.10. América Latina y el Caribe: Ingreso real per cápita en relación con Estados Unidos**  
(Promedio; frecuencia)



Fuentes: Feenstra, Inklaar y Timmer (2015); y cálculos del personal técnico del FMI.

economías avanzadas, con un ingreso real per cápita mediano que creció de 16 por ciento del de Estados Unidos en 2003–07 a 22 por ciento en 2010–14, pero en todos los países los niveles de ingreso siguen estando por debajo del 60 por ciento de los niveles de ingreso de Estados Unidos (gráfico 2.10; y capítulo 3 de la edición de abril de 2017 del informe WEO). En este contexto, las prioridades incluyen: 1) reducir las brechas de infraestructura para apoyar la productividad y la competitividad (capítulo 5 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*), 2) aumentar la participación femenina en la fuerza laboral en los países en los que esta es baja, para ayudar a mejorar la sostenibilidad fiscal y el crecimiento del producto potencial (Novta y Wong, 2017), 3) invertir más en el capital humano y 4) mejorar el clima de negocios y la gestión de gobierno, y abordar el problema de corrupción. Estas medidas, junto con una adecuada combinación de políticas macroeconómicas, ayudarían a elevar el crecimiento potencial a través de mayores contribuciones de la mano de obra, el capital y la productividad. Al mismo tiempo, se debe considerar detenidamente la secuencia de las reformas y a forjar consensos amplios en torno a ellas, para evitar potenciales costos a corto plazo.

**Gráfico 2.11. Contribuciones al crecimiento del PIB real en ciertos países de América Latina**  
(Variación porcentual interanual)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Desestacionalizados. Promedios ponderados por el PIB en función de la paridad del poder adquisitivo de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Los inventarios incluyen discrepancias estadísticas.

## América del Sur

### Evolución, perspectivas y políticas

El crecimiento de América del Sur tocó fondo en 2016. Los fundamentos económicos internos, agravados por un significativo shock de términos de intercambio, perjudicaron el desempeño económico de la región y derivaron en marcadas recesiones en algunas economías importantes. El crecimiento de la demanda interna en particular ha sido flojo, mientras que las exportaciones netas han comenzado a brindar cierto apoyo (gráfico 2.11). Las perspectivas están determinadas por una combinación de importantes acontecimientos de índole interna y cambios en el panorama mundial. En general, a pesar de las mejores perspectivas externas —las cuales incluyen cierta recuperación de la demanda de los socios comerciales y de los precios de las materias primas, y condiciones financieras más favorables—, la reactivación de la demanda interna sigue siendo moderada.

*En algunos países, los fundamentos económicos internos siguen dominando las perspectivas.*

En *Argentina*, la recuperación económica está en marcha, dado que el PIB real creció (sobre una base secuencial) en el segundo semestre de 2016 después de tres trimestres de contracción. Se prevé que el PIB real aumente 2¼ por ciento en 2017, impulsado por una reactivación del consumo privado (a medida que el crecimiento del salario real se torna positivo con la disminución de la inflación), un mayor gasto de capital por parte del gobierno y un repunte de las exportaciones gracias a una demanda externa más favorable y una temporada de cosecha excepcionalmente buena. Se proyecta que el crecimiento ronde el 2½ en 2018 y 2019, años en que se acelerará el reequilibrio fiscal, mientras la recuperación de la inversión privada y las exportaciones continúa a un ritmo gradual, en un contexto de una moneda relativamente fuerte y un lento progreso en reformas estructurales.

Se prevé que las perspectivas de crecimiento a mediano plazo se afiancen a medida que se avance en revertir los desequilibrios macroeconómicos heredados del gobierno anterior (entre otras cosas, a través de la adopción de un régimen de metas de inflación, un régimen de flotación del tipo de cambio y el establecimiento de metas fiscales a mediano plazo). La exitosa amnistía fiscal ayudó a las autoridades a cerrar el año 2016 con un resultado fiscal superior al buscado, y el personal técnico del FMI espera que se cumplan los objetivos fiscales para 2017–19, principalmente a través de la reducción de los subsidios a la energía y la contención permanente del resto del gasto primario, de conformidad con los planes de las autoridades. Aunque las necesidades brutas de financiamiento del gobierno para 2017 siguen siendo elevadas, las autoridades ya han obtenido el financiamiento para la mayor parte de las necesidades de divisas para el año, lo que reduce los riesgos que podrían surgir ante un endurecimiento de las condiciones financieras externas. La inflación cayó drásticamente en el segundo semestre de 2016, y se prevé una nueva caída en 2017 y en años subsiguientes, pero a un ritmo algo más lento que el implícito en las metas de inflación oficiales, debido a los efectos secundarios en la inflación de los aumentos planificados en las tarifas de los servicios públicos y de la inercia persistente (aunque en disminución) de las expectativas de inflación. Aunque se prevé

que los menores niveles de déficit fiscal e inflación faciliten un crecimiento más sólido a mediano plazo, una aceleración más robusta, sostenible y equitativa de la actividad económica exigiría un avance decisivo en la eliminación de cuellos de botella estructurales que entorpecen la productividad y la acumulación de capital, con reformas que disminuyan la carga tributaria de las empresas y los hogares, respalden el desarrollo de los mercados de capitales domésticos, ayuden a disminuir las brechas de infraestructura y fomenten la competencia interna.

En *Brasil*, tras dos años de recesión, se espera que el crecimiento retorne a niveles positivos, que se estiman sean de 0,2 por ciento en 2017 y 1,7 por ciento en 2018. El crecimiento en 2017 estará respaldado por la temporada de cosecha de soja excepcionalmente buena, un estímulo al consumo de los hogares a partir de la liberación de cuentas de indemnización por despido inactivas, la reanudación gradual de la inversión y precios más altos del mineral de hierro. La inflación ha disminuido de forma rápida y, de hecho, para finales de 2016 se situó en 6,3 por ciento, dentro de la banda fijada como meta. La enmienda constitucional que dispone un nivel real constante del gasto federal no destinado al pago de intereses se aprobó en diciembre de 2016. Esta enmienda es positiva, ya que su fin es garantizar un retorno a superávits primarios y a la sostenibilidad de la deuda; sin embargo, sin el apoyo de otras medidas, puede implicar un ritmo de consolidación fiscal relativamente lento. En este contexto, es importante cumplir o superar las metas de superávit primario establecidas y, con el tiempo, sería conveniente intensificar el esfuerzo fiscal a medida que la economía recupere fuerzas. Se presentó al Congreso una reforma a la seguridad social de gran alcance, y se espera que se la apruebe más adelante este año, aunque algunos de sus elementos son objeto de un intenso debate. Esta reforma es necesaria para garantizar que el tope fijado al gasto federal sea viable y que el sistema de jubilación siga siendo capaz de sustentar a las futuras generaciones de brasileños. Es fundamental explicar la importancia de esta reforma para evitar que se diluya el proyecto de la reforma. También debe considerarse la modificación de la política de indexación del salario mínimo para complementar esta iniciativa. Varios estados, en particular Río de Janeiro, Minas Gerais y Río Grande

do Sul, continúan afrontando tensiones financieras. Una solución duradera exige que estos estados adopten programas de ajuste y reforma (por ejemplo, según corresponda, en el sistema jubilatorio de los empleados públicos estatales) además de cualquier tipo de apoyo por parte del gobierno federal.

El octubre pasado, el banco central comenzó su ciclo de relajación monetaria y ha acelerado el ritmo de la expansión monetaria desde enero, en vista de una desinflación más rápida de lo esperado, una recuperación económica aún débil y el avance de las reformas fiscales. El ciclo de expansión puede aún continuar sin problemas durante algún tiempo porque la brecha negativa del producto es amplia y las expectativas de inflación se aproximan a la meta, pero es importante que el banco central supervise de cerca el avance de las reformas fiscales. Desde la perspectiva del crecimiento a mediano plazo, son cruciales las reformas para fomentar la competitividad y reducir los costos empresariales. Si bien hay una gran incertidumbre con respecto a las perspectivas del comercio mundial, los esfuerzos de Brasil para negociar acuerdos comerciales bilaterales son positivos. Además, una reforma del sistema de impuestos indirectos, sin incidencia en el ingreso, podría ayudar a reducir los altos costos de cumplimiento, en tanto que las reformas para reducir la intervención estatal en la asignación de créditos (que incluyen algunas iniciativas en marcha) contribuirían a disminuir las distorsiones en la economía.

En *Venezuela*, se prevé que la economía permanezca en una profunda recesión y en camino hacia la hiperinflación a causa de los amplios desequilibrios fiscales, a los que se suman distorsiones generalizadas y una severa restricción en la disponibilidad para importar bienes intermedios. Al no haber señales de cambio en las políticas económicas, se proyecta que el PIB real descienda 7,4 por ciento en 2017, tras una caída estimada de 18 por ciento en 2016 y 6,2 por ciento en 2015. La monetización de grandes déficits fiscales, la escasez de bienes y la pérdida de confianza en la moneda han empujado el aumento del índice de precios al consumidor (IPC) hasta 274 por ciento (y la inflación de los precios mayoristas hasta aproximadamente 470 por ciento) en 2016. Se proyecta que la inflación, medida según el IPC, se acelere hasta alrededor de 1.134 por ciento en 2017

y que el déficit en cuenta corriente alcance USD 8.200 millones en 2017 (3¼ por ciento del PIB). Si bien se proyecta que las exportaciones de petróleo se mantengan por debajo de sus niveles históricos, se prevé que los precios más elevados de este producto generen espacio para incrementar las importaciones en aproximadamente USD 4.000 millones. Se proyecta que las reservas internacionales se reduzcan a USD 6.000 millones en 2017, es decir, alrededor de un tercio del nivel registrado en 2015.

Las condiciones sociales de *Venezuela* siguen deteriorándose rápidamente, con un nivel de pobreza que aumentó a 82 por ciento de los hogares en 2016, del cual un 50 por ciento se clasifica como pobreza extrema (Encuesta de condiciones de vida de 2016, ENCOVI). La situación se agrava por la falta de medicamentos y el colapso del sistema de salud. La violencia también es motivo de preocupación: la tasa de homicidios aumentó de 79 por 100.000 habitantes en 2013 a 92 en 2016 (Observatorio Venezolano de Violencia).

*Para otros exportadores de materias primas, la recuperación moderada de los precios de estos bienes proporcionará cierto alivio.*

El crecimiento en *Bolivia* sigue siendo uno de los más altos de la región, pero el país enfrenta importantes riesgos a mediano plazo. El crecimiento del PIB real se ha moderado (de aproximadamente 6 por ciento anual en 2013–15 a 4,1 por ciento en 2016) debido a la menor producción de gas y a una sequía. Se prevé que el PIB real crezca a alrededor de 4 por ciento en 2017 y 3,5 por ciento a más largo plazo. La política fiscal acomodaticia y el rápido crecimiento del crédito están respaldando la actividad, pero también contribuyen a crear desequilibrios fiscales y externos y riesgos en el sector financiero, así como a reducir los aún considerables márgenes de maniobra de Bolivia. Para limitar los riesgos y estimular el crecimiento potencial, el gobierno deberá contener el déficit fiscal del sector no relacionado con hidrocarburos y el deterioro general del balance global, incrementar gradualmente la flexibilidad del tipo de cambio y acelerar las reformas estructurales, entre otras medidas.

A pesar de las condiciones externas ligeramente más favorables, las perspectivas para *Chile* siguen siendo moderadas debido a persistentes debilidades internas. En consecuencia, se prevé que el crecimiento en

2017 se mantenga por debajo de 2 por ciento, en un 1,7 por ciento, que representa una pequeña mejora frente al 1,6 por ciento registrado en 2016. Este leve incremento refleja interrupciones en la producción de cobre a raíz de huelgas prolongadas y extensos incendios forestales, una merma en el consumo de los hogares por la debilidad del mercado laboral, y la moderación de la confianza y las inversiones, al mismo tiempo que las próximas elecciones presidenciales generan más incertidumbre acerca de la dirección de las políticas. No obstante, se prevé que la recuperación se afiance durante este año, y más aún en 2018, gracias a un crecimiento más firme en los principales socios comerciales del país y condiciones monetarias más laxas. La política monetaria es debidamente acomodaticia, pero hay margen para una mayor expansión dadas las presiones a la baja sobre las expectativas inflacionarias derivadas de la debilidad de la demanda interna. Con esta perspectiva de crecimiento moderado, la consolidación fiscal puede ser gradual, pero debe continuar, en vista del menor potencial de crecimiento de la economía.

En *Colombia*, gracias a un oportuno endurecimiento de políticas, la ordenada desaceleración económica continuó el año pasado a medida que la demanda interna (en particular la inversión) se ha ido acomodando a un shock permanente al ingreso nacional. Al mismo tiempo, una huelga nacional y otros factores aislados hicieron que el crecimiento fuera menor de lo esperado, pero para 2017 se prevé una reactivación leve. Al disiparse las presiones inflacionarias, el banco central ha iniciado un ciclo de expansión para apoyar la recuperación y, a la vez, preservar el anclaje de las expectativas de inflación y el decreciente déficit en cuenta corriente. El programa de infraestructura, el impacto positivo de la reforma tributaria en la inversión pública y privada, y la mayor confianza derivada del proceso de paz reforzarán el crecimiento a mediano plazo.

Las perspectivas económicas para *Ecuador* siguen mejorando gracias a un mayor acceso a los mercados de capitales internacionales, facilitado por la moderada recuperación de los precios del petróleo. Las expectativas de crecimiento para 2017 ahora son más favorables de lo que se había proyectado en octubre, pero aún están en terreno negativo por la persistente apreciación del tipo de cambio real y el limitado espacio fiscal. En el

mediano plazo, se prevé que la poca competitividad, las rigideces estructurales del mercado laboral y un entorno regulatorio complicado continúen restringiendo la actividad del sector privado.

La economía de *Perú* creció a un ritmo veloz en 2016 (3,9 por ciento), respaldada por una mayor producción de cobre y un consumo privado robusto. Sin embargo, la inversión sigue rezagada y se prevé que disminuya por tercer año consecutivo. El ambiente interno se ha visto desfavorecido debido a las investigaciones sobre los sobornos de la empresa brasileña Odebrecht a funcionarios y políticos, junto con las peores inundaciones y deslizamientos de tierras en décadas, que pueden trabar la inversión y el crecimiento en 2017.

Con una inflación, excluidos los alimentos y la energía, cercana al rango de 1–3 por ciento fijado como meta por el banco central y una brecha del producto que sigue siendo negativa, las autoridades anunciaron un plan de estímulo económico dirigido a promover el empleo y mantener el crecimiento en aproximadamente 4 por ciento en 2017. Tomando en cuenta los rezagos en la implementación y en el impacto, es posible que el crecimiento, aunque robusto, permanezca por debajo de la meta fijada por el gobierno. A mediano plazo, las autoridades mantienen el objetivo de lograr una consolidación fiscal que lleve al déficit global a 1 por ciento del PIB dentro de un período de cinco años (frente al 2,6 por ciento registrado en 2016).

*Los acontecimientos regionales determinan las perspectivas de los demás países de América del Sur.*

*Uruguay* ha gestionado relativamente bien las recesiones experimentadas por sus vecinos más grandes. La desaceleración económica en Uruguay tocó fondo en 2016, y el crecimiento repuntó en el segundo semestre del año. La inflación ha descendido hasta el límite superior del rango fijado como meta por el banco central. Si se tiene en cuenta el aumento de la deuda y la inflación aún elevada, queda poco margen para una política contracíclica en materia fiscal o monetaria. El programa de consolidación fiscal para 2017 es un paso decisivo para colocar la deuda neta en una trayectoria descendente, en tanto que se necesitan condiciones monetarias restrictivas para seguir facilitando que el proceso de desinflación continúe.

La economía de *Paraguay* creció a un ritmo sólido de aproximadamente 4 por ciento en 2016, que obedeció sobre todo a una pujante actividad en los sectores de la construcción y la producción de energía, y el personal técnico del FMI prevé que el crecimiento se modere en 2017, a medida que se disipen los factores que empujan la oferta. Como consecuencia de un inusitado veto presidencial al presupuesto de este año, se prevé una orientación fiscal en general neutral, en tanto que la orientación moderadamente acomodaticia en la política monetaria sigue siendo adecuada. La inflación actual y esperada están evolucionando de acuerdo con el punto medio del rango fijado como meta por el banco central, el cual fue recientemente situado en un nivel más bajo que en el pasado. Sin embargo, las autoridades deben estar atentas a posibles shocks externos que puedan surgir de un entorno mundial incierto.

### Prioridades comunes en materia de políticas

Muchos exportadores de materias primas de América del Sur están atravesando un período prolongado de ajuste a niveles estructuralmente más bajos de ingresos provenientes de las materias primas y de demanda externa, en especial dada la transición de China hacia un modelo de crecimiento más sostenible y que depende menos de la inversión y de algunas importaciones de materias primas. En este contexto, una prioridad para la región consiste en situar los saldos fiscales en una senda sostenible y afianzar los marcos de política fiscal. El ritmo adecuado de ajuste fiscal varía entre países y depende de los niveles de deuda y las presiones del mercado. Dadas las grandes brechas en la calidad de la infraestructura, dar prioridad al gasto de capital por encima del gasto corriente ayudará a respaldar el crecimiento a mediano plazo.

Los mejorados marcos de política monetaria han contenido la inflación a pesar de marcadas depreciaciones. En este contexto, los bancos centrales deben continuar adaptando la orientación de sus políticas monetarias basándose en la evolución de las expectativas de inflación a mediano plazo a medida que la desinflación continúe.

Dada la importancia que revisten los factores domésticos para las perspectivas de la región, es necesario llevar a cabo esfuerzos continuos para reducir distorsiones internas, despejar incertidumbres políticas, abordar la corrupción y profundizar las reformas estructurales, con el fin de marcar el rumbo hacia un mayor crecimiento a mediano plazo. Las prioridades incluyen mejorar la infraestructura, reducir los trámites burocráticos y la informalidad económica, mejorar el clima de negocios, profundizar aún más los mercados de crédito y reformar la educación.

## México, América Central, Panamá y la República Dominicana

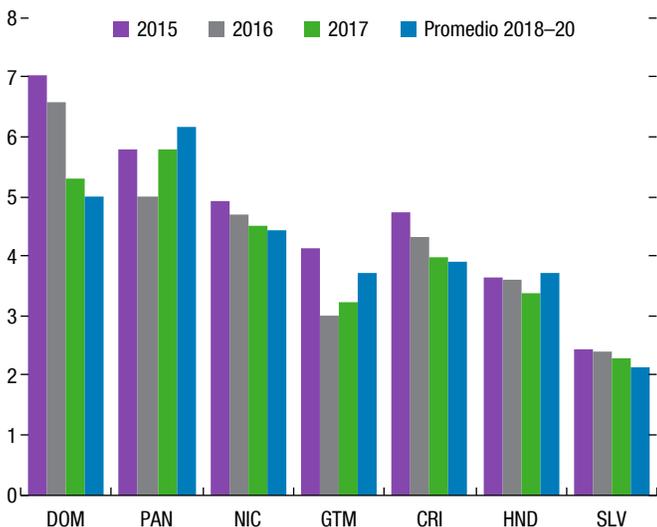
### Evolución y perspectivas

Las perspectivas y los riesgos para *América Central* y *México* se ven afectados por su exposición a Estados Unidos a través de las vinculaciones del comercio, la migración y la inversión extranjera directa (IED) (recuadro 2.1).

Se prevé que el crecimiento del PIB real de *México* se desacelere a 1,7 por ciento en 2017 (con respecto al 2,3 por ciento de 2016), para después recuperarse en cierta medida a 2 por ciento en 2018. Se prevé además que la incertidumbre acerca de las futuras relaciones comerciales con Estados Unidos y el encarecimiento de los costos de endeudamiento sean un freno para el consumo, pero en especial para la inversión, neutralizando más que en su totalidad al impulso positivo derivado de un mayor crecimiento en Estados Unidos y de la marcada depreciación de la moneda en términos efectivos reales. Los riesgos a la baja se mantienen elevados porque una negociación dilatada del TLCAN prolongaría la incertidumbre e incrementaría la volatilidad del mercado financiero. Un nivel de incertidumbre persistentemente elevado podría deprimir aún más la inversión y el consumo, reduciendo el crecimiento del producto.

La inflación está superando la meta fijada por el Banco de México principalmente debido a la liberalización de los precios de la gasolina en enero de 2017, situación que se vio agravada por el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios

**Gráfico 2.12. CAPRD: Crecimiento del PIB real**  
(Variación porcentual interanual)



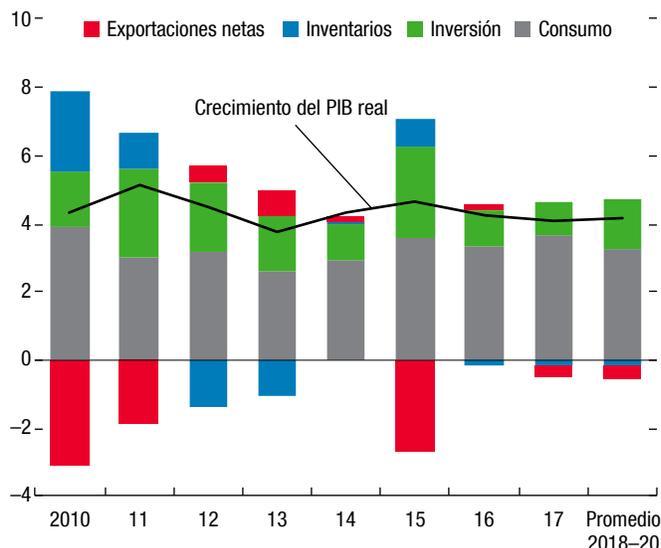
Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

domésticos. El Banco de México ha continuado endureciendo la política monetaria, con un aumento de la tasa de política monetaria a 6½ por ciento en marzo para garantizar que las expectativas de inflación a mediano plazo permanezcan ancladas. En este contexto, se proyecta que la inflación rebase temporalmente el 5 por ciento en 2017, para después disminuir rápidamente y acercarse hacia fines de 2018 a la meta de 3 por ciento. Para suavizar la volatilidad del tipo de cambio y proporcionar un instrumento de cobertura cambiaria a los participantes del mercado durante períodos de dislocación, el Banco de México introdujo una nueva estrategia de intervención cambiaria basada en contratos a futuro con liquidación por diferencias en pesos. Desde enero, el peso se ha fortalecido frente al dólar de EE.UU., como resultado de declaraciones conciliadoras expresadas por funcionarios de Estados Unidos, además de la solidez de las políticas macroeconómicas.

El crecimiento en *América Central, Panamá y la República Dominicana* (CAPRD) se ha mantenido en general sin cambios, en aproximadamente 4¼ por ciento en 2016 (gráficos 2.12 y 2.13), gracias a una

**Gráfico 2.13. CAPRD: Contribuciones al crecimiento del PIB real**  
(Variación porcentual interanual)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

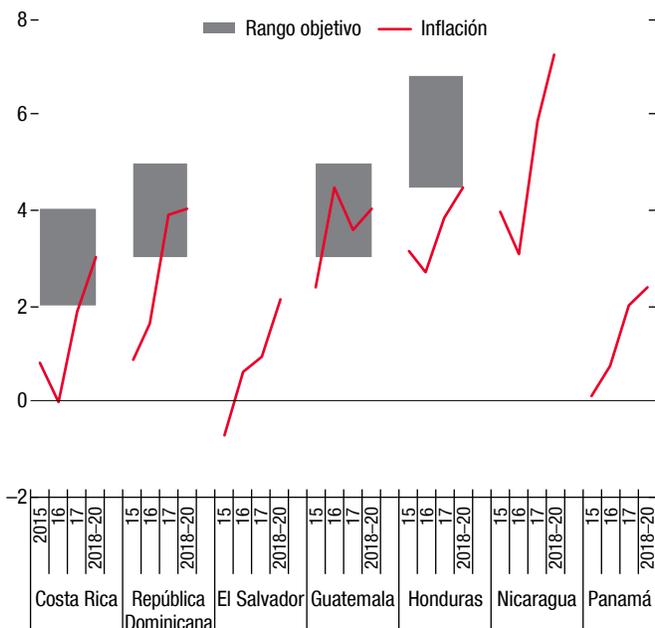
Nota: Desestacionalizado. Promedios ponderados por el PIB en función de la paridad del poder adquisitivo de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana. Los inventarios incluyen discrepancias estadísticas. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

recuperación en Estados Unidos —con un mercado laboral robusto— y a los bajos precios del petróleo. El consumo, el principal impulsor del crecimiento en la región, también tuvo el apoyo de la recepción de cuantiosas remesas en los países del Triángulo Norte<sup>1</sup>. La inversión en la región ha retornado a niveles normales, con la finalización de proyectos energéticos en *Honduras* y de proyectos de inversión no residencial en *Costa Rica, Guatemala y Nicaragua*.

Detrás de esta evolución estable a nivel regional hay divergencias entre los países. El crecimiento en la *República Dominicana* se moderó de 7 por ciento en 2015 a 6½ por ciento en 2016 debido un crecimiento más débil de la inversión en los sectores de construcción y manufacturas, pero sigue siendo el más alto de la región. El crecimiento de *Panamá* en 2016 se mantuvo en un nivel alto de 5 por ciento, aunque fue menor que lo esperado, ya que el comercio marítimo se desaceleró y los ingresos provenientes del ampliado Canal de Panamá decepcionaron. El crecimiento de *Costa Rica* se situó en un robusto 4¼ por ciento en 2016,

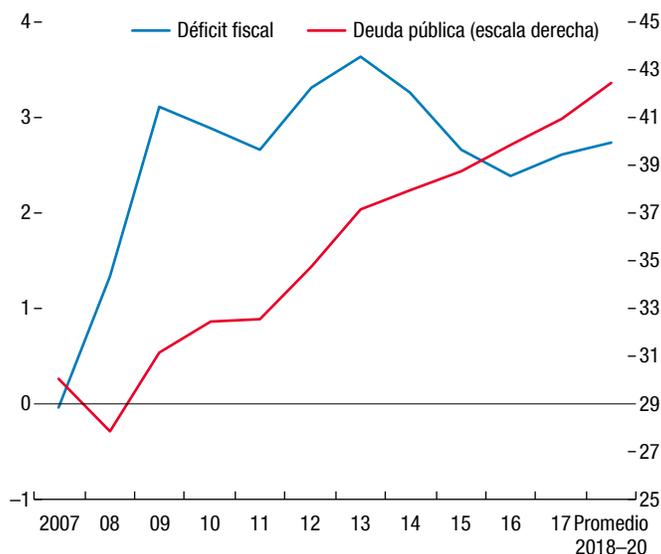
<sup>1</sup>El Triángulo Norte está integrado por El Salvador, Guatemala y Honduras.

**Gráfico 2.14. CAPRD: Tasa de inflación y tasa objetivo**  
(Porcentaje)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; y autoridades nacionales.  
Nota: CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

**Gráfico 2.15. CAPRD: Déficit fiscal y deuda**  
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

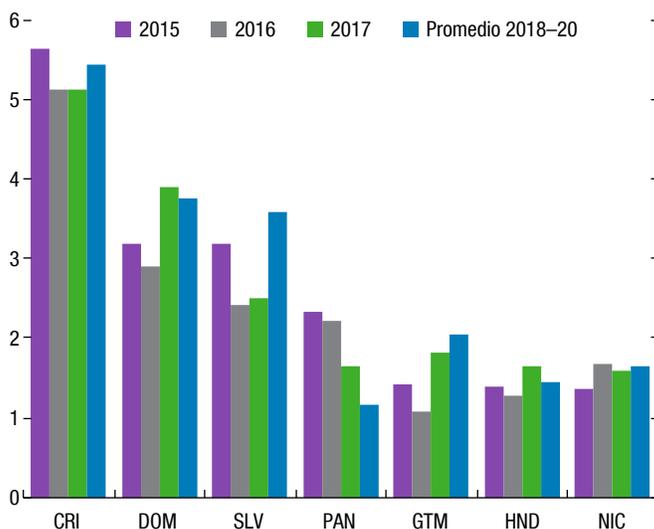
Nota: Véase la información sobre los grupos de países en la página 143.  
CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

gracias a cosechas más abundantes y un aumento de las exportaciones. El crecimiento en *Guatemala* se desaceleró de 4 por ciento en 2015 a 3 por ciento en 2016 como consecuencia de pérdidas de competitividad relacionadas con una inesperada apreciación del tipo de cambio efectivo real, la desaceleración del gasto público y una mayor incertidumbre en torno a las políticas internas.

La inflación, de 2 por ciento a finales de 2016, sigue por debajo o dentro de las bandas fijadas como metas en los países con regímenes de metas de inflación (gráfico 2.14). El repunte de la inflación en *Guatemala* obedeció a shocks meteorológicos que afectaron la oferta de productos alimentarios. Los déficits en las cuentas corrientes externas de la región, ampliamente financiados con IED, han mejorado debido al nivel aún bajo de los precios de las materias primas y al sólido flujo de remesas. Las reservas en general son adecuadas.

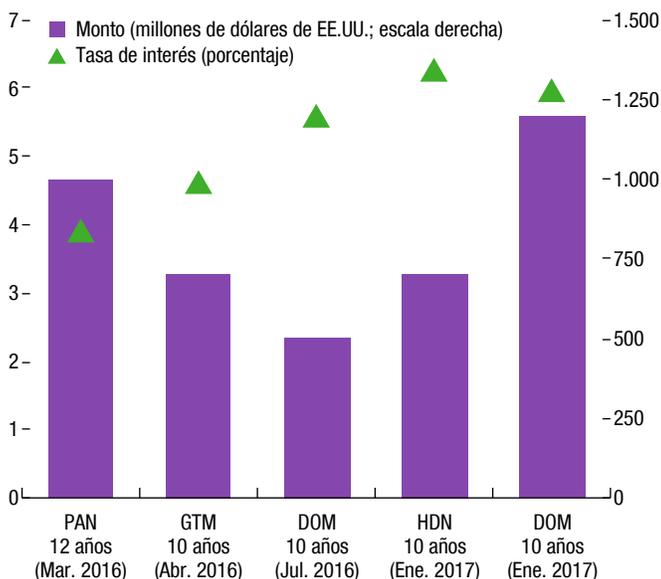
La consolidación fiscal de 2016 continuó, aunque a un ritmo más lento que en el pasado (gráficos 2.15 y 2.16). En *Costa Rica*, el déficit fiscal, el mayor de la región, siguió contrayéndose, en virtud de

**Gráfico 2.16. CAPRD: Déficit fiscal**  
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: En 2015-16, el déficit fiscal de la República Dominicana excluye una operación excepcional de reestructuración de la deuda. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

**Gráfico 2.17. CAPRD: Emisión de eurobonos, 2016–17**



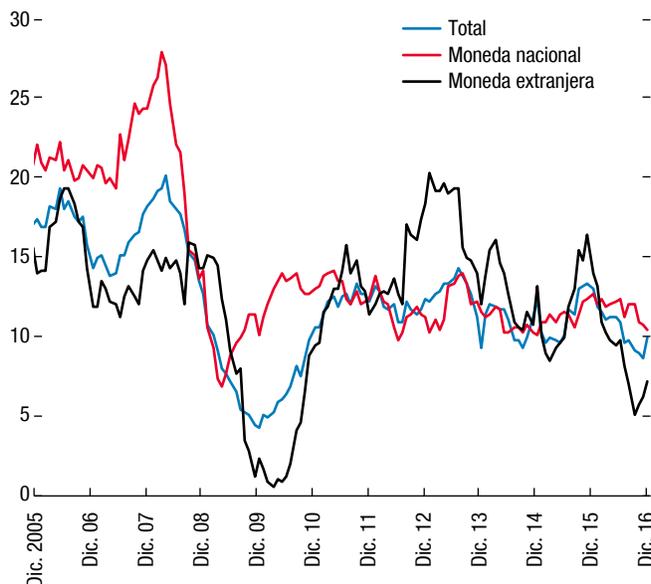
Fuente: Autoridades nacionales.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

los esfuerzos administrativos del gobierno para incrementar los ingresos tributarios y contener los salarios y el gasto en inversión. En *Nicaragua*, el aumento del déficit fiscal obedeció a un gasto en infraestructura un poco más elevado. En general, la relación deuda pública/PIB media en CAPRD ha ido aumentando en medio de condiciones de financiamiento externo relativamente favorables (gráfico 2.17). De no adoptarse otras medidas de consolidación, se prevé que a mediano plazo persistan las vulnerabilidades fiscales en *Costa Rica*, *El Salvador* y la *República Dominicana*.

El sector financiero parece sólido. El aumento del crédito, en particular en moneda extranjera, se desaceleró en 2016 y sigue siendo consistente con una profundización financiera saludable (gráfico 2.18). Aunque los marcos regulatorios se encuentran en distintas etapas de implementación de los Acuerdos de Basilea, los bancos ya están adoptando los requisitos de capital y liquidez de Basilea III, y la cobertura de las provisiones parece adecuada, en tanto que los préstamos en mora permanecen en niveles bajos. Los bancos

**Gráfico 2.18. CAPRD: Crecimiento medio del crédito por moneda (Variación porcentual interanual)**



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Véase la información sobre los grupos de países en la página 143. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

internacionales no han avanzado demasiado en el proceso de eliminación del riesgo (*de-risking*). El alto grado de dolarización y la mayor dependencia del financiamiento externo siguen constituyendo factores de vulnerabilidad.

Las perspectivas para la región siguen siendo favorables. Se prevé que el crecimiento se establezca en una tasa potencial media de 4 por ciento a mediano plazo. El sólido crecimiento de Estados Unidos ayudará a respaldar las exportaciones y las remesas. Las tasas de interés mundiales más elevadas tendrán un impacto tan solo limitado en la actividad económica, en vista de los débiles vínculos financieros de muchos países de CAPRD. Sin embargo, los riesgos se inclinan a la baja e incluyen un crecimiento mundial menor de lo esperado, tasas de interés mundiales superiores a las esperadas, un dólar de EE.UU. más fuerte —mientras los tipos de cambio no se ajusten—, incertidumbres políticas y un retroceso en la integración transfronteriza.

A mediano plazo, se prevé solo una aceleración moderada de la inflación y el deterioro de las posiciones externas, en línea con la tendencia de

los precios mundiales de las materias primas y los continuos ajustes del volumen comercial ante los recientes shocks de los términos de intercambio.

### Prioridades de política económica

Las prioridades de política económica de *México* consisten en mantener la estabilidad macroeconómica y la confianza en los mercados en un entorno de elevada incertidumbre. El fortalecimiento del marco fiscal afianzará la credibilidad de la política fiscal y ayudará a reducir la deuda pública, que alcanzó el 58 por ciento del PIB en 2016. Las reformas específicas de la Ley de Responsabilidad Fiscal deben incluir un vínculo más estrecho entre el nivel de deuda pública deseado y los requisitos de endeudamiento del sector público, un límite al uso de cláusulas para circunstancias excepcionales y el establecimiento de un consejo fiscal imparcial. Al mismo tiempo, será importante que el gobierno mantenga su política para bajar el déficit fiscal a 2,5 por ciento del PIB en 2018. También sería prudente destinar cualquier ingreso inesperado y todas las transferencias de utilidades del Banco de México a la reducción de la deuda pública.

El tipo de cambio flexible debe seguir siendo el principal amortiguador para ayudar a la economía a ajustarse a los shocks externos. Los aumentos de la tasa de política monetaria durante el año pasado contribuirán a mantener bien ancladas las expectativas de inflación a mediano plazo. Si se considera la marcada desaceleración prevista en la actividad económica, el carácter transitorio de la presión inflacionaria, el crecimiento salarial que sigue bajo control y la reciente introducción de coberturas cambiarias por parte del Banco de México, hay espacio para pausar la contracción monetaria a corto plazo. A tal fin, sigue siendo importante una comunicación clara de las políticas por parte del Banco de México para guiar las expectativas de los mercados. En el plano estructural, una mayor diversificación de los mercados de exportación y la intensificación de los esfuerzos para mejorar la seguridad y fortalecer el estado de derecho ayudarían a estimular el crecimiento potencial. A pesar de los

importantes esfuerzos para ampliar la inclusión social y económica, la reducción de la pobreza y la desigualdad siguen siendo desafíos importantes.

*América Central* se beneficiaría con la institucionalización de la disciplina fiscal y el fortalecimiento de los marcos de política fiscal. A corto plazo, lograr la sostenibilidad fiscal sigue siendo una prioridad inmediata. *Costa Rica*, *El Salvador* y la *República Dominicana* deben recomponer sus márgenes de maniobra fiscales a través de mayores ingresos y de un gasto más reducido y eficiente. Es fundamental instaurar marcos institucionales a mediano plazo robustos desde el punto de vista fiscal —por ejemplo, mediante reglas fiscales como las recientemente implementadas por algunos países de la región— para reducir al mínimo el potencial impacto negativo en el crecimiento derivado de la consolidación fiscal. En *Guatemala*, en cambio, donde los niveles de pobreza y desigualdad son elevados y la sostenibilidad fiscal no está en riesgo, la política fiscal debe enfocarse en el lado de la oferta y en los objetivos sociales, entre otras formas aumentando los ingresos para financiar el mayor gasto público que permita cerrar las brechas en materia de infraestructura social y física. A mediano plazo, será necesario reformar los sistemas de salud y pensiones de la región para contener las presiones del envejecimiento poblacional (recuadro 2.2)

Mantener y aumentar la flexibilidad cambiaría en los países con tipos de cambio flexibles podría contribuir a mejorar la resistencia y fortaleza de las economías ante los shocks, teniendo en cuenta los riesgos relacionados con un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, una continua apreciación del dólar de EE.UU. y una mayor frecuencia de episodios de volatilidad en los mercados. Para contar con marcos de política monetaria más robustos sería necesario completar la transición hacia un marco integral de régimen de metas de inflación, fortalecer los mecanismos de transmisión monetaria reduciendo la dolarización, y mejorar la infraestructura financiera, principalmente en los mercados monetario, cambiario y de deuda interna.

Para proteger la estabilidad financiera, se debe continuar con la transición hacia Basilea III, reforzar los marcos de supervisión consolidados, implementar la supervisión basada en el riesgo, integrar el riesgo sistémico en los marcos regulatorios y de supervisión, fortalecer la supervisión de instituciones no bancarias y afianzar los marcos de resolución de los bancos. En vista de los riesgos derivados de la potencial salida de bancos corresponsales, otro aspecto prioritario de la agenda consiste en fortalecer y aplicar de forma proactiva los marcos de lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo (ALD/LFT) (recuadro 2.3). La cooperación regional en torno a ALD/LFT y la supervisión transfronteriza prudencial son pasos importantes para desarrollar la resistencia y fortaleza de los sistemas financieros de CAPRD frente a los shocks mundiales y regionales.

En el plano estructural, los avances para mejorar la productividad siguen siendo prioridades en la agenda para acelerar el crecimiento potencial y reducir la pobreza. Por lo tanto, el crecimiento de largo plazo se vería favorecido por medidas que mejoren el clima de negocios y la seguridad; que prioricen el gasto en educación, salud e infraestructura; que eliminen las barreras a la integración de los mercados regionales; y que fortalezcan los fundamentos legales para la inclusión y profundización financiera.

## El Caribe

### Evolución y perspectivas

Las perspectivas para la región del *Caribe* están mejorando, y tanto para las economías dependientes del turismo como para las exportadoras de materias primas se proyecta un crecimiento dentro del rango de 1½–3 por ciento para 2017 y 2018 (gráfico 2.19).

Varios países de la región registraron un sólido crecimiento del turismo en 2016, en particular *Belice, Granada, Jamaica y San Vicente y las Granadinas*, como resultado de una mayor cantidad de turistas en los segmentos de escala y crucero. Se prevé que esta tendencia continúe en 2017 gracias a un mayor crecimiento económico en Estados Unidos, que es

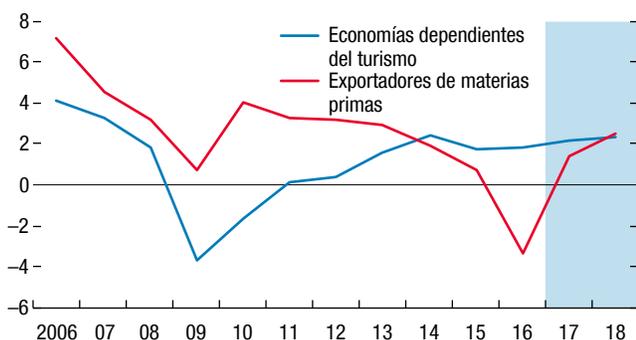
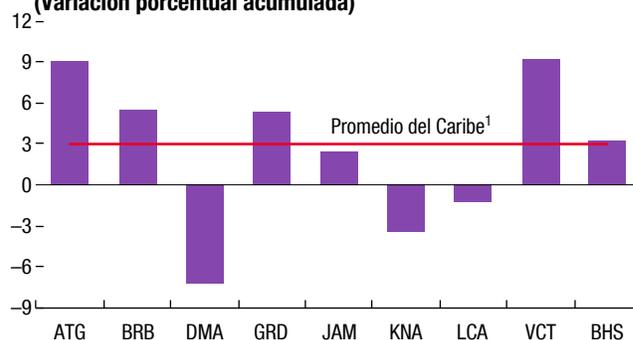
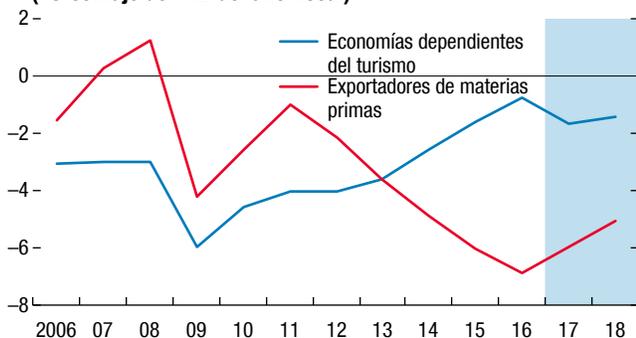
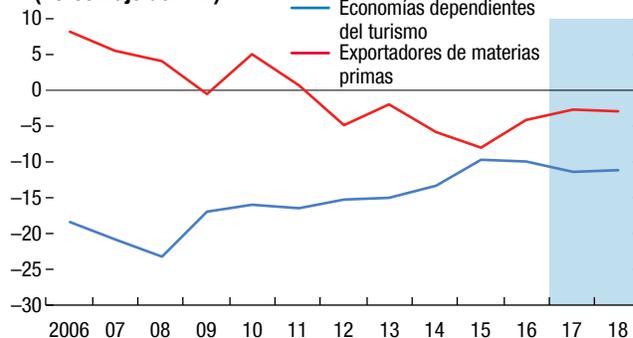
el principal mercado de la mayoría de los destinos de la región. Hay, sin embargo, algunas excepciones como Barbados, que depende mucho del turismo proveniente del Reino Unido. El virus del Zika parece haber tenido un efecto limitado en el sector turístico en 2016 y principios de 2017.

Los exportadores de materias primas, como *Suriname y Trinidad y Tobago*, fueron duramente afectados por los precios mucho más bajos de sus productos en 2015 y 2016, y se proyecta que retornen a un crecimiento positivo moderado en 2017 y 2018 gracias a un leve aumento en los precios de las materias primas (que, no obstante, siguen siendo reducidos). El alza de los precios de las materias primas también ayudaría a mejorar la posición externa de estos países en 2017 y 2018.

El impacto en la región del Caribe del giro esperado en la combinación de políticas de Estados Unidos (con una política fiscal más expansiva y una política monetaria más restrictiva, en relación con proyecciones anteriores) a través del canal de tasas de interés, probablemente será reducido, dados los limitados flujos de capital y la poca integración financiera con Estados Unidos. La apreciación del dólar de EE.UU. podría perjudicar la competitividad, en particular en países con monedas vinculadas a esa divisa. Otro riesgo a la baja es que continúen produciéndose pérdidas de relaciones de corresponsalía bancaria (recuadro 2.3).

### Prioridades de política económica

La deuda del sector público sigue siendo una importante vulnerabilidad para la región. En varias economías dependientes del turismo, la relación deuda pública/PIB ahora está disminuyendo tras haber alcanzado niveles muy altos, y varios países, como *Granada, Jamaica y Saint Kitts y Nevis*, emprendieron esfuerzos para llevar a cabo consolidaciones fiscales plurianuales. En estos casos, se necesitará una prudencia fiscal continua para reducir gradualmente las relaciones deuda/PIB a niveles sostenibles, así como para constituir y preservar las reservas para casos de shocks adversos. En *Barbados y Belice*, la deuda pública siguió aumentando en los últimos años, y se necesita una

**Gráfico 2.19. El Caribe: Evolución reciente****1. El Caribe: Crecimiento del PIB real  
(Variación porcentual interanual)****2. El Caribe: Llegada de turistas, primer semestre de 2015–primer semestre de 2016  
(Variación porcentual acumulada)****3. El Caribe: Balance fiscal global  
(Porcentaje del PIB del año fiscal)****4. El Caribe: Cuenta corriente<sup>2</sup>  
(Porcentaje del PIB)**

Fuentes: Organización del Turismo del Caribe; Banco Central del Caribe Oriental (ECCB, por sus siglas en inglés); FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los agregados son promedios simples. Las áreas sombreadas son proyecciones. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. Véase la información sobre los grupos de países en la página 143.

<sup>1</sup>El promedio del Caribe incluye Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía.

<sup>2</sup>Los datos de los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental no reflejan las estimaciones provisionales del ECCB para 2014 tras una revisión fundamental de la metodología de la balanza de pagos. El ECCB publicará las cifras definitivas de 2014 a comienzos de 2017.

consolidación fiscal combinada con una reforma estructural para poner la deuda pública en una clara trayectoria descendente. La situación en *Barbados* es cada vez más compleja, dados los fuertes requisitos de financiamiento del sector público, que son el resultado de una lenta implementación de reformas y medidas fiscales planificadas. En *Belice*, la reestructuración de la deuda acordada con los prestamistas externos en marzo de 2017 —la tercera operación de este tipo en apenas 10 años— proporciona un alivio considerable por el flujo de fondos, pero no situará la deuda pública en una trayectoria sostenible a menos que cuente con el apoyo de un programa de reforma económica de gran alcance. En los países exportadores de materias

primas, como *Suriname* y *Trinidad y Tobago*, la caída de los precios de estos productos dejó al descubierto las debilidades de la política fiscal y derivó en altos déficits, que contribuyeron a un rápido aumento de la deuda pública. En estos casos, existe una clara necesidad de políticas fiscales más restrictivas en el contexto del ajuste macroeconómico a mediano plazo, a fin de restablecer una trayectoria fiscal sostenible y garantizar la sostenibilidad de la deuda.

En algunos países de la región, el sector financiero aún está agobiado por activos de baja calidad, rentabilidad escasa y capital insuficiente. Como resultado, los bancos no pueden ayudar a sustentar la recuperación que está en marcha. En la *Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU)*, las autoridades

han tomado importantes medidas para incrementar la resistencia y fortaleza del sector bancario, y en tal sentido han aprobado leyes clave y han logrado la resolución satisfactoria de los bancos en dificultades. También serán necesarias otras reformas para afianzar el sistema bancario de manera duradera, como el fortalecimiento de la supervisión de los bancos y las instituciones financieras no bancarias y el aumento de la adecuación de capital de los bancos locales. Ya están en marcha esfuerzos para fortalecer el sector financiero en otros países de la región.

Para mejorar las perspectivas a largo plazo, es necesaria una ejecución más firme de las reformas estructurales. En particular, se precisan esfuerzos para alinear mejor la fijación de salarios con la productividad, y para reducir los costos de la energía y del financiamiento de las empresas. Algunas de las medidas que pueden tomarse para fomentar la competitividad consisten en mejorar la educación, reducir las discordancias de las aptitudes laborales, acelerar los procesos de resolución de controversias contractuales y reformar los regímenes de insolvencia.

## Recuadro 2.1. Exposiciones de la región frente a Estados Unidos

Dada la actual incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos, descrita en el capítulo 1, en este recuadro se resumen las principales exposiciones de la región frente a Estados Unidos y se emplean simulaciones de modelos para analizar los posibles efectos derrame.

### Vinculaciones comerciales

*Canadá, América Central y México* tienen importantes exposiciones frente a Estados Unidos por la vía del comercio. Estados Unidos es el destino de cerca del 80 por ciento del total de bienes exportados por Canadá y México (aproximadamente 25 por ciento de su PIB) y del 40 por ciento de las exportaciones de América Central (gráfico 2.1.1). La exposición indirecta de los países centroamericanos a Estados Unidos también es elevada por vía del comercio intrarregional, que equivale a alrededor del 20 por ciento de sus exportaciones totales. Estados Unidos presenta un déficit comercial frente a México y Canadá en cuanto a bienes, pero un superávit en cuanto a servicios. En cambio, el Tratado de Libre Comercio Centroamérica-Estados Unidos (CAFTA) es el único pacto comercial en el que Estados Unidos tiene un superávit comercial en bienes, pero un déficit en servicios. La exposición de *América del Sur* ante Estados Unidos es menor, y está en gran medida concentrada en las materias primas. Aparte de las economías dependientes de las materias primas (Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago), las exportaciones de bienes del *Caribe* a Estados Unidos son modestas, y la principal exposición está en el sector del turismo. En general, las exportaciones de la región a Estados Unidos, en particular en el caso de México, están muy concentradas en bienes manufacturados.

En este contexto, una renegociación con el objetivo de afectar la balanza comercial bilateral, incluyendo una imposición unilateral de aranceles u otras barreras comerciales sobre las importaciones, sería perjudicial. Por ejemplo, si los aranceles de los países integrantes del TLCAN y CAFTA suben a los niveles de nación más favorecida de la Organización Mundial del Comercio, la menor demanda en Estados Unidos por las exportaciones de estos países causaría inicialmente un deterioro en la balanza comercial, la demanda interna y el crecimiento del PIB real en la región. Con el tiempo, la balanza comercial de estos países se ajustaría paulatinamente gracias a la disminución de las importaciones y la depreciación de las monedas. Asimismo, un mayor proteccionismo comercial a escala mundial podría causar efectos derrame adicionales a la región a través de una disminución en las exportaciones y de los precios de las materias primas.

### Vinculaciones de remesas e inmigración

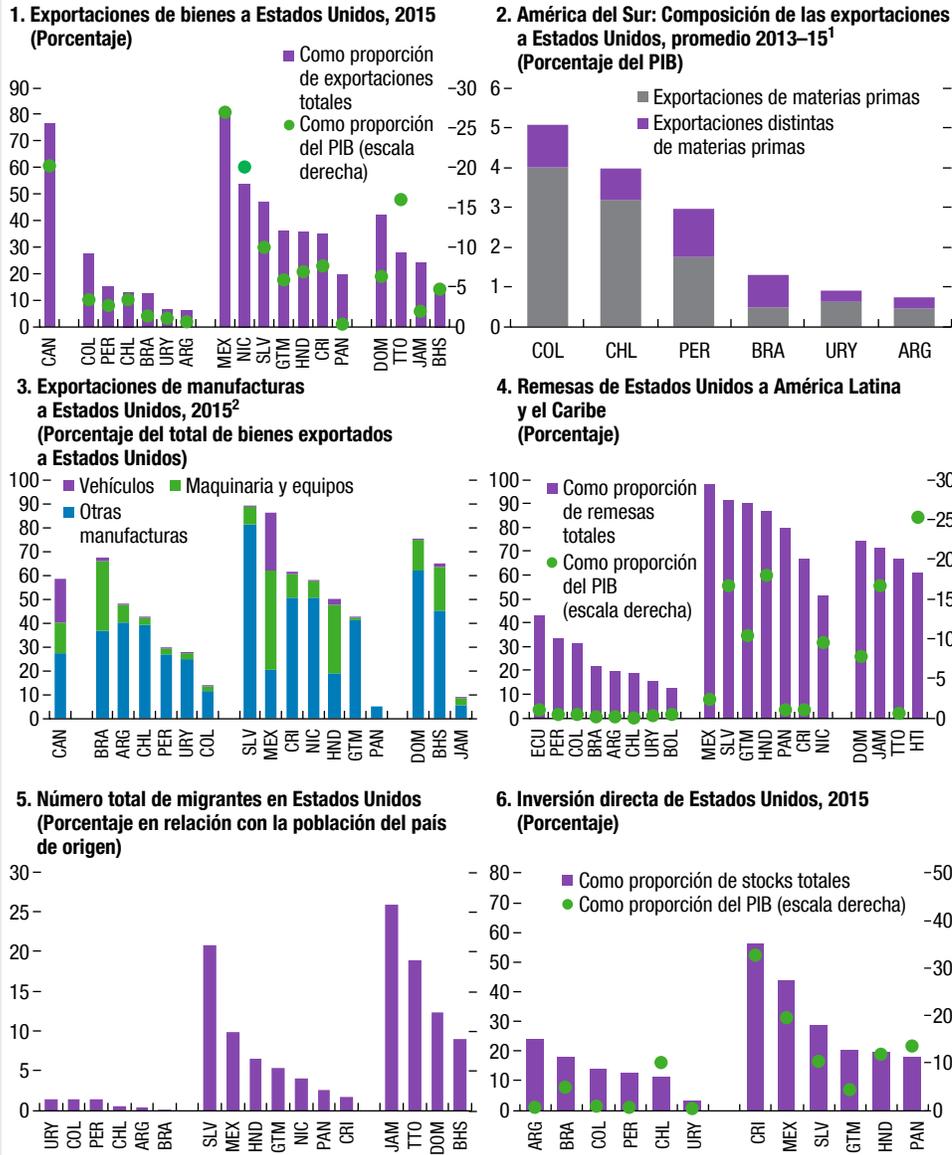
Los *flujos de remesas* enviados por trabajadores migrantes en Estados Unidos, principalmente a los países del Triángulo Norte en América Central (El Salvador, Guatemala y Honduras), representan una proporción importante del PIB (capítulo 5). Si bien Estados Unidos es la principal fuente de flujos de remesas a México, la proporción de las remesas en el PIB es mucho menor. La exposición de América del Sur es en general baja, ya que los flujos de remesas provienen de una gran variedad de países, sobre todo de Europa, pero dentro de América del Sur, algunos países andinos están más expuestos que otros. En el *Caribe*, los flujos de remesas de Estados Unidos a Belice, Guyana y Jamaica son cuantiosos.

Los *inmigrantes de México y América Central* constituyen el grueso de la población migrante de América Latina en Estados Unidos (capítulo 5). En 2015, los inmigrantes de América Central residentes en Estados Unidos representaban cerca del 10 por ciento de la población de todo ese subcontinente (frente a menos del 1 por ciento en el caso de América del Sur). El Salvador tiene por lejos el mayor número de emigrantes en relación con la población del país de origen, seguido de México. En el Caribe, la población migrante que vive en Estados Unidos es sustancial en relación con la población de los países de origen (alrededor de 23 por ciento).

Este recuadro fue preparado por S. Pelin Berkmen y Juan Yépez, a partir de una compilación de información realizada dentro del Departamento del Hemisferio Occidental sobre posibles efectos derrame de las políticas de Estados Unidos. Michal Andrlé y Benjamin Hunt prepararon las simulaciones de los modelos.

Recuadro 2.1 (continuación)

**Gráfico 2.1.1. Exposiciones frente a Estados Unidos**



Fuentes: FMI, base de datos de Encuesta Coordinada sobre la Inversión Directa; FMI, base de datos de Direction of Trade Statistics; FMI, base de datos del informe WEO; Comtrade de las Naciones Unidas; Naciones Unidas, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (2015); Banco Mundial, base de datos sobre migración y remesas; y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143.  
<sup>1</sup>Las exportaciones de materias primas incluyen materias primas agrícolas, alimentos, combustibles, y menas y metales.  
<sup>2</sup>Las exportaciones de manufacturas incluyen productos químicos y relacionados, maquinaria y equipo de transporte, bienes manufacturados, y artículos manufacturados varios. Los datos de Honduras son de 2014.

**Recuadro 2.1** (continuación)

Una intensificación de las tendencias recientes de deportaciones podría deprimir el PIB per cápita de América Central, Panamá, la República Dominicana y, en menor medida, de México. La magnitud del impacto puede depender del nivel de calificación de los trabajadores que retornan al país de origen, así como del grado con el que se reinsertan en el mercado laboral, de la brecha de salarios entre los países de origen y Estados Unidos, y del posible deterioro de la confianza y del riesgo país.

**Vinculaciones de inversión extranjera directa**

La *inversión extranjera directa* (IED) de Estados Unidos en la región está concentrada principalmente en Costa Rica y los países integrantes del TLCAN. Del total de IED, la IED de Estados Unidos representa el 60 por ciento en Costa Rica y el 50 por ciento en los países integrantes del TLCAN (lo que equivale a 26 por ciento y 18 por ciento del PIB, respectivamente). El Salvador y Honduras también tienen exposiciones frente a Estados Unidos, con porcentajes de IED equivalentes a 9 por ciento y 11 por ciento del PIB, respectivamente. En América del Sur, la exposición a IED de Estados Unidos es menor, excepto en Brasil y Chile. La IED estadounidense en el Caribe es modesta.

**Efectos derrame: Modelación de escenarios ilustrativos<sup>1</sup>**

Los efectos derrame derivados de una modificación de la combinación de políticas de Estados Unidos se analizan utilizando el escenario ilustrativo de expansión fiscal financiada mediante deuda (reducción de los impuestos a la renta del trabajo y las empresas y aumento del gasto en infraestructura). Los detalles de este escenario y su impacto en Estados Unidos se resumen en el capítulo 1 de la edición de abril de 2017 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO).

Con medidas fiscales muy productivas, el PIB real de Estados Unidos aumenta notablemente, y para 2021 alcanza un máximo de 1 por ciento por encima del escenario en que las políticas no varían. Esta mayor demanda provoca un endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos y una apreciación real del dólar de ese país. Sin tomar en cuenta los efectos de la incertidumbre política, en el corto plazo los principales socios comerciales de Estados Unidos podrían beneficiarse de efectos derrame positivos. Los países con monedas vinculadas al dólar de EE.UU. se verían perjudicados por una apreciación en términos efectivos.

Si las medidas fiscales no son productivas y los mercados financieros producen una normalización más rápida de la prima por plazo en Estados Unidos, para 2021 el PIB de ese país aumenta aproximadamente ½ por ciento, generando efectos derrame en su mayoría negativos para la región, y dando lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras que neutraliza los efectos de la mayor demanda por importaciones en Estados Unidos en el corto plazo.

A largo plazo, en ambos escenarios los efectos derrame en la región son pequeños pero negativos, porque el nivel permanentemente más alto de deuda pública de Estados Unidos eleva las tasas de interés reales mundiales y el costo del capital, lo cual anula con creces el aumento del rendimiento del capital privado derivado de la mayor demanda de Estados Unidos (gráfico 2.1.2). Los efectos derrame negativos que surgen en el caso de que las medidas fiscales de Estados Unidos sean improductivas, sumados al aumento de la prima por plazo en Estados Unidos, son de mayor magnitud para la mayoría de las economías financieramente integradas de la región.

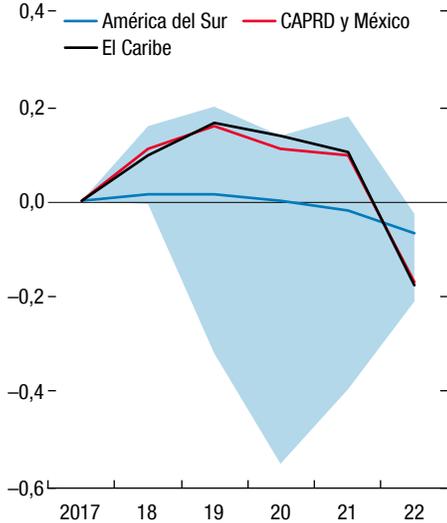
<sup>1</sup>Las simulaciones estructurales se estimaron usando el Sistema Flexible de Modelos Mundiales (modelo FSGM, por sus siglas en inglés) del FMI, un modelo de equilibrio general anual multirregional que combina fundamentos microeconómicos y formulaciones de forma reducida de diversos sectores económicos. Tiene un lado de la demanda completo y algunas características del lado de la oferta.

Recuadro 2.1 (continuación)

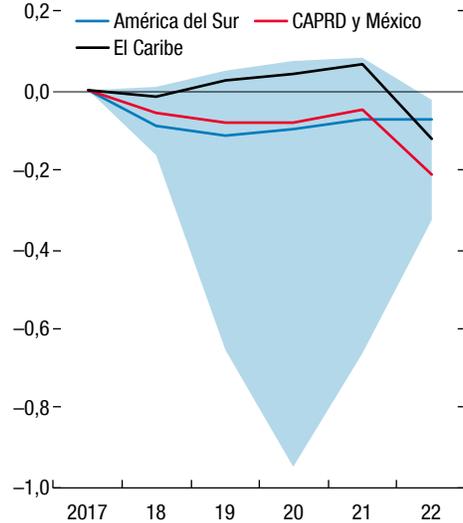
**Gráfico 2.1.2. Escenarios ilustrativos: Potenciales modificaciones a las políticas de Estados Unidos**

(Niveles del PIB; porcentaje de desviación con respecto al escenario sin modificaciones de las políticas)

**1. Escenario de medidas fiscales productivas**



**2. Escenario fiscal (menos productivo) y prima por plazo**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Note: Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la paridad del poder adquisitivo. La zona sombreada denota el rango máximo y mínimo. Véase la información sobre los grupos de países en la página 143. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana; El Caribe = Jamaica; América del Sur = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

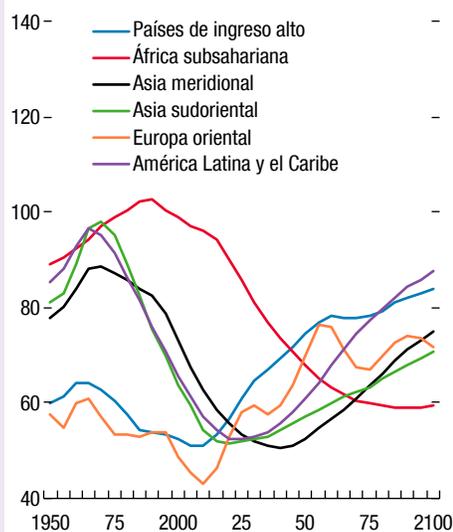
## Recuadro 2.2. Brechas fiscales a largo plazo

Aunque los países de América Latina aún son más jóvenes que la mayoría de las economías avanzadas, se espera que el envejecimiento demográfico se acelere. En los últimos 65 años, la región se ha beneficiado de un importante dividendo demográfico gracias a que experimentó la reducción más drástica en todo el mundo de la tasa de dependencia total (población menor de 15 años y mayor de 64 años de edad como proporción de la población entre 15 y 64 años de edad). Pero América Latina está acercándose al punto de inflexión que marca una nueva era de rápido envejecimiento, y Naciones Unidas prevé que para 2080 el continente habrá rebasado a las economías avanzadas como la región con la mayor proporción de ancianos en la población (gráfico 2.2.1).

Las posiciones fiscales a largo plazo de América Latina son especialmente vulnerables al envejecimiento demográfico debido a varios aspectos de los actuales sistemas de pensiones y salud de la región. El gasto público medio en pensiones y salud en América Latina es menor que en los países de ingreso alto y los países emergentes de Europa, pero ya es más del doble que en las economías emergentes de Asia, región cuya estructura demográfica es más similar a la latinoamericana (gráficos 2.2.2 y 2.2.3). La mayoría de los países de América Latina tienen sistemas de reparto con prestaciones definidas que son relativamente generosos pero que no suelen estar debidamente financiados. En muchos países las edades de jubilación están en línea con los promedios internacionales, pero en varios casos las tasas de reemplazo son superiores y las contribuciones son inferiores a las de países de ingreso alto<sup>1</sup>. Por otro lado, los sistemas de contribuciones definidas introducidos en los años noventa están generando tasas de reemplazo que podrían estar por debajo de los niveles socialmente aceptables (cuadro 2.2.1), y que por lo tanto a la larga podrían no cumplir con los objetivos establecidos de reducir los pasivos fiscales a largo plazo derivados del costo público de los sistemas de pensiones no contributivos que son necesarios para aliviar la pobreza. Al mismo tiempo, la cobertura ofrecida por los sistemas contributivos de pensiones y salud es limitada, debido a la amplia incidencia de la informalidad en la región. Muchos países han logrado ampliar la cobertura a través de seguros mínimos de pensiones y salud no contributivos, pero esta estrategia podría tener implicaciones negativas para la sostenibilidad fiscal más adelante.

Los costos fiscales proyectados del envejecimiento de la población no son sostenibles con las actuales políticas en América Latina. A fin de cuantificar las brechas fiscales a largo plazo generadas por el envejecimiento de la población en 18 países latinoamericanos, se recurre a un análisis multinacional basado en proyecciones demográficas de las Naciones Unidas y metodologías formuladas por el FMI para derivar proyecciones

**Gráfico 2.2.1. Tasa de dependencia total**  
(Población menor de 15 y mayor de 64 años de edad/población 15–64 años de edad; porcentaje)



Fuente: Naciones Unidas, *World Population Prospects: 2015 Revision*.

Este recuadro fue preparado por Jaume Puig y Valentina Flamini, sobre la base de un análisis de las brechas fiscales a largo plazo en América Latina y el Caribe hasta 2100 realizado por un equipo dirigido por Lorenzo Figliuoli.

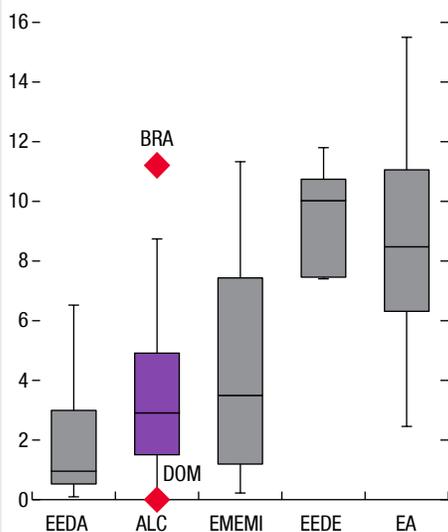
<sup>1</sup>Como excepción, en Brasil la edad efectiva de jubilación es baja, mientras que las contribuciones y las tasas de reemplazo en algunos de los componentes del sistema son altas en comparación con los niveles internacionales. En el Congreso se está debatiendo una reforma de los parámetros con el fin de contener el crecimiento del gasto en seguridad social. Las proyecciones que se presentan en este recuadro reflejan las políticas actualmente vigentes en un escenario sin reformas, y el gasto en pensiones en 2015 incluye ciertas prestaciones no contributivas. Véase un análisis más detallado del sistema de pensiones de Brasil y su problemática en FMI (2016).

**Recuadro 2.2** (continuación)

de gasto público (Clements *et al.*, 2015). Se proyecta que el gasto medio en pensiones en estos países, en la actualidad equivalente a 3½ por ciento del PIB, aumente a 4 por ciento y 7 por ciento del PIB en 2030 y 2065, respectivamente, con una cifra máxima de 30 por ciento del PIB en Brasil en 2065 (gráfico 2.2.4). Las brechas fiscales a largo plazo, medidas como el valor presente descontado (VPD) del aumento del gasto en pensiones entre 2015 y 2030 —un indicador del grado en que los pasivos públicos futuros podrían incrementar las cargas de deuda pública— rondarían en promedio el 5 por ciento del PIB, y aumentarían a 50 por ciento del PIB para 2065, una vez más con un alarmante valor máximo de 365 por ciento del PIB en Brasil (gráfico 2.2.6).

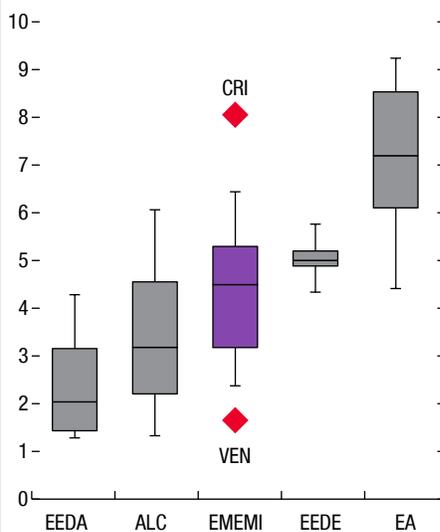
Si bien los países con un componente financiado experimentarían aumentos más pequeños del gasto en pensiones —e incluso disminuciones en algunos casos—, no deja de haber una disyuntiva entre la sostenibilidad fiscal y la sostenibilidad social de los actuales sistemas de pensiones, dado que las tasas de reemplazo medias tienden a situarse por debajo de los parámetros internacionales en los países que han efectuado la transición a hacia sistemas de contribuciones definidas. Se proyecta que el gasto en salud aumente

**Gráfico 2.2.2. Gasto público en pensiones, 2015**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: El extremo superior del recuadro representa el percentil 75 del gasto regional, la línea horizontal del medio es la mediana y el extremo inferior del recuadro representa el percentil 25 del gasto. Los extremos de las líneas verticales representan los percentiles 5 y 95 del gasto regional en pensiones en 2015. ALC = América Latina y el Caribe; BRA = Brasil; DOM = República Dominicana; EA = economías avanzadas; EEDA= economías emergentes y en desarrollo de Asia; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa; EMEMI = economías de mercados emergentes y de mediano ingreso.

**Gráfico 2.2.3. Gasto público en salud, 2015**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales; Organización Mundial de la Salud; y estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: El extremo superior del recuadro representa el percentil 75 del gasto regional, la línea horizontal del medio es la mediana y el extremo inferior del recuadro representa el percentil 25 del gasto. Los extremos de las líneas verticales representan los percentiles 5 y 95 del gasto regional en salud en 2015. ALC = América Latina y el Caribe; CRI = Costa Rica; EA = economías avanzadas; EEDA = economías emergentes y en desarrollo de Asia; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa; EMEMI = economías de mercados emergentes y de mediano ingreso; VEN = Venezuela.

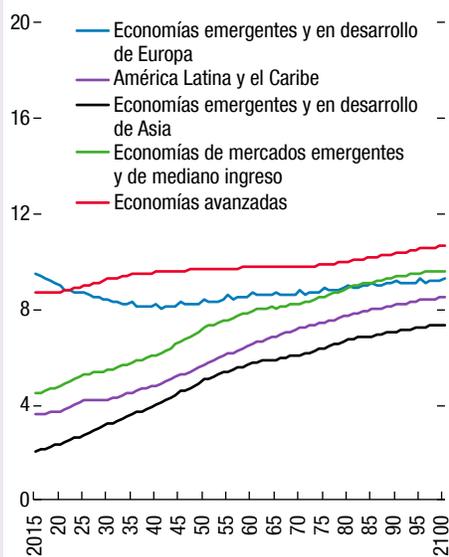
**Recuadro 2.2** (continuación)

incluso más, debido no solo a las tendencias demográficas sino también a un aumento adicional de los costos relacionado con mejoras tecnológicas<sup>2</sup>.

Gracias al mayor avance de la región hacia la cobertura universal en comparación con otras regiones de economías emergentes y en desarrollo, se prevé que el gasto regional medio en salud aumente a 6 por ciento y 10½ por ciento del PIB en 2030 y 2065, respectivamente (gráfico 2.2.5). El VPD medio de estos aumentos del gasto hasta 2030 es de tan solo 10 por ciento del PIB, pero de casi 100 por ciento para 2065 (gráfico 2.2.7). Estas proyecciones están sujetas a un mayor grado de incertidumbre que el de las pensiones, debido a la amplia gama de posibles resultados en cuanto a los costos futuros de las mejoras tecnológicas.

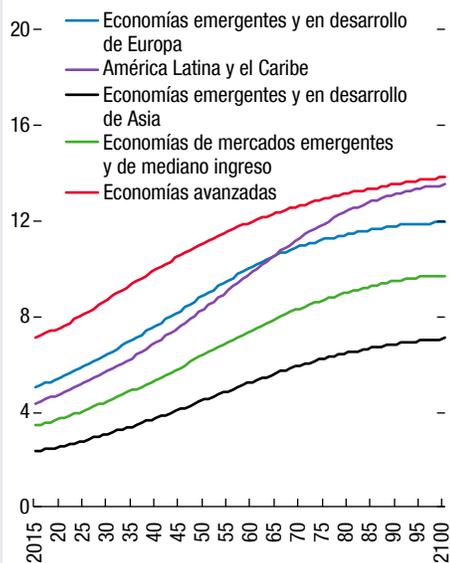
Se necesitarán reformas cuidadosamente formuladas para garantizar la sostenibilidad financiera y al mismo tiempo proporcionar niveles socialmente aceptables de cobertura y suficiencia de las pensiones y la atención de la salud. Las políticas orientadas a promover tanto la formalidad como la participación en la fuerza laboral —particularmente de las mujeres y los ancianos— ayudarían a retardar el impacto del envejecimiento. No obstante, las reformas de los parámetros serán cruciales para garantizar la sostenibilidad a largo plazo de los sistemas de pensiones basados en regímenes con y sin financiamiento. Al igual que en el resto del mundo, estas reformas deberían contemplar no solo aumentos de las edades de jubilación acordes con los aumentos de la esperanza de vida, sino también una combinación de aumentos de las contribuciones y reducciones de las prestaciones, si bien estos cambios tendrían que equilibrarse cuidadosamente con las inquietudes relativas a los incentivos a la informalidad. También se necesitarán tasas más altas de contribución para garantizar la suficiencia de las pensiones en los países con sistemas de contribuciones definidas.

**Gráfico 2.2.4. Proyecciones de gasto público en pensiones**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

**Gráfico 2.2.5. Proyecciones de gasto público en salud**  
(Porcentaje del PIB)



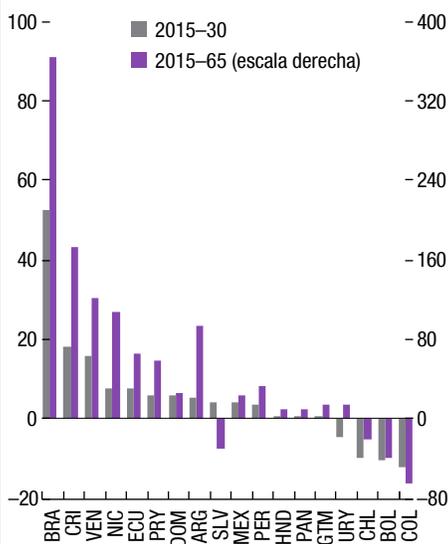
Fuentes: Autoridades nacionales; Organización Mundial de la Salud; y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>2</sup>Según las tendencias históricas en las economías avanzadas, las mejoras tecnológicas podrían dar lugar a un aumento adicional de los costos de un 1 por ciento anual en el gasto en salud.

**Recuadro 2.2** (continuación)

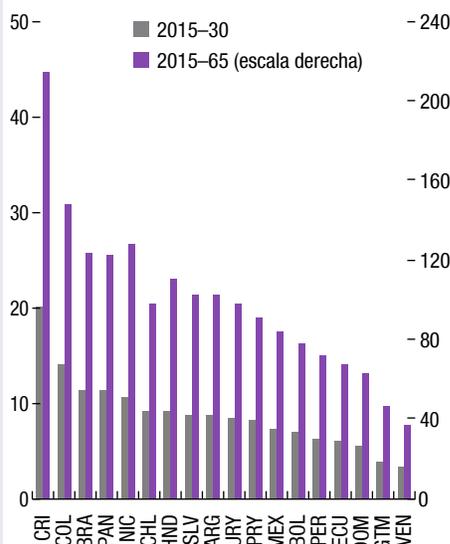
En cuanto el gasto en salud, el interés ha de centrarse en los controles presupuestarios y en medidas que mejoren la eficiencia para contener el gasto y a la vez preservar los resultados de salud y garantizar acceso equitativo a los servicios de salud básicos; la importancia relativa de cada una de estas reformas variará de un país a otro dependiendo de la cobertura que ofrecen sus actuales sistemas de salud. En particular, los países que buscan ampliar la cobertura de sus sistemas de salud pública deben preocuparse primero de suministrar servicios esenciales, haciendo hincapié en la atención preventiva y primaria, el control de enfermedades infecciosas y la mejora de la atención en las zonas rurales. Los sistemas basados en seguros sociales podrían ampliarse en los países en que el mercado laboral informal es menos relevante y la administración de los ingresos es de alta calidad, pero cuando el nivel de informalidad es elevado, quizás el mejor punto de partida sea el suministro de servicios de salud básicos universales financiados mediante impuestos. Los países con cobertura de salud más amplia deberían concentrarse más en los controles presupuestarios a través de una combinación de instrumentos como los siguientes: 1) topes presupuestarios con supervisión centralizada, 2) gestión y coordinación pública de los servicios, 3) participación de los gobiernos locales y estatales en la toma de decisiones clave sobre los recursos, 4) mejor uso de los mecanismos de mercado, 5) aumento de la proporción de costos asumidos por los pacientes y 6) restricción de la oferta de insumos y productos de salud, o aplicación de controles directos de precios (Clements, Coady y Gupta, 2012).

**Gráfico 2.2.6. Valor presente descontado de aumentos del gasto público en pensiones**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.  
Nota: El valor presente descontado se estima suponiendo un diferencial tasa de interés-crecimiento de 1 por ciento basada en Escolano (2010) y Turner y Spinelli (2012). En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143.

**Gráfico 2.2.7. Valor presente descontado de aumentos del gasto público en salud**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.  
Nota: El valor presente descontado se estima suponiendo un diferencial tasa de interés-crecimiento de 1 por ciento basada en Escolano (2010) y Turner y Spinelli (2012). En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143.

Recuadro 2.2 (continuación)

Cuadro 2.2.1. Parámetros fundamentales de los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe

País	Tipo de sistema <sup>1</sup>	Edad obligatoria de pensión <sup>2</sup>	Período de mínimo de cotización (años)	Tasas de contribución 2015 <sup>3</sup>		Tasa de reemplazo bruta <sup>4</sup> (porcentaje)
				Total (porcentaje)	Empleador	
Argentina	PD	65 (60)	30	21,2	10,2	71,6 (71,5)
Bolivia	CD	58	10	15,2	3,0	41,0
Brasil	PD	65 (60)	35 (30)	28,0	20,0	69,5 (52,9)
Chile	CD	65 (60)	20	11,2	1,2	32,8 (28,8)
Colombia	PD/CD	62 (57)	25	16,0	12,0	70,8 (64,1)
Costa Rica	PD/CD	65	25	12,2	8,3	79,4
Ecuador	PD	60	30	10,7	1,1	94,2
El Salvador	CD	60 (55)	25	13,5	7,3	46,6
Guatemala	PD	60	20	5,5	3,7	67,8
Honduras	PD	65 (60)	15	6,0	3,5	64,9 (60,9)
México	CD	65	24	8,7	6,9	25,5 (23,6)
Nicaragua	PD	60	15	13,0	9	94,2
Panamá	PD/CD	62 (57)	20	13,5	4,3	78,4 (72,8)
Paraguay	PD	60	24	23,0	14,0	104,1
Perú	PD/CD	65	20	13,0	0,0	70,6
República Dominicana	CD	60	30	10,0	7,1	22,8
Uruguay	PD/CD	60	30	22,5	7,5	52,5
Venezuela	PD	60 (55)	15	13,0	9,0	94,2 (89,5)
<b>OCDE, promedio</b>	<b>N/C</b>	<b>64,7 (63,5)</b>	<b>N/C</b>	<b>19,6</b>	<b>11,2</b>	<b>52,9</b>

Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2013 y 2015) (tasas medias de contribución; edad media de pensión); OCDE/BID/Banco Mundial (2014) (tipo de sistema; tasas de reemplazo brutas); Administración de la Seguridad Social de Estados Unidos (2016) (edad de pensión; período de mínimo de cotización; tasas de contribución).

Nota: Las cifras entre paréntesis corresponden a mujeres cuando son diferentes que las correspondientes a hombres. CD = contribuciones definidas; N/C = no corresponde; PD = prestaciones definidas.

<sup>1</sup>Los sistemas de CD pueden incluir un pilar de PD en proceso de eliminación gradual. En los países con sistemas fragmentados, el componente individual más grande se toma como parámetro.

<sup>2</sup>En muchos países, la edad de jubilación efectiva es menor que la edad determinada por ley porque una proporción importante de los contribuidores se jubilan varios años antes de acuerdo a la duración de su historial de contribuciones (por ejemplo, Brasil). En Ecuador, la edad de pensión varía de acuerdo con el número de años de contribución.

<sup>3</sup>En porcentaje del salario de referencia. Solo incluye vejez, incapacidad y sobrevivientes. A los valores de Argentina se les descuentan los créditos tributarios para empleadores basados en ubicación.

<sup>4</sup>Últimos datos disponibles. Derechos de pensiones brutas en porcentaje de las ganancias brutas recibidas antes de la jubilación. Las comparaciones se basan en un conjunto específico de supuestos. Véase información detallada en OCDE/BID/Banco Mundial (2014). Los datos de Argentina, Brasil, Chile y México provienen de OCDE (2015).

### Recuadro 2.3. Relaciones de corresponsalía bancaria

Un riesgo importante al que se enfrenta la región del Caribe es el retiro de relaciones de corresponsalía bancaria (RCB). Estas relaciones son de importancia crítica para la región porque posibilitan los pagos transfronterizos, incluidas las remesas, y respaldan el crecimiento económico por la vía del comercio exterior y la actividad financiera transfronteriza. Los bancos internacionales se han retirado selectivamente de las relaciones de corresponsalía bancaria en los últimos años, a raíz de la evolución de los análisis costo-beneficio de los bancos, incluidos cambios ocurridos en los marcos reglamentarios y de cumplimiento en las economías avanzadas.

Según una encuesta reciente realizada por el Banco Mundial, el Caribe es la región que más se ha visto afectada por esta tendencia mundial, y los países más pequeños son especialmente vulnerables. Varios bancos en la región con presencia en diferentes países (Barbados, Las Bahamas, Belice, Guyana, Haití, Jamaica, Suriname, Trinidad y Tobago y los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental) han perdido algunas o todas sus relaciones de corresponsalía bancaria, incluidos dos bancos centrales (Belice y Suriname). En Belice, los bancos que ya han perdido RCB importantes son de dimensiones sistémicas, con activos que ascienden a más de la mitad de los activos del sistema bancario interno. En otros países del Caribe, los bancos afectados no son sistémicos o cuentan con otras RCB activas. En meses recientes, algunos bancos en los países más afectados han logrado establecer nuevas RCB, pero la pérdida potencial de relaciones vitales de este tipo continúa representando un riesgo importante para los bancos caribeños.

En los países más afectados, la pérdida de RCB ha elevado los costos de procesamiento de transacciones internacionales, entre otros motivos por los mayores costos debidos a la intensificación de las tareas de diligencia debida y, en ciertos casos, por el encarecimiento de las comisiones de servicios de las RCB; además, ahora el procesamiento de transacciones internacionales toma más tiempo. Por ejemplo, en Belice, un importante banco interno ha indicado que las comisiones por transferencias electrónicas internacionales han subido de aproximadamente \$100 a alrededor de \$300, y que el tiempo de procesamiento ha aumentado de uno a varios días.

Un estudio reciente del personal técnico del FMI con interlocutores y partes interesadas en el Caribe reveló un impacto significativo a escala regional en los servicios de transferencia de dinero o valores, que son importantes para las remesas internacionales (capítulo 5). Esto incluye los servicios de transferencia de dinero en Jamaica (cambios), donde uno de los principales bancos ya no acepta instrumentos extranjeros o remesas de ciertas empresas de servicios monetarios. Las limitaciones sobre este sector podrían ser perjudiciales para la inclusión financiera. Por ejemplo, en Jamaica, los “cambios” desempeñan una función crítica en el mercado cambiario al fomentar la competencia, la conveniencia y el acceso amplio que exige una economía que depende del turismo.

Es menester que los sectores público y privado desplieguen esfuerzos coordinados para mitigar el riesgo de exclusión financiera. Los países en los que están domiciliados los bancos internacionales tienen que comunicar claramente sus expectativas en cuanto a regulaciones, y los países afectados deben adoptar marcos regulatorios y de supervisión que les permitan respetar las normas internacionales pertinentes y reforzar la implementación de dichos marcos, incluidas las normas sobre lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo y sobre intercambio de información tributaria. Están en curso varias iniciativas —impulsadas por el FMI, el Banco Mundial y el Consejo de Estabilidad Financiera— para comprender mejor el retiro de las relaciones de corresponsalía bancaria, abordar sus causas y evaluar y mitigar su impacto potencial. Los órganos regionales del Caribe han redoblado sus esfuerzos para generar conciencia sobre el impacto que tiene en la región el retiro de las relaciones de corresponsalía bancaria.

Entre las posibles soluciones, una prioridad inmediata es la de reforzar la capacidad de gestión de riesgos de los bancos principales o representados. Esto puede lograrse mediante una mejor comunicación entre los bancos representantes y representados para fomentar una visión común de los riesgos, declaraciones de política por

Este recuadro fue preparado por Bert van Selm, y está basado en Erbenová *et al.* (2016) y FMI (de próxima publicación).

### Recuadro 2.2 (continuación)

parte de los bancos representantes acerca de las transacciones que son consideradas de alto riesgo y asistencia técnica para fortalecer la capacidad de los bancos representados. En los casos en que no es posible lograr una capacidad suficiente a nivel de cada banco representado, la consolidación del tráfico de transacciones y la eliminación de ciertas actividades de alto riesgo podrían ayudar a aliviar las presiones sobre las relaciones de corresponsalía bancaria. La consolidación de transacciones mediante la práctica conocida como *downstreaming* (en la que un banco representante tiene una relación con un banco intermedio, y este a su vez tiene relaciones con otros bancos representados) ya se ha afianzado en la región. La consolidación de bancos representados de tamaño pequeño también tiene el potencial de incrementar el nivel de flujos de transacciones con bancos representantes, así como de aportar economías de escala a los procesos de diligencia debida.

## Anexo 2.1. Aclaración acerca de los datos de Argentina y Venezuela

Los datos de precios al consumidor para Argentina antes de diciembre de 2013 reflejan el índice de precios al consumidor (IPC) del Gran Buenos Aires (IPC-GBA), mientras que entre diciembre de 2013 y octubre de 2015 los datos reflejan el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu). El nuevo gobierno que entró en funciones en diciembre de 2015 señaló que el IPCNu presentaba fallas y dejó de utilizarlo, y publicó un nuevo IPC del Gran Buenos Aires el 15 de junio de 2016. En su reunión del 9 de noviembre de 2016, el Directorio Ejecutivo del FMI consideró que la nueva serie del IPC se ajusta a las normas internacionales y retiró la declaración de censura emitida en 2013. Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología de estas series, en la edición de abril de 2017 del informe WEO no se presentan datos sobre la inflación del IPC promedio para 2014, 2015 y 2016, y la inflación al final del período para 2015 y 2016.

Las autoridades de Argentina dejaron de publicar los datos sobre el mercado laboral en diciembre de 2015 y publicaron series nuevas a partir del segundo trimestre de 2016.

Proyectar las perspectivas económicas de Venezuela, incluida la evaluación de la evolución económica pasada y actual como base para las proyecciones, es complicado debido a que no se

mantienen conversaciones con las autoridades (la última consulta del Artículo IV se llevó a cabo en 2004), que se reciben datos entre intervalos prolongados y con deficiencias de información, que la información recibida es incompleta y que es difícil interpretar algunos indicadores declarados de acuerdo con la evolución económica. Las cuentas fiscales incluyen el gobierno central presupuestario y Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA), y los datos de las cuentas fiscales para 2016–22 son estimaciones del personal técnico del FMI. Los ingresos incluyen las utilidades de operaciones cambiarias, estimadas por el personal técnico del FMI, transferidas del banco central al gobierno (comprando dólares de EE.UU. al tipo más apreciado y vendiéndolos a tipos más depreciados en el marco de un sistema cambiario con múltiples niveles), y excluyen los ingresos estimados por el personal técnico del FMI por la venta de los activos de PetroCaribe por PDVSA al banco central. Las cuentas fiscales para 2010–22 corresponden al gobierno central presupuestario y PDVSA. Las cuentas fiscales antes de 2010 corresponden al gobierno central presupuestario, las empresas públicas (incluida PDVSA), el Instituto Venezolano de los Seguros Sociales (IVSS) y el Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria (FOGADE).

Los precios al consumidor de Argentina y Venezuela están excluidos de todos los datos agregados del informe WEO.

2. AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TRAZANDO LA RUTA HACIA UN MAYOR CRECIMIENTO

Cuadro del anexo 2.1. Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos<sup>1</sup>

	Crecimiento del producto (Porcentaje)					Inflación <sup>2</sup> (Fin de período, porcentaje)					Balance de la cuenta corriente externa (Porcentaje del PIB)				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
	Est.			Proyecciones		Est.			Proyecciones		Est.			Proyecciones	
<b>América del Norte</b>															
Canadá	2,6	0,9	1,4	1,9	2,0	2,0	1,3	1,4	2,1	2,2	-2,4	-3,4	-3,3	-2,9	-2,7
México	2,3	2,6	2,3	1,7	2,0	4,1	2,1	3,4	4,6	3,1	-2,0	-2,9	-2,7	-2,5	-2,7
Estados Unidos	2,4	2,6	1,6	2,3	2,5	0,5	0,7	2,2	2,3	2,7	-2,3	-2,6	-2,6	-2,7	-3,3
Puerto Rico <sup>3</sup>	-1,4	0,0	-1,8	-3,0	-2,5	0,1	-0,2	-0,2	1,5	0,5	...	...	...	...	...
<b>América del Sur</b>															
Argentina <sup>4</sup>	-2,5	2,6	-2,3	2,2	2,3	23,9	...	...	21,6	17,2	-1,4	-2,7	-2,6	-2,9	-3,4
Bolivia	5,5	4,8	4,1	4,0	3,7	5,2	3,0	4,0	4,7	5,0	1,4	-5,6	-5,4	-3,9	-2,6
Brasil	0,5	-3,8	-3,6	0,2	1,7	6,4	10,7	6,3	4,4	4,5	-4,2	-3,3	-1,3	-1,3	-1,7
Chile	2,0	2,3	1,6	1,7	2,3	4,7	4,4	2,8	3,1	3,0	-1,7	-1,9	-1,4	-1,4	-1,7
Colombia	4,4	3,1	2,0	2,3	3,0	3,7	6,8	5,7	4,1	3,0	-5,1	-6,4	-4,4	-3,6	-3,3
Ecuador	4,0	0,2	-2,2	-1,6	-0,3	3,7	3,4	1,1	0,3	0,7	-0,6	-2,2	1,1	0,9	-0,1
Guyana	3,8	3,1	3,3	3,5	3,6	1,2	-1,8	1,5	2,6	2,7	-9,6	-5,7	3,5	-2,7	-3,5
Paraguay	4,7	3,0	4,1	3,3	3,7	4,2	3,1	3,9	4,1	4,0	-0,4	-1,1	0,6	-1,4	-0,5
Perú	2,4	3,3	3,9	3,5	3,7	3,2	4,4	3,2	2,9	2,5	-4,4	-4,9	-2,8	-1,9	-2,0
Suriname	0,4	-2,7	-10,5	-1,2	0,8	3,9	25,1	52,4	29,9	18,9	-7,9	-16,6	-4,4	2,8	1,2
Uruguay	3,2	1,0	1,4	1,6	2,6	8,3	9,4	8,1	8,4	7,1	-4,5	-2,1	-1,0	-1,5	-1,6
Venezuela <sup>5</sup>	-3,9	-6,2	-18,0	-7,4	-4,1	68,5	180,9	274,4	1.134	2.530	1,7	-7,8	-2,4	-3,3	-2,1
<b>América Central</b>															
Belice	4,1	2,9	-1,0	3,0	2,3	-0,2	-0,6	2,3	2,4	2,3	-7,5	-9,9	-11,0	-7,5	-5,9
Costa Rica	3,7	4,7	4,3	4,0	4,0	5,1	-0,8	0,8	3,0	3,0	-4,6	-4,5	-3,5	-3,8	-4,0
El Salvador	1,4	2,5	2,4	2,3	2,3	0,5	1,0	-0,9	2,7	2,0	-5,2	-3,6	-2,5	-3,2	-3,3
Guatemala	4,2	4,1	3,0	3,3	3,5	2,9	3,1	4,2	4,0	4,0	-2,1	-0,3	0,8	0,6	0,1
Honduras	3,1	3,6	3,6	3,4	3,6	5,8	2,4	3,3	4,7	4,5	-7,3	-6,2	-3,8	-3,8	-4,7
Nicaragua	4,6	4,9	4,7	4,5	4,3	6,5	3,1	3,1	5,9	7,4	-7,7	-8,2	-9,5	-9,4	-8,5
Panamá <sup>6</sup>	6,1	5,8	5,0	5,8	6,1	1,0	0,3	1,5	2,5	2,3	-13,7	-7,3	-5,3	-4,7	-4,4
<b>El Caribe</b>															
Antigua y Barbuda	4,8	3,8	3,7	2,2	1,7	1,3	0,9	-0,6	2,3	2,4	-12,5	-5,2	-5,9	-9,8	-9,6
Bahamas, Las	-0,5	-1,7	0,0	1,4	2,2	0,2	2,0	0,4	1,5	1,5	-22,0	-16,0	-11,4	-13,1	-10,8
Barbados	0,1	0,9	1,6	1,7	1,8	2,3	-2,5	0,8	2,4	2,5	-9,5	-5,9	-4,5	-4,0	-4,0
Dominica	4,2	-1,8	0,6	3,0	2,1	0,5	-0,5	-0,2	1,4	1,4	-9,5	-8,0	-7,8	-9,5	-10,3
República Dominicana	7,6	7,0	6,6	5,3	5,0	1,6	2,3	1,7	4,3	4,0	-3,3	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5
Granada	7,3	6,2	3,1	2,7	2,7	-0,6	1,0	1,4	3,2	1,8	-17,5	-17,7	-17,6	-18,7	-18,5
Haití <sup>7</sup>	2,8	1,2	1,4	1,0	3,0	5,3	11,3	12,5	11,0	5,0	-8,5	-3,1	-0,9	-2,6	-2,4
Jamaica	0,5	1,0	1,5	2,0	2,4	6,4	3,7	4,0	5,0	5,5	-7,5	-3,0	-2,7	-3,1	-3,3
Saint Kitts y Nevis	5,1	4,9	2,9	3,5	3,4	-0,5	-2,4	0,9	1,5	1,6	-7,8	-8,5	-14,5	-18,3	-18,1
Santa Lucía	0,4	1,8	0,8	0,5	1,5	3,7	-2,6	0,6	0,7	1,1	-8,9	-2,6	-6,7	-8,8	-9,3
San Vicente y las Granadinas	0,2	0,6	1,8	2,5	2,8	0,1	-2,1	1,3	1,3	1,3	-25,1	-21,2	-18,9	-18,4	-17,5
Trinidad y Tobago	-0,6	-0,6	-5,1	0,3	3,4	8,4	1,6	3,4	3,7	4,7	1,4	-1,0	-5,5	-4,1	-3,7
<i>Partida informativa</i>															
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,3</b>
América del Sur <sup>8</sup>	2,0	1,0	-0,9	1,0	1,9	4,9	5,6	4,4	4,0	3,7	-1,9	-3,8	-2,0	-2,0	-1,9
CAPRD <sup>9</sup>	4,4	4,7	4,2	4,1	4,1	3,3	1,6	1,9	3,9	3,9	-6,3	-4,6	-3,6	-3,8	-3,9
El Caribe															
Economías dependientes del turismo <sup>10</sup>	2,5	1,8	1,8	2,2	2,3	1,5	-0,3	1,0	2,1	2,1	-13,4	-9,8	-10,0	-11,5	-11,3
Países exportadores de materias primas <sup>11</sup>	1,9	0,7	-3,3	1,4	2,5	3,3	6,1	14,9	9,7	7,2	-5,9	-8,3	-4,4	-2,8	-3,0
Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) <sup>12</sup>	3,2	2,6	1,9	2,4	2,3	0,9	-0,9	0,5	1,7	1,7	-13,6	-10,0	-11,7	-13,8	-13,8

Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario. Los agregados de la cuenta corriente se calculan como promedios ponderados por el PIB nominal en dólares de EE.UU. Las series del índice de precios al consumidor (IPC) excluyen a Argentina y Venezuela. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 3 de abril de 2017.

<sup>2</sup>Tasas de fin de período (diciembre). Estas generalmente diferirán de las tasas de inflación promedio del período presentadas en el informe WEO del FMI, si bien ambas están basadas en las mismas proyecciones básicas.

<sup>3</sup>El Estado Libre Asociado de Puerto Rico se clasifica como una economía avanzada. Es un territorio de Estados Unidos pero sus datos estadísticos se mantienen de forma separada e independiente.

<sup>4</sup>Véanse más detalles sobre los datos de Argentina en el anexo 2.1.

<sup>5</sup>Véanse más detalles sobre los datos de Venezuela en el anexo 2.1.

<sup>6</sup>Los coeficientes con respecto al PIB se basan en las series del PIB con "el año base 2007".

<sup>7</sup>Datos correspondientes al año fiscal.

<sup>8</sup>Promedio simple de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. Las series del IPC excluyen Argentina y Venezuela.

<sup>9</sup>Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

<sup>10</sup>Promedio simple de Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los Estados miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés).

<sup>11</sup>Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.

<sup>12</sup>La ECCU incluye a Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas, así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

**Cuadro del anexo 2.2. Hemisferio Occidental: Principales indicadores fiscales<sup>1</sup>**

	Gasto primario del sector público					Balance primario del sector público					Deuda bruta del sector público				
	(Porcentaje del PIB)					(Porcentaje del PIB)					(Porcentaje del PIB)				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
			Est.	Proyecciones			Est.	Proyecciones			Est.	Proyecciones			
<b>América del Norte</b>															
Canadá	35,5	37,2	37,8	38,3	38,1	0,2	-0,5	-1,2	-1,7	-1,6	85,4	91,6	92,3	91,2	89,8
México <sup>2</sup>	25,3	24,2	23,0	21,2	20,2	-2,0	-1,1	0,2	0,3	1,1	49,5	53,7	58,1	57,2	56,8
Estados Unidos <sup>3</sup>	33,1	32,9	32,7	32,4	32,0	-2,0	-1,6	-2,3	-1,9	-2,2	105,2	105,6	107,4	108,3	108,9
Puerto Rico <sup>4</sup>	20,5	19,6	19,8	20,4	21,0	-1,0	-0,1	-0,1	0,8	0,2	54,7	53,0	51,4	53,5	56,3
<b>América del Sur</b>															
Argentina <sup>5</sup>	35,7	38,3	38,7	37,0	35,7	-3,2	-4,4	-5,0	-4,8	-3,6	43,6	52,0	51,3	49,4	49,2
Bolivia <sup>6</sup>	42,3	43,6	37,9	37,0	36,2	-2,4	-5,9	-5,5	-5,2	-4,2	37,0	40,6	42,1	42,4	43,3
Brasil <sup>7</sup>	32,5	33,2	32,9	32,7	32,0	-0,6	-1,9	-2,5	-2,3	-1,1	62,3	72,5	78,3	81,2	82,7
Chile	23,1	24,4	25,4	25,5	25,8	-1,3	-1,9	-2,6	-2,8	-2,0	14,9	17,4	21,2	24,8	27,4
Colombia <sup>8</sup>	26,9	26,6	24,7	24,6	24,3	0,3	-0,7	-0,3	0,2	0,5	44,2	50,7	47,6	45,7	45,3
Ecuador <sup>9</sup>	42,4	37,4	35,8	33,6	31,4	-4,2	-3,9	-5,0	-0,4	1,6	19,7	22,6	29,2	31,5	32,3
Guyana <sup>10</sup>	30,2	28,4	32,1	33,4	33,4	-4,4	-0,2	-3,4	-4,4	-4,1	51,2	47,9	48,3	53,9	57,4
Paraguay	22,7	24,3	23,1	23,4	23,0	0,1	-0,3	0,1	0,2	0,6	19,7	24,0	24,7	25,9	26,5
Perú	21,5	21,2	20,0	20,5	20,4	0,7	-1,3	-1,4	-1,2	-0,9	20,7	24,0	24,8	25,9	26,6
Suriname <sup>11</sup>	31,1	29,9	19,5	19,0	20,5	-7,0	-7,8	-4,4	-2,0	0,3	29,0	45,7	64,6	66,3	59,0
Uruguay <sup>12</sup>	29,5	28,7	29,3	29,3	29,0	-0,6	0,0	-0,7	-0,3	0,2	61,4	64,3	60,9	62,9	63,9
Venezuela <sup>13</sup>	43,3	35,1	28,4	28,4	28,4	-13,0	-15,9	-13,6	-13,9	-15,6	63,5	32,1	28,2	17,3	16,6
<b>América Central</b>															
Belize <sup>10</sup>	28,9	33,7	31,0	29,8	29,7	0,3	-4,7	-0,6	2,6	2,0	77,7	82,6	98,6	89,8	87,0
Costa Rica <sup>10</sup>	16,3	16,6	16,5	16,2	16,3	-3,0	-3,0	-2,3	-1,8	-1,7	38,3	40,8	43,7	46,7	48,8
El Salvador <sup>14</sup>	19,0	18,9	18,5	18,7	19,1	-1,0	-0,7	0,3	0,6	0,2	57,1	58,7	59,9	61,1	62,2
Guatemala <sup>10</sup>	11,9	10,7	10,5	11,5	11,8	-0,4	0,1	0,4	-0,3	-0,4	24,3	24,2	25,3	25,9	26,4
Honduras	26,3	25,0	25,6	25,3	25,1	-3,8	-0,3	-0,4	-0,5	0,1	45,9	46,2	45,4	45,9	46,7
Nicaragua <sup>14</sup>	24,0	24,7	26,4	26,3	26,1	-0,8	-0,9	-1,0	-0,8	-0,7	29,3	29,4	31,1	32,0	32,7
Panamá <sup>15</sup>	21,9	21,0	21,1	21,4	20,8	-1,6	-0,7	-0,6	-0,2	0,2	37,1	38,8	39,2	38,9	37,5
<b>El Caribe</b>															
Antigua y Barbuda <sup>16</sup>	19,9	23,9	22,0	19,8	18,6	-0,2	-0,1	3,6	3,0	3,2	102,7	99,1	92,7	90,1	87,1
Bahamas, Las <sup>10</sup>	20,0	21,2	22,1	22,1	21,7	-3,1	-1,7	-0,4	-0,4	0,7	60,2	64,5	66,9	69,3	69,6
Barbados <sup>17</sup>	38,3	39,4	38,1	37,9	37,8	-2,5	-1,8	-1,2	-0,2	0,4	100,0	106,7	107,9	107,4	108,7
Dominica <sup>16</sup>	30,6	32,8	33,5	33,1	31,2	-3,1	1,1	4,6	1,6	1,2	82,2	83,0	81,0	81,0	81,4
República Dominicana <sup>14</sup>	15,3	15,1	14,7	15,2	14,8	-0,5	2,4	-0,2	-0,7	-0,4	33,7	33,0	34,4	36,0	37,3
Granada <sup>16</sup>	25,6	22,6	21,7	22,3	21,8	-1,1	2,2	5,4	4,1	4,1	101,8	91,7	84,4	72,6	66,8
Haití <sup>10</sup>	24,8	21,5	18,2	18,7	21,0	-5,9	-2,2	0,3	-2,1	-0,5	26,3	30,2	33,5	33,9	34,6
Jamaica <sup>16</sup>	18,7	19,8	20,9	21,6	20,2	7,5	7,1	7,0	7,0	7,0	137,6	120,2	115,2	108,6	102,7
Saint Kitts y Nevis <sup>16</sup>	29,9	30,1	30,4	29,3	28,7	12,3	8,7	3,5	0,9	1,3	81,4	70,6	65,8	61,9	57,8
Santa Lucía <sup>16</sup>	25,6	25,5	27,1	27,2	26,8	0,1	1,5	0,9	0,1	0,4	78,1	77,8	82,9	85,6	88,5
San Vicente y las Granadinas <sup>16</sup>	29,9	27,2	26,6	26,0	26,2	-1,5	-0,2	1,9	2,2	2,3	79,4	81,3	79,2	77,2	75,1
Trinidad y Tobago <sup>18</sup>	36,8	38,5	35,4	37,2	35,3	-2,1	-4,3	-11,9	-10,1	-8,0	41,7	49,5	61,0	65,8	75,7
<i>Partida informativa</i>															
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>30,0</b>	<b>29,8</b>	<b>28,8</b>	<b>28,9</b>	<b>28,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>50,9</b>	<b>54,1</b>	<b>57,3</b>	<b>59,0</b>	<b>59,6</b>
América del Sur <sup>19</sup>	32,0	31,3	29,6	29,2	28,6	-2,4	-3,6	-3,6	-3,0	-2,5	38,7	40,0	40,8	40,7	41,4
CAPRD <sup>20</sup>	19,3	18,9	19,0	19,2	19,1	-1,6	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	38,0	38,7	39,9	40,9	41,7
El Caribe															
Economías dependientes del turismo <sup>21</sup>	26,5	26,9	26,9	26,6	25,9	0,9	1,9	2,8	2,0	2,3	91,5	88,3	86,2	83,7	82,0
Países exportad. de materias primas <sup>22</sup>	31,7	32,6	29,5	29,8	29,7	-3,3	-4,3	-5,1	-3,5	-2,4	49,9	56,4	68,1	69,0	69,8
Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) <sup>16,23</sup>	26,6	27,5	27,3	25,3	24,6	1,4	1,1	2,4	3,4	3,8	83,3	81,3	80,4	76,3	72,9

Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Las definiciones de las cuentas del sector público varían según el país en función de las diferencias institucionales, incluido lo que constituye la cobertura apropiada desde una perspectiva de la política fiscal, tal como la define el personal técnico del FMI. Todos los indicadores se reportan en base al año fiscal. Los agregados regionales son promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 3 de abril de 2017.

<sup>2</sup>Incluye el gobierno central, los fondos de seguridad social, las sociedades públicas no financieras y las sociedades financieras públicas.

<sup>3</sup>Para facilitar las comparaciones entre países, el gasto y el balance fiscal de Estados Unidos se ajustan a fin de excluir las partidas relacionadas con la contabilidad en base al criterio devengado de los planes de pensiones de prestaciones definidas de los funcionarios, los cuales se contabilizan como gasto en el Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008) adoptado recientemente por Estados Unidos, pero no en aquellos países que aún no lo han adoptado. Por lo tanto, los datos de este cuadro correspondientes a Estados Unidos pueden diferir de los publicados por la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos.

<sup>4</sup>El Estado Libre Asociado de Puerto Rico se clasifica como una economía avanzada. Es un territorio de Estados Unidos pero sus datos estadísticos se mantienen de forma separada e independiente.

<sup>5</sup>El balance y el gasto primario incluyen el gobierno federal y las provincias. La deuda bruta corresponde al gobierno federal solamente.

<sup>6</sup>Sector público no financiero, excluidas las operaciones de economía mixta nacionalizadas en los sectores de hidrocarburos y electricidad.

<sup>7</sup>Sector público no financiero, excluidos Petrobras y Electrobras, y consolidado con el Fondo Soberano de Inversión (FSI). La definición incluye las letras del Tesoro en el balance del banco central, incluidas aquellas no utilizadas en el marco de acuerdos de recompra (repos). La definición nacional de deuda bruta del gobierno general incluye el saldo de letras del Tesoro utilizadas para fines de política monetaria por el banco central (aquellas utilizadas como títulos en operaciones de reporto pasivo). Excluye el resto de los títulos públicos mantenidos por el banco central. Según esta definición, la deuda bruta del gobierno general ascendió al 58,9% del PIB a finales de 2014.

<sup>8</sup>Para balances primarios se reporta el sector público no financiero (excluidas las discrepancias estadísticas); sector público combinado, incluido Ecopetrol y excluida la deuda externa pendiente del Banco de la República, reportada bajo deuda pública bruta.

<sup>9</sup>La deuda bruta del sector público incluye los pasivos en el marco de las ventas anticipadas de petróleo, que no se consideran deuda pública en la definición de las autoridades. A finales de 2016, las autoridades cambiaron la definición de deuda a una base consolidada; ahora tanto las cifras históricas como las proyecciones se presentan en una base consolidada.

<sup>10</sup>Corresponde solo al gobierno central. La deuda bruta de Belice incluye la deuda pública y la deuda pública garantizada.

<sup>11</sup>El gasto primario de Suriname excluye préstamos netos.

<sup>12</sup>Para Uruguay, la deuda pública incluye la deuda del banco central, lo que incrementa la deuda bruta del sector público.

<sup>13</sup>Véanse más detalles sobre los datos de Venezuela en el anexo 2.1.

<sup>14</sup>Gobierno general. El resultado para la República Dominicana en 2015 incluye el elemento de donación de la operación de recompra de deuda frente a Petróleos de Venezuela S.A. equivalente al 3,1 por ciento del PIB.

<sup>15</sup>Los coeficientes respecto del PIB se basan en las series del PIB con el año base 2007. Los datos fiscales corresponden al sector público no financiero, excluida la Autoridad del Canal de Panamá.

<sup>16</sup>Para gasto primario y balance primario se reporta el gobierno central. Para deuda bruta, el sector público. En el caso de Jamaica, la deuda pública incluye la deuda del gobierno central, garantizada y de PetroCaribe.

<sup>17</sup>Los balances totales y primarios incluyen las actividades no presupuestadas y las asociaciones público-privadas para Barbados y el sector público no financiero. Se utiliza gobierno central para deuda bruta (excluidas las tenencias del sistema nacional de seguro).

<sup>18</sup>Para gasto primario se reporta el gobierno central. Para balance primario y deuda bruta, el sector público consolidado.

<sup>19</sup>Promedio simple de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

<sup>20</sup>Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

<sup>21</sup>Promedio simple de Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los Estados miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés).

<sup>22</sup>Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.

<sup>23</sup>La ECCU incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas, así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

Cuadro del anexo 2.3. Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales seleccionados, 2007-16<sup>1</sup>

	Promedio 2007-16										2016		Últimos Disponibles	
	PIB <sup>2</sup> (USD, miles de mil.)	Población (Millones)	PIB per cápita (USD, PPA)	Proporc. del producto de ALC <sup>2</sup> (Porcentaje)	Crecimiento del PIB real (Porcent.)	Inflación del IPC <sup>3</sup> (Porcent.)	Cuenta corriente (% del PIB)	Ahorro interno (% del PIB)	Apertura del comercio <sup>4</sup> (% del PIB)	Reservas brutas <sup>5</sup> (% del PIB)	Tasa de desempleo (Porcent.)	Tasa de pobreza <sup>6</sup>	Coefficiente de Gini <sup>6</sup>	Calificación del crédito soberano <sup>7</sup>
<b>América del Norte</b>														
Canadá	1.529,2	36,2	46.437	...	1,5	1,7	-2,4	21,4	63,2	7,0	...	31,3	AAA	
México	1.046,0	122,3	18.938	20,9	2,2	3,9	-1,7	21,0	64,4	4,3	11,7	51,8	BBB+	
Estados Unidos	18.569,1	323,3	57.436	...	1,3	1,8	-3,1	17,1	28,7	4,9	...	47,6	AAA	
Puerto Rico <sup>8</sup>	101,3	3,4	38.393	...	-0,9	1,5	...	...	...	11,8	...	...	...	
<b>América del Sur</b>														
Argentina <sup>9</sup>	545,1	43,6	20.047	10,9	2,2	...	-0,3	17,2	32,7	8,5	5,4	42,1	B-	
Bolivia	34,8	10,9	7.218	0,7	5,0	6,1	3,2	22,9	71,4	4,0	14,0	47,3	BB-	
Brasil	1.798,6	206,1	15.242	36,0	2,1	6,2	-2,5	18,0	23,8	11,3	7,8	51,7	BB	
Chile	247,0	18,2	24.113	4,9	3,4	3,7	-1,1	22,7	67,5	6,5	2,0	48,2	AA-	
Colombia	282,4	48,7	14.130	5,6	4,1	4,3	-3,6	20,6	35,6	9,2	14,5	52,5	BBB	
Ecuador	98,0	16,5	11.109	2,0	3,3	4,0	0,1	26,6	57,0	5,2	9,3	47,6	B	
Guyana	3,4	0,8	7.873	0,1	4,2	3,7	-9,2	8,7	128,0	...	...	...	...	
Paraguay	27,4	6,9	9.396	0,5	5,0	4,6	0,9	16,9	96,7	5,1	9,0	49,3	BB	
Perú	195,1	31,5	12.903	3,9	5,5	3,4	-2,7	21,7	50,2	6,7	9,2	44,7	BBB+	
Suriname	3,6	0,6	13.988	0,1	1,6	13,1	1,6	...	100,3	11,0	...	...	B+	
Uruguay	54,6	3,5	21.527	1,1	4,5	8,1	-3,0	17,8	52,1	7,9	2,0	42,6	BBB	
Venezuela <sup>10</sup>	287,3	31,0	13.761	5,7	-0,8	73,3	1,8	25,1	50,4	21,2	4,9	40,5	CCC	
<b>América Central</b>														
Belize	1,7	0,4	8.220	0,0	2,1	1,4	-5,7	12,1	127,6	11,1	...	...	CCC-	
Costa Rica	58,1	4,9	16.436	1,2	4,1	5,3	-4,7	15,8	70,1	8,2	4,6	50,6	BB	
El Salvador	26,7	6,1	8.909	0,5	1,6	2,0	-4,5	9,8	66,5	7,0	12,3	42,6	B-	
Guatemala	68,2	16,7	7.899	1,4	3,5	4,8	-2,0	12,8	59,4	...	36,9	50,6	BB	
Honduras	21,4	8,2	5.271	0,4	3,3	5,7	-7,6	17,8	87,7	4,0	36,2	52,5	B+	
Nicaragua	13,0	6,2	5.452	0,3	3,9	7,4	-11,0	17,9	97,8	5,9	20,3	51,5	B+	
Panamá	55,1	4,0	23.024	1,1	7,3	3,7	-8,9	33,1	78,2	5,5	10,2	50,2	BBB	
<b>El Caribe</b>														
Bahamas, Las	8,9	0,4	24.555	0,2	-0,2	1,7	-14,2	13,2	94,0	12,2	...	...	BBB-	
Barbados	4,6	0,3	17.100	0,1	0,2	3,6	-7,7	6,8	95,2	9,9	...	...	CCC	
República Dominicana	72,2	10,1	16.049	1,4	5,3	4,7	-5,1	20,1	56,9	5,5	10,3	47,7	BB-	
Haití	8,3	10,8	1.784	0,2	2,0	7,8	-3,7	25,6	68,3	...	...	...	...	
Jamaica	13,9	2,8	8.976	0,3	0,0	9,3	-9,8	11,8	87,7	12,8	...	...	B	
Trinidad y Tobago	21,0	1,4	31.870	0,4	0,4	6,8	8,6	11,9	102,9	4,1	...	...	BBB+	
Unión Monetaria del Caribe Oriental	6,0	0,6	17.320	0,1	1,1	2,0	-17,9	7,9	93,4	...	...	...	...	
Antigua y Barbuda	1,4	0,1	25.157	0,0	0,5	2,0	-14,8	13,1	104,5	...	...	...	...	
Dominica	0,5	0,1	11.375	0,0	1,5	1,4	-15,4	1,6	89,7	...	...	...	...	
Granada	1,0	0,1	14.116	0,0	1,9	2,0	-22,8	-1,1	76,4	...	...	...	...	
Saint Kitts y Nevis	0,9	0,1	25.940	0,0	2,1	1,6	-15,2	17,0	88,7	...	...	...	...	
Santa Lucía	1,4	0,2	11.783	0,0	0,5	2,2	-14,8	10,7	103,5	...	...	...	...	
San Vicente y las Granadinas	0,8	0,1	11.271	0,0	0,5	2,2	-27,4	-1,0	83,9	...	2,9	40,2	...	
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>5.002,6</b>	<b>613,4</b>	<b>15.358</b>	<b>100,0</b>	<b>2,5</b>	<b>5,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>19,6</b>	<b>42,6</b>	<b>...</b>	<b>12,8</b>	<b>49,5</b>	<b>...</b>	

Fuentes: FMI, base de datos de International Financial Statistics; FMI, base de datos del informe WEO; Banco Interamericano de Desarrollo (IDB); autoridades nacionales; Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDLAC, por sus siglas en inglés) del Centro de Estudios Distributivos, Laborales y Sociales y Banco Mundial; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: IPC = índice de precios al consumidor; PPA = paridad del poder adquisitivo.

1 Las estimaciones pueden ser distintas de aquellas reportadas por las autoridades nacionales debido a cambios de fuente y metodología. Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo el PIB regional en dólares de EE.UU. y la población que se calculan como totales. La serie del IPC excluye a Argentina y Venezuela. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 3 de abril de 2017.

2 A tipos de cambio de mercado.

3 Fin de período, variación porcentual a 12 meses.

4 Exportaciones más importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB.

5 Últimos datos disponibles en la base de datos de International Financial Statistics del FMI.

6 Datos de la Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDLAC), basados en las últimas encuestas de los hogares de cada país. En la mayoría de los casos, las encuestas corresponden a 2014 y 2015, aunque la correspondiente a Chile es de 2013. La tasa de pobreza está dada por la proporción de la población que gana menos de USD 2,50 diarios. Para ALC, la tasa de pobreza se define como el porcentaje de la población que gana menos de USD 3,1 diarios, tal como la define el BID. Para Venezuela, la tasa de pobreza se define como el porcentaje de la población en extrema pobreza por definición nacional (INE). Los datos promedio del agregado son ponderados por la población y provienen del BID. Los datos para Estados Unidos provienen de la Oficina de Censo de Estados Unidos, y para Canadá, de Statistics Canada.

7 Mediana de las calificaciones en moneda extranjera a largo plazo publicadas por Moody's, Standard & Poor's y Fitch.

8 El Estado Libre Asociado de Puerto Rico se clasifica como una economía avanzada. Es un territorio de Estados Unidos pero sus datos estadísticos se mantienen de forma separada e independiente.

9 Véanse más detalles sobre los datos de Argentina en el anexo 2.1.

10 Véanse más detalles sobre los datos de Venezuela en el anexo 2.1.

## Referencias

- Adler, G., N.E. Magud y A. Werner. 2017. “Terms-of-Trade Cycles and External Adjustment”. IMF Working Paper 17/29, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Administración de la Seguridad Social. 2016. *Social Security Programs throughout the World: The Americas, 2015*. SSA Publication 13-11802, Washington, D.C.
- Caceres, C. De próxima publicación. “Sovereign Spreads and Contagion Risks in Latin America”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Celasun, O., F. Grigoli, K. Honjo, J. Kapsoli, A. Klemm, B. Lissovolik, J. Luksic, M. Moreno-Badía, J. Pereira, M. Poplawski-Ribeiro, B. Shang y Y. Ustyugova. 2015. “Fiscal Policy in Latin America: Lessons and Legacies of the Global Financial Crisis”. IMF Staff Discussion Note 15, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Clements, B., D. Coady y S. Gupta. 2012. “The Economics of Public Health Care Reform in Advanced and Emerging Economies”. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Clements, B.J., K. Dybczak, V. Gaspar, S. Gupta y M. Soto. 2015. “The Fiscal Consequences of Shrinking Populations”. Staff Discussion Notes No. 15/21, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Erbenová, M., Y. Liu, N. Kyriakos-Saad, A. López-Mejía, G. Gasha, E. Mathias, M. Norat, F. Fernando y Y. Almeida. 2016. “The Withdrawal of Correspondent Banking Relationships: A Case for Policy Action”. IMF Staff Discussion Note 16/06, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Escolano, J. 2010. “A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates”. IMF Technical Note and Manual No. 2010/02, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Feenstra, R.C., R. Inklaar y M. P. Timmer. 2015. “The Next Generation of the Penn World Table”. *American Economic Review*, 105 (10): 3150–82.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2016. *Brazil: Selected Issues*. Country Report 16/349, Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_. De próxima publicación. “Recent Trends in Correspondent Banking Relationships—Further Considerations”. Washington, D.C.
- Gruss, B. 2014. “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper 14/154, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Lim, C. H., A. D. Klemm, S. Ogawa, M. Pani y C. Visconti. 2017. “Financial Stability Reports in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper 17/73, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Novta, N., y J. Wong. 2017. “Women at Work in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper 17/34, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. 2013. *Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators*, París.
- \_\_\_\_\_. 2015. *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 Indicators*, París.
- \_\_\_\_\_/Banco Interamericano de Desarrollo/Banco Mundial. 2014. *Pensions at a Glance: Latin America and the Caribbean*, París: OECD Publishing.
- Turner, D., y F. Spinelli. 2012. “Interest-Rate-Growth Differentials and Government Debt Dynamics”. *OECD Journal: Economic Studies*, 2012 (1): 103–22.

### 3. Ajuste externo frente a desplazamientos de los términos de intercambio

*América Latina se encuentra en el medio de un proceso de ajuste a un mercado y persistente desplazamiento en sus términos de intercambio. En el pasado, el ajuste externo ante shocks negativos de los términos de intercambio solía ocurrir a través de un deterioro de la demanda interna y una compresión de las importaciones (efectos ingreso negativos), y no tanto a través de un crecimiento más fuerte de la oferta y una recuperación de las exportaciones, a pesar de la depreciación real. En cambio, el ajuste que está en curso refleja un mayor uso de la flexibilidad del tipo de cambio como amortiguador de los shocks. La depreciación real generó un pequeño impulso a las exportaciones y una reducción de las importaciones más marcada que en episodios pasados, con una reorientación de la demanda a favor de los bienes producidos internamente. En su conjunto, si bien el efecto sobre el ingreso parece seguir siendo fuerte, el efecto de reorientación del gasto se habría tornado más relevante. Estos efectos han aliviado la carga sobre la demanda interna, reduciendo el “coeficiente de sacrificio” del ajuste externo para los regímenes de tipo de cambio flexible en América Latina. Además, como el uso de regímenes flexibles es cada vez más generalizado, el costo asociado con la rigidez del tipo de cambio ha aumentado en la región, ya que los shocks comunes han dado lugar a una importante apreciación multilateral de las monedas menos flexibles. La capacidad de reacción agregada de las exportaciones ante la depreciación real también oculta diferencias dentro y entre los países. En términos de ratio de participación a nivel mundial, el desempeño de las exportaciones responde de manera más significativa a las variaciones de los precios relativos en los productos que no son materias primas y para los exportadores que comercian mayormente bienes manufacturados. La flexibilidad cambiaria puede por lo tanto respaldar las políticas estructurales que buscan reorientar los recursos hacia los sectores no relacionados con las materias primas.*

La desaceleración del comercio internacional ha afectado a todas las regiones desde 2012, según se documenta en la edición de octubre de 2016 de

Este capítulo fue preparado por Yan Carrière-Swallow, Nicolás E. Magud y Juan Yépez, con contribuciones de Sergi Lanau y un aporte excelente a la investigación de Steve Brito.

*Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) (gráfico 3.1, panel 1). La desaceleración coincidió con el final del superciclo de las materias primas que comenzó a principios de la década de 2000 y tuvo su apogeo en 2011, y que benefició a los exportadores de materias primas de América Latina. En estas economías, la reducción de los valores de exportación fue considerable: de entre 20 por ciento y 35 por ciento para algunos países, incluyendo una caída sustancial de las exportaciones distintas de las materias primas (gráfico 3.1, panel 2).

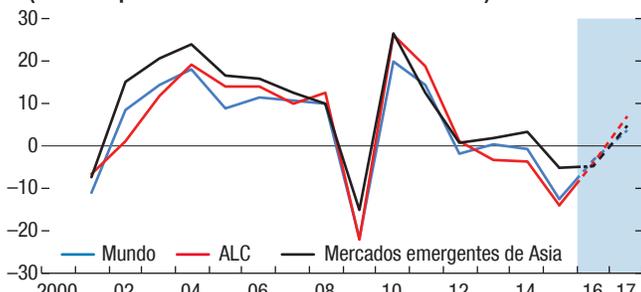
La desaceleración de las exportaciones, a su vez, está vinculada con el deterioro de los términos de intercambio de la región, que ha sido considerable en este período: desde 5 por ciento en el caso de México hasta más del 65 por ciento en Venezuela (gráfico 3.1, panel 3). De acuerdo con la perspectiva de cada país, estas reducciones son de las mayores de los últimos 35 años (gráfico 3.2). Estas son comparables con episodios pasados de caídas importantes y persistentes de los términos de intercambio que han afectado economías de mercados emergentes y en desarrollo durante el último siglo<sup>1</sup>.

Conceptualmente, el ajuste externo en respuesta a shocks de términos de intercambio se produce a través de efectos de ingreso y de reorientación del gasto. Por un lado, el efecto sobre el ingreso refleja la reducción del poder adquisitivo relacionada con el deterioro de los términos de intercambio, que provoca una compresión de la demanda interna y, por extensión, de las importaciones. Por otro lado, la variación del precio relativo da lugar a un efecto de reorientación del gasto que tiene como

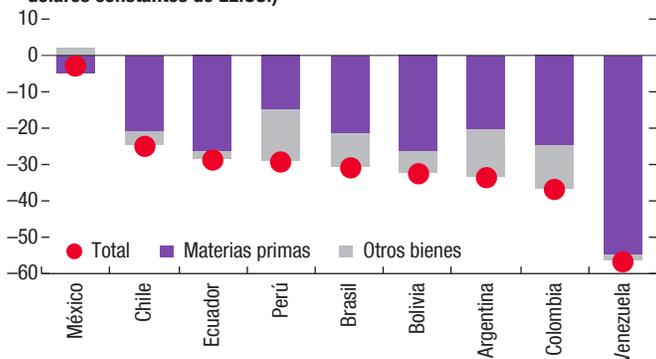
<sup>1</sup>En Adler, Magud y Werner (2017), que abarca 150 países en el período comprendido entre 1960 y 2015, se documenta que los períodos de términos de intercambio sólidos duran en promedio unos 19 años, mientras que los períodos de debilidad duran unos 11 años, y que los términos de intercambio son aproximadamente entre 50 por ciento y 60 por ciento más altos en la fase sólida del ciclo.

**Gráfico 3.1. Desaceleración de las exportaciones mundiales durante deterioros drásticos de los términos de intercambio en América Latina**

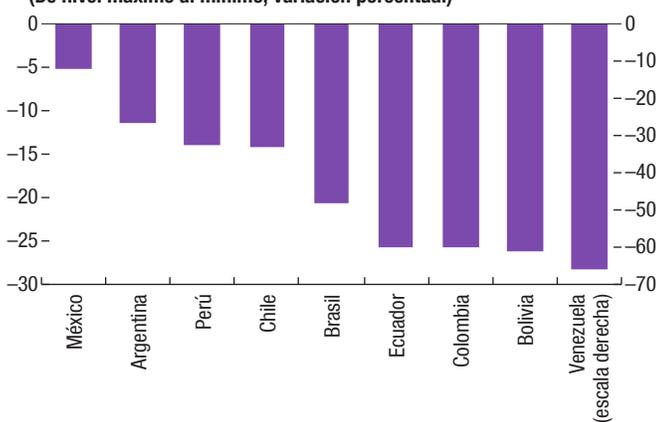
**1. Tasa de crecimiento del valor de las exportaciones**  
(Variación porcentual en dólares constantes de EE.UU.)



**2. Caída generalizada del valor de las exportaciones<sup>1</sup>**  
(De nivel máximo al mínimo, variación porcentual en dólares constantes de EE.UU.)



**3. Movimiento de los términos de intercambio<sup>2</sup>**  
(De nivel máximo al mínimo, variación porcentual)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; Comtrade de Naciones Unidas; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Para todos los consumidores urbanos (todas las partidas), los valores de las exportaciones expresados en dólares de EE.UU. constantes se han deflactado por el índice de precios al consumidor de Estados Unidos. ALC = América Latina y el Caribe.

<sup>1</sup>Los niveles máximos y mínimos se definen usando los datos anuales de 2010–15. Para Argentina, Brasil y Chile, los niveles máximos y mínimos de los valores de las exportaciones corresponden de 2011 a 2015; para Colombia, Perú y Venezuela de 2012 a 2015; para Ecuador de 2013 a 2015; y para Bolivia y México de 2014 a 2015.

<sup>2</sup>Los niveles máximos y mínimos se definen usando los datos anuales de 2010–16. Para Bolivia, Colombia y Venezuela los niveles máximos y mínimos de los valores de los términos de intercambio corresponden de 2012 a 2016; para Ecuador y Perú de 2011 a 2016; para Brasil de 2011 a 2015; para Chile de 2010 a 2016; para Argentina de 2014 a 2015; y para México de 2013 a 2015.

consecuencia un aumento de las exportaciones y una modificación de la composición del consumo interno, en detrimento de los bienes extranjeros y a favor de los bienes nacionales por el lado de la demanda, así como una reorientación de los recursos desde el sector no transable hacia el sector transable interno por el lado de la oferta (recuadro 3.1).

La flexibilidad del tipo de cambio suele considerarse como un amortiguador fundamental de shocks en economías pequeñas y abiertas que enfrentan este tipo de shocks externos reales<sup>2</sup>. En respuesta al deterioro de los términos de intercambio, y a pesar de la importante depreciación del tipo de cambio registrada en algunos casos, el ajuste externo en América Latina ha ocurrido principalmente a través de la compresión de las importaciones, con un desempeño flojo de las exportaciones (capítulo 2, gráfico 2.5), como ha históricamente sido el caso en las economías emergentes. A primera vista, esto haría pensar que parte del vínculo entre el tipo de cambio real y el ajuste externo sigue siendo débil. De hecho, el crecimiento de las cadenas internacionales de valor, las curvas de oferta inelástica y rígidas, y los efectos sobre las hojas de balance han sido mencionados como razones por las cuales el ajuste externo quizás esté desvinculándose cada vez más de la dinámica del tipo de cambio. El objetivo de este capítulo es cuantificar la función que cumple el régimen cambiario en el proceso de ajuste, a fin de entender mejor la incidencia de los efectos de reorientación del gasto en el reciente proceso de ajuste de la región. Las conclusiones implican que la flexibilidad del tipo de cambio, hasta cierto punto, redujo el costo en términos del producto del ajuste externo a los shocks de los términos de intercambio.

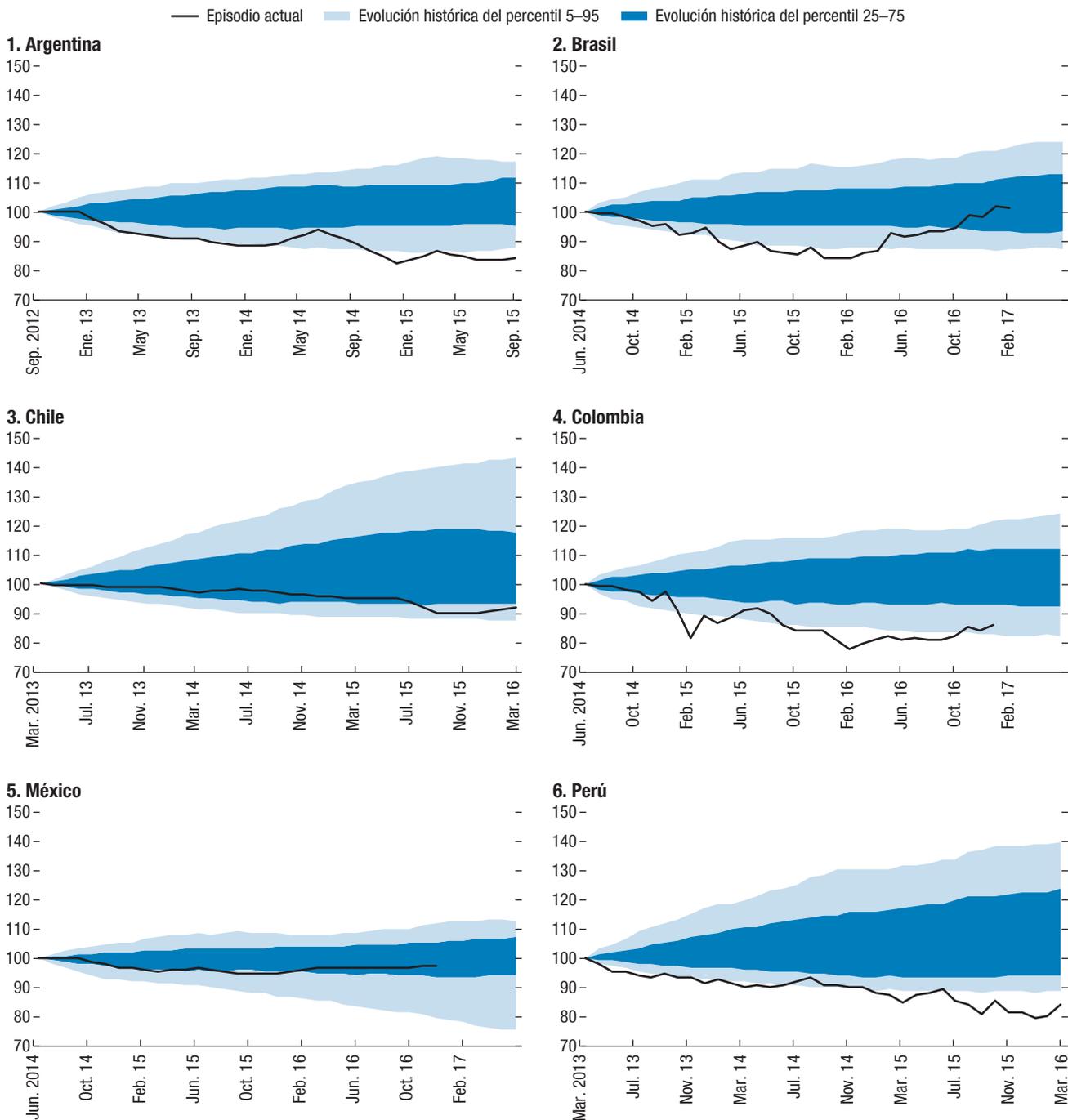
La composición del ajuste externo que está en curso en América Latina indica que el efecto

<sup>2</sup>Véanse Graham y Whittlesley (1934) y Friedman (1953).

Intuitivamente, como los precios nominales suelen ser rígidos, la flexibilidad del tipo de cambio permite una adaptación más rápida a los precios relativos, que ayuda a mitigar los efectos reales de los shocks externos y, por ende, facilita el proceso de ajuste externo.

**Gráfico 3.2. Movimientos recientes de los términos de intercambio desde una perspectiva histórica**

(Índice; fecha de inicio del episodio = 100)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las bandas muestran la distribución empírica de las variaciones del índice de los términos de intercambio desde enero de 1980, basándose en trayectorias de 36 meses. El episodio reciente empieza en septiembre de 2012 para Argentina; junio de 2014 para Brasil, Colombia y México; y marzo de 2013 para Chile y Perú.

Para Argentina, el período anterior a 1986 consiste en datos anuales interpolados, en tanto que el período posterior a 1986 consiste en datos trimestrales interpolados. Para Chile, el período anterior a 1996 consiste en datos anuales interpolados, y el período posterior a 1996 consiste en datos trimestrales interpolados. Para Perú, el período anterior a 1996 consiste en datos anuales interpolados.

sobre el ingreso fue mayor que el efecto de reorientación del gasto, como ya ocurrió en otras oportunidades. Pero hay una diferencia. Las depreciaciones del tipo de cambio real recientes en países con regímenes de tipo de cambio flexible contribuyeron al ajuste en la cuenta externa. La depreciación real ha dado cierto impulso a las exportaciones pese a la debilidad de la demanda externa, y ha ayudado a reorientar la demanda de las importaciones hacia los bienes internos. Esto ha reducido el costo del ajuste en términos de compresión de la demanda interna y ha ayudado a estimular la producción interna.

Dada la limitada respuesta agregada de las exportaciones, para entender mejor los determinantes de las elasticidades de exportación este capítulo utiliza datos granulares de comercio internacional para documentar una amplia variación en la sensibilidad entre los distintos productos. Hasta cierto punto, la elasticidad de las exportaciones de un país depende de la composición de productos de sus exportaciones. El análisis en este capítulo muestra que las manufacturas y los textiles han respondido mejor que las materias primas, y la flexibilidad del tipo de cambio puede facilitar la reasignación de las exportaciones hacia productos que no sean materias primas. En gran parte de América Latina, donde el punto de partida es una cesta de exportaciones concentrada en torno a las materias primas, la flexibilidad del tipo de cambio tiende a propiciar la diversificación, y podría respaldar otras políticas estructurales con ese mismo objetivo.

En el capítulo primero se documenta la naturaleza del shock y el ajuste posterior en la región desde una perspectiva histórica. Después, se cuantifica la importancia relativa de los efectos ingreso y de reorientación del gasto, las ventajas de los tipos de cambio flexibles como amortiguadores de los shocks, y el creciente costo de la rigidez cambiaria. Posteriormente se estudian el desempeño de las exportaciones a nivel de producto en respuesta a las depreciaciones reales, y la forma en que ese efecto varía según el tipo de producto. En la

sección final se presentan las implicaciones para la política económica.

## Ajuste externo frente a desplazamientos de los términos de intercambio: Una perspectiva histórica

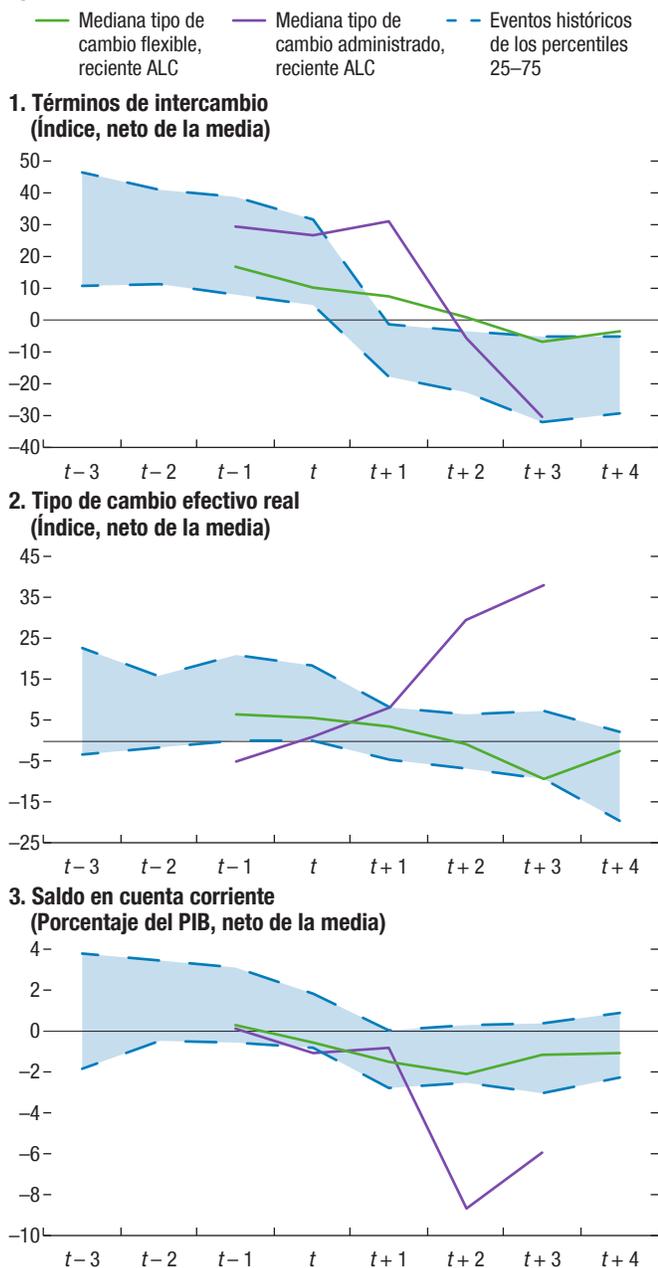
¿Cómo se ajustaron los mercados emergentes y las economías en desarrollo en el pasado a grandes caídas de los términos de intercambio<sup>3</sup>? En base a la experiencia de 150 países del último medio siglo, las cuentas corrientes externas se deterioran en el momento del impacto. Luego, a medida que se deprecia el tipo de cambio real, las cuentas corrientes vuelven a sus niveles iniciales a lo largo de un período de entre tres y cuatro años (gráfico 3.3). Durante la caída más reciente de los términos de intercambio, el ajuste externo en los países de América Latina con regímenes de tipo de cambio flexible ha ocurrido conforme a los patrones históricos. No obstante, los países con regímenes cambiarios más rígidos se han apartado de estas tendencias, observándose en ellos importantes apreciaciones reales de la moneda, mayores déficits en cuenta corriente, e importantes pérdidas de reservas (gráfico 3.4)<sup>4</sup>.

A medida que se deterioraban los términos de intercambio, la principal fuente del shock en las economías de mercados emergentes había sido una reducción de los precios de las exportaciones, más que un aumento de los precios de las importaciones. En términos de cantidades, no obstante, el ajuste se materializó a través de una compresión de las importaciones, y no como

<sup>3</sup>Esta sección está basada en Adler, Magud y Werner (2017). Los episodios se identifican utilizando una metodología de cambio de régimen de Markov, que solo identifica caídas grandes y persistentes en los términos de intercambio. Este método identifica 59 episodios de caída en los términos de intercambio durante el período 1960–2016. Los rangos intercuantiles para regímenes cambiarios administrados y flexibles son similares a los de la muestra completa de mercados emergentes y economías en desarrollo.

<sup>4</sup>La apreciación real se debe a que estas monedas se mueven de manera sincronizada con un dólar de EE.UU. que se fortalece, mientras que las monedas de los socios comerciales y los competidores se deprecian, y en muchos casos debido a una elevada inflación interna.

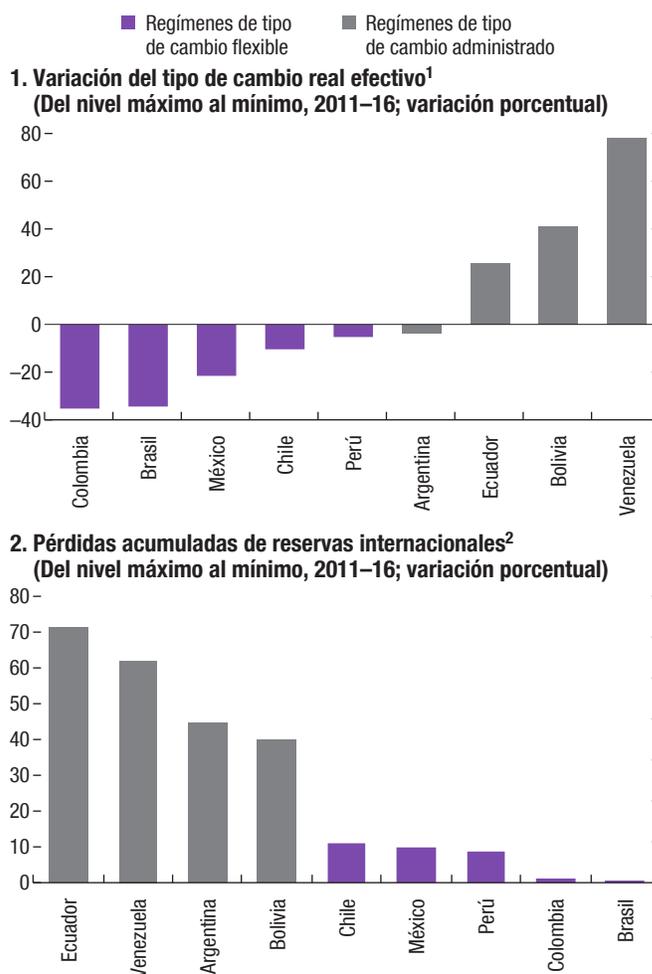
**Gráfico 3.3. Desplazamiento de los términos de intercambio y ajuste externo en un contexto histórico**



Fuentes: Adler, Magud y Werner (2017); FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los regímenes de tipo de cambio flexible incluyen Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; los regímenes de tipo de cambio administrado se refieren a un conjunto diverso de países con una flexibilidad más limitada del tipo de cambio e incluyen a Argentina antes de 2016, Bolivia, Ecuador y Venezuela. El régimen cambiario de Argentina se reclasificó como un régimen de tipo de cambio flotante en diciembre de 2015. Las bandas intercuartiles corresponden a una muestra amplia de economías de mercados emergentes y en desarrollo. El período  $t$  muestra el año cuando los términos de intercambio comienzan a caer para cada evento. Las observaciones son desviaciones de la media por evento. ALC = América Latina y el Caribe.

**Gráfico 3.4. Regímenes de tipo de cambio y variación de las reservas internacionales**



Fuentes: FMI, base de datos del Sistema de Notificaciones; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

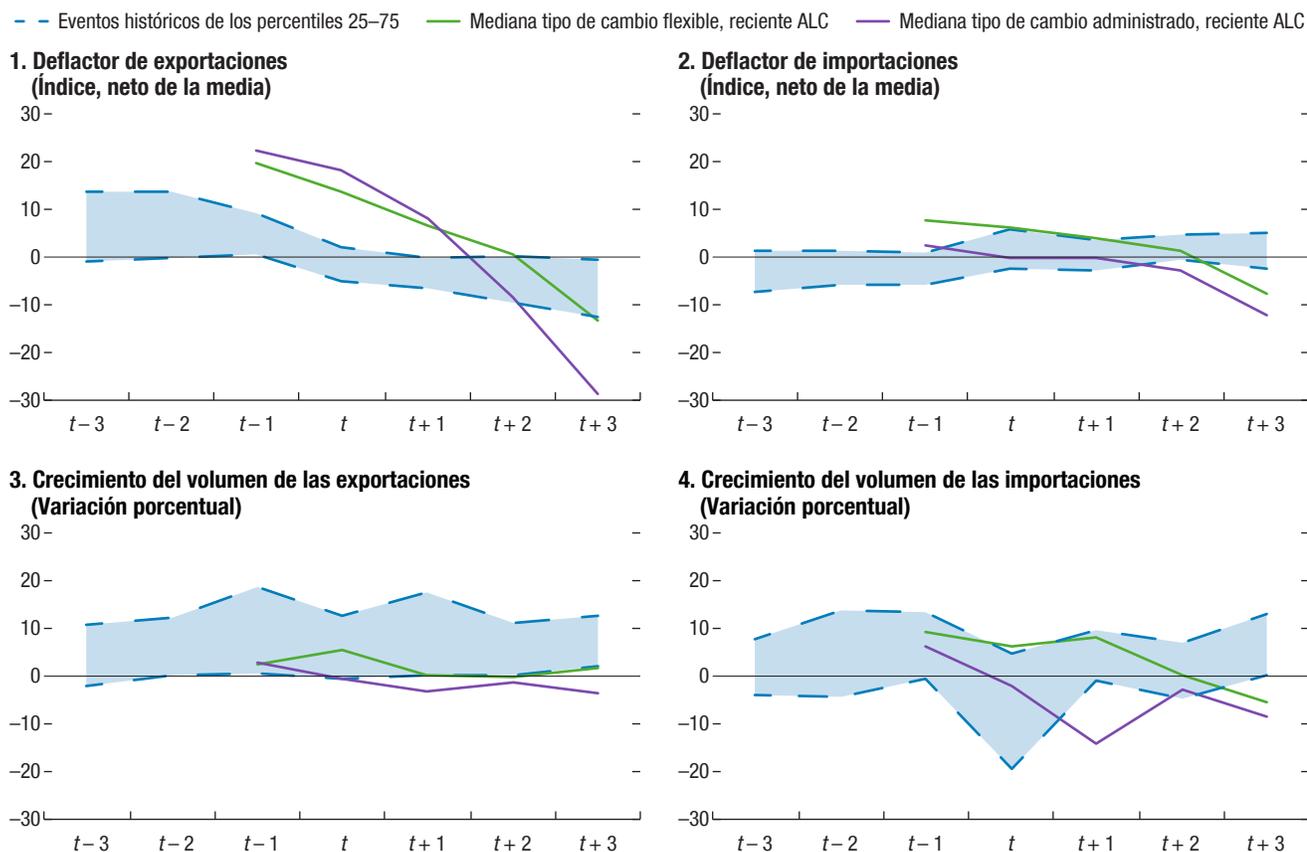
<sup>1</sup>El nivel máximo para Argentina es 2012:T3; para Bolivia 2013:T1; para Brasil 2011:T3; para Chile 211:T1; para Colombia 2011:T4; para Ecuador 2012:T1; para México 2011:T2; para Perú 2011:T3; y para Venezuela 2014:T2. Para Venezuela se usaron los términos de intercambio de las materias primas de Gruss (2014) a fin de identificar el nivel máximo y mínimo.

<sup>2</sup>El régimen cambiario de Argentina se reclasificó como un régimen de tipo de cambio flotante en diciembre de 2015. El año del nivel máximo para Argentina corresponde a 2011; para Chile y Venezuela a 2012; para Brasil, Ecuador y Perú a 2013; y para Bolivia, Colombia y México a 2014.

un aumento de las exportaciones (gráfico 3.5). Esto indica que los efectos negativos sobre el ingreso habían predominado sobre el efecto de reorientación del gasto, que al parecer fue débil, a pesar de la significativa depreciación del tipo de cambio real<sup>5</sup>. El episodio actual es similar a episodios pasados, en tanto que el shock

<sup>5</sup>En Adler, Magud y Werner (2017) esto se documenta sistemáticamente.

**Gráfico 3.5. Evolución reciente de los volúmenes y precios de exportación e importación desde una perspectiva histórica: Shock de precios de exportación, pero con ajuste del volumen de importación**



Fuentes: Adler, Magud y Werner (2017); FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los regímenes de tipo de cambio flexible incluyen Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; los regímenes de tipo de cambio administrado se refieren a un conjunto diverso de países con una flexibilidad más limitada del tipo de cambio, e incluyen a Argentina antes de 2016, Bolivia, Ecuador y Venezuela. El régimen cambiario de Argentina se reclassificó como un régimen de tipo de cambio flotante en diciembre de 2015. Las bandas intercuartiles corresponden a una muestra amplia de economías de mercados emergentes y en desarrollo. El período *t* muestra el año cuando los términos de intercambio comienzan a caer para cada evento. Las observaciones son desviaciones de la media por evento. ALC = América Latina y el Caribe.

a los términos de intercambio ha obedecido en gran medida a una fuerte caída del precio de las exportaciones. En términos del ajuste, para los países de América Latina con tipos de cambio flexibles, el crecimiento del volumen de exportaciones ha sido consistente con la experiencia histórica, pero ha sido menor que en episodios pasados en el caso de los países con tipos de cambio más rígidos. Al mismo tiempo, la compresión de las importaciones fue considerable en ambos casos, pero mayor en los países con tipos de cambio más rígidos<sup>6</sup>.

Las diferencias en el régimen cambiario se han traducido en diferencias en la composición del ajuste externo en el episodio más reciente. A pesar del shock negativo sobre el ingreso, las economías de América Latina con regímenes cambiarios más flexibles experimentaron reducciones del producto más pequeñas que las economías con regímenes más rígidos (véase capítulo 2). En la siguiente sección se analizan y se cuantifican los mecanismos de ajuste externo correspondientes a esta conclusión.

<sup>6</sup>En Casas *et al.* (2016) también se concluye que el efecto de reorientación del gasto opera principalmente vía compresión de

importaciones más que a través de una expansión de exportaciones debido a la predominancia del dólar de EE.UU. como moneda de facturación del comercio internacional.

## Ajuste de la cuenta corriente ante los desplazamientos de los términos de intercambio: ¿Efecto sobre el ingreso, reorientación del gasto o ambas cosas?

El análisis anterior hace pensar que los países con tipos de cambio flexible tuvieron un mejor desempeño tras la caída reciente de los términos de intercambio que los países con regímenes cambiarios más rígidos. Esto podría ser consecuencia de una cierta reorientación del gasto, que compensa el efecto negativo sobre el ingreso derivado del colapso de los términos de intercambio. A fin de cuantificar la importancia relativa de estos dos efectos en el proceso de ajuste reciente, en esta sección se calcula un indicador del “coeficiente de sacrificio”, que mide la carga del ajuste externo sobre la demanda interna y la importancia de la flexibilidad del tipo de cambio.

Para captar la mecánica del ajuste externo se utiliza como marco un modelo de autorregresión vectorial con datos de panel, que permite estimar la relación dinámica entre las variaciones en la balanza comercial, en la demanda interna y en el tipo de cambio efectivo real ante shocks de los términos de intercambio (controlando por las condiciones de la demanda externa), en un panel de 38 países. El análisis de esta sección presenta la respuesta de las economías de América Latina frente a un shock de términos de intercambio de la misma magnitud en dos períodos, 2000–10 y 2010–16<sup>7</sup>. La importancia relativa del mecanismo de reorientación del gasto se estima calculando un escenario contrafáctico del shock de los términos de intercambio en el que la respuesta en el tipo de cambio efectivo real se fija en cero para todos los horizontes de proyección. Al comparar

<sup>7</sup>La muestra se divide en estos dos períodos (utilizando un término de interacción) para controlar por posibles diferencias en los tipos de cambio y las elasticidades de demanda que puedan reflejar una mejora en los marcos de política económica en la región. Por ejemplo, la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas* muestra que el traspaso a inflación de cambios en el tipo de cambio ha disminuido significativamente en América Latina. Dicho menor traspaso, a su vez, permitiría mayores depreciaciones reales (recuadro 3.3).

las respuestas sin restricciones de la balanza comercial (y sus componentes) con este escenario contrafáctico es posible aislar la contribución de la reorientación del gasto en el proceso de ajuste de la región<sup>8</sup>.

Los resultados confirman que la composición del ajuste externo varía en función del régimen de tipo de cambio. En respuesta a una reducción del 10 por ciento en los términos de intercambio, luego de 1 año se registraron mejoras significativas de la balanza comercial en todos los regímenes cambiarios. En los regímenes flexibles, las monedas se depreciaron en términos reales, lo cual impulsó las exportaciones y redujo las importaciones, y apunta a la presencia del efecto de reorientación del gasto<sup>9</sup>. Dichos efectos disminuyeron la carga del proceso de ajuste sobre la demanda interna, que, según estimaciones, se contrajo aproximadamente 2½ veces menos en economías con tipos de cambio más flexibles (gráfico 3.6).

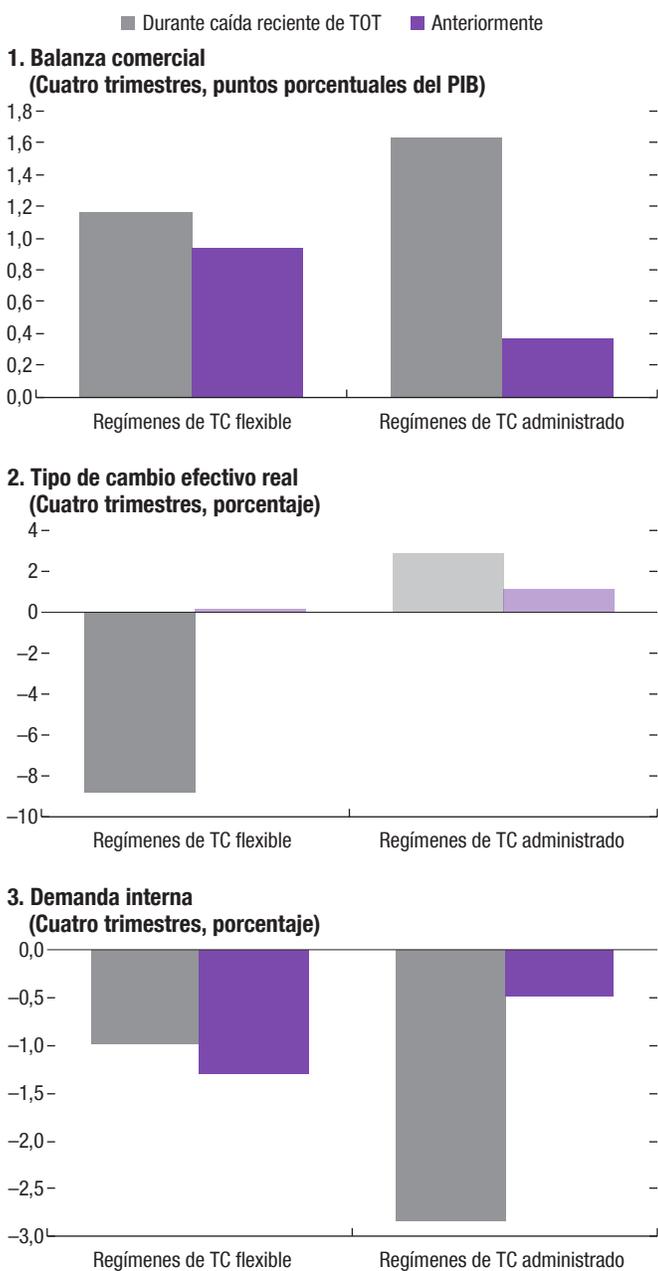
El análisis contrafáctico descrito indica que la contribución del tipo de cambio real a la reducción de la balanza comercial aumentó en los últimos años. En el pasado, la mayor parte del ajuste externo en países con monedas flexibles estaba dado por el efecto (negativo) sobre el ingreso. Sin embargo, más recientemente, los efectos ingreso y de reorientación del gasto han empezado a actuar de manera conjunta (gráfico 3.7)<sup>10</sup>. El papel más importante de la reorientación del gasto puede observarse en el desempeño de las exportaciones y las importaciones. Las exportaciones han reaccionado de manera positiva a la depreciación

<sup>8</sup>En el anexo 3.1 constan los datos y los detalles del modelo.

<sup>9</sup>Las respuestas de las exportaciones e importaciones reales se obtienen estimando la misma especificación de vectores autorregresivos en formato de panel arriba descrita y en el anexo 3.1, pero utilizando (diferencias logarítmicas de) exportaciones reales e importaciones reales en lugar del saldo de la balanza comercial.

<sup>10</sup>Sobre la base del análisis contrafáctico antes descrito, el tipo de cambio real explica aproximadamente el 50 por ciento de la respuesta de la balanza comercial en las economías con regímenes cambiarios flexibles, mientras que su incidencia es insignificante en los países con regímenes de tipo de cambio fijo. Resulta interesante destacar que el tipo de cambio real no parece haber tenido un papel importante en los países con regímenes flexibles en el período comprendido entre 2000 y 2010 debido a que los shocks de los términos de intercambio durante la crisis financiera ocurrida en 2008–09 fueron de corta duración.

**Gráfico 3.6. Respuesta acumulada de economías de América Latina ante una reducción de 10 por ciento de los términos de intercambio, 2000–16**



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los colores más claros denotan resultados que no son estadísticamente significativos. TC = tipo de cambio; TOT = términos de intercambio.

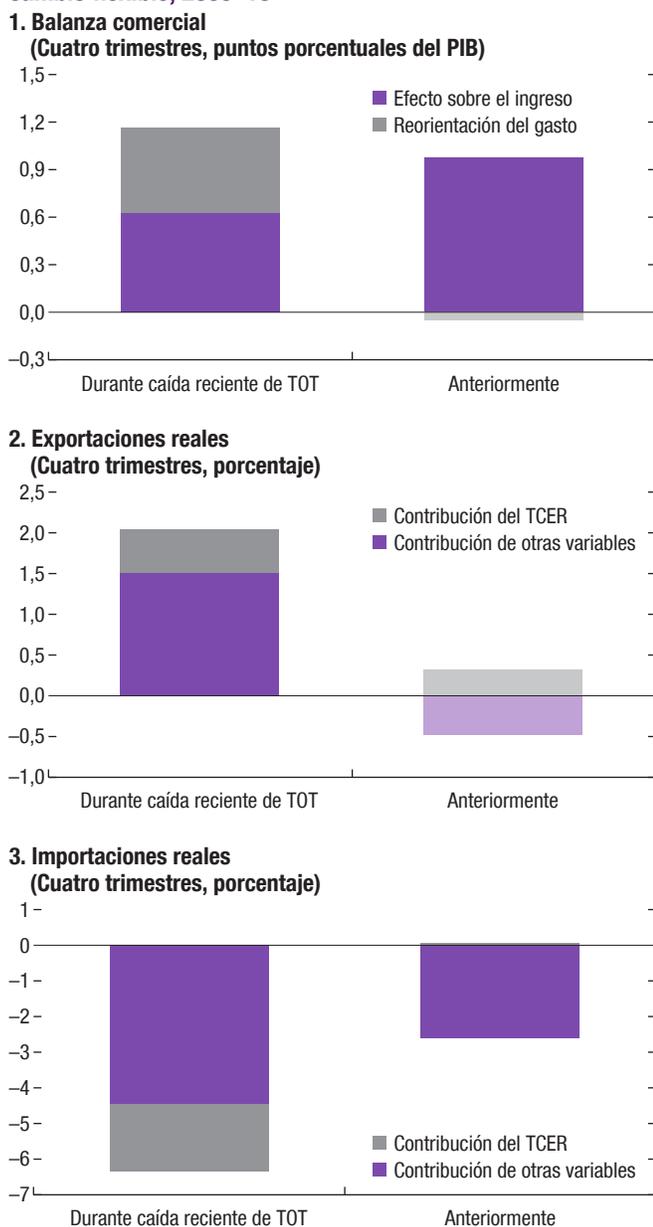
real a raíz de un shock de los términos de intercambio en el episodio reciente, pero los efectos siguen siendo tenues. De hecho, una reducción del 10 por ciento en el precio relativo de las exportaciones incrementó las exportaciones reales en solo un 2 por ciento en un año, pero redujo las importaciones reales en casi un 7 por ciento.

Estas conclusiones pueden resumirse en términos de un *coeficiente de sacrificio del ajuste externo*, definido como cuánto debe comprimirse la demanda interna para que la balanza comercial registre una mejora de un punto porcentual del PIB<sup>11</sup>. Tras el shock reciente, el coeficiente de sacrificio de las economías con tipos de cambio flexibles es aproximadamente la mitad del coeficiente observado durante episodios anteriores (gráfico 3.8). Al mismo tiempo, la rigidez del tipo de cambio se ha tornado más costosa para las economías de América Latina (en el recuadro 3.2 se contrastan los casos de Brasil, Bolivia, Chile, Colombia y Ecuador). El ajuste externo ante shocks exógenos ahora exige una mayor compresión de la demanda interna en las economías con monedas más rígidas, debido a la apreciación real de sus monedas con respecto a las de sus principales socios comerciales y, en particular, de sus competidores a nivel regional (recuadro 3.3). En conjunto, el costo de la inflexibilidad cambiaria ha aumentado posiblemente debido a la migración hacia marcos cambiarios más flexibles por parte de los competidores regionales y mundiales.

La composición del ajuste, que se da principalmente a través de la compresión de las importaciones y a pesar de fuertes depreciaciones de la moneda, plantea el interrogante de si el crecimiento de las exportaciones reales ha sido deficiente en los últimos años. Las descomposiciones históricas de las exportaciones reales demuestran, como es de esperar, que los shocks de la demanda externa y los términos de intercambio fueron los principales factores que determinaron la evolución reciente de las

<sup>11</sup>Calculada como la proporción de la respuesta acumulada de la demanda interna a la respuesta acumulada de la balanza comercial ante el shock de los términos de intercambio.

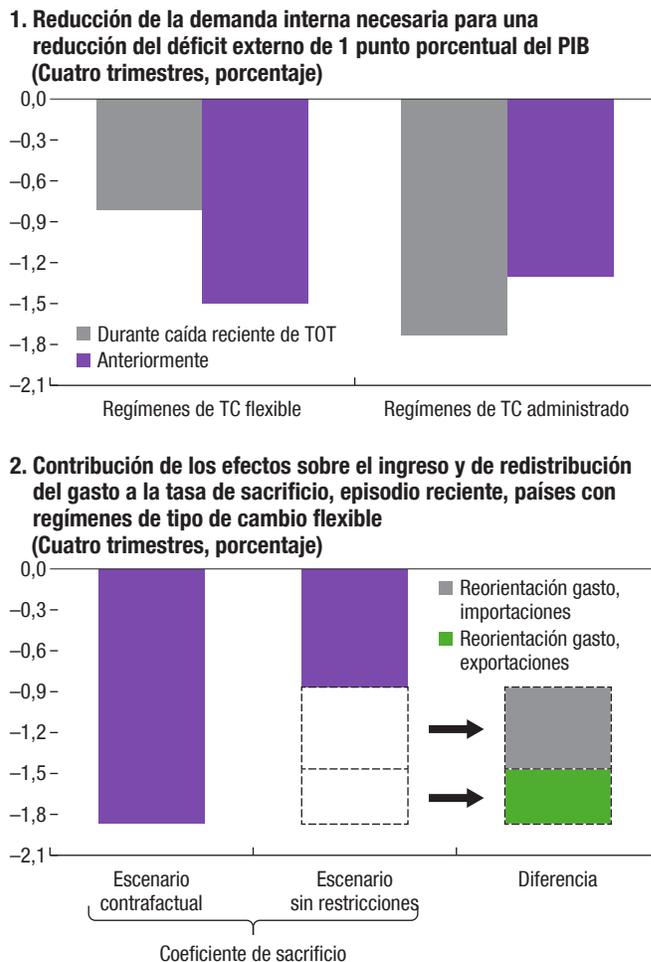
**Gráfico 3.7. Descomposición de la respuesta a una reducción de 10 por ciento de los términos de intercambio en las economías de América Latina con regímenes de tipo de cambio flexible, 2000–16**



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Los colores más claros denotan resultados que no son estadísticamente significativos. TCER = tipo de cambio efectivo real; TOT = términos de intercambio.

exportaciones en la región. Sin embargo, salvo en México y Argentina, el componente no explicado de los errores de pronóstico del modelo apunta a que el desempeño de las exportaciones quizá sea deficiente (gráfico 3.9).

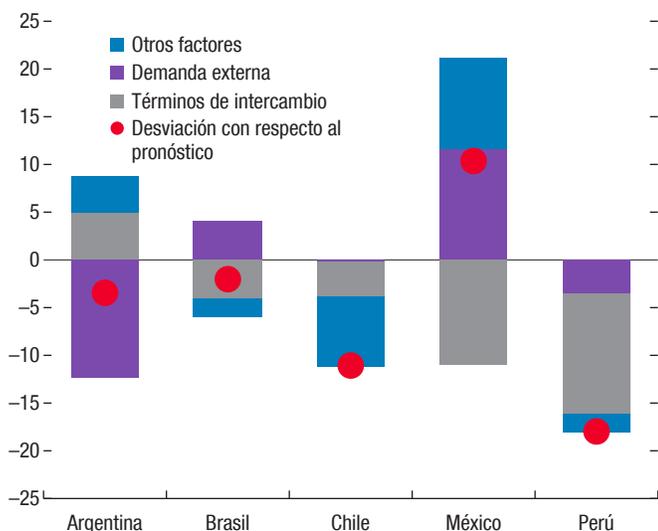
**Gráfico 3.8. La flexibilidad del tipo de cambio reduce el coeficiente de sacrificio interno del ajuste en América Latina**



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: TC = tipo de cambio; TOT = términos de intercambio.

Los resultados presentados en esta sección destacan el papel que cumple el tipo de cambio como amortiguador de los shocks. A pesar del gran efecto ingreso negativo registrado durante un episodio de caída de los términos de intercambio, la flexibilidad del tipo de cambio facilita el efecto de reorientación del gasto, gracias a lo cual se limita la carga del proceso de ajuste externo sobre la demanda interna y el crecimiento del producto. Si bien es cierto que la depreciación real ha reducido el coeficiente de sacrificio, la mayor parte del ajuste ha ocurrido más a través de la compresión de las importaciones que de la expansión de las exportaciones.

**Gráfico 3.9. Descomposición histórica de las exportaciones reales durante la reciente caída de los términos de intercambio: Residuo significativo del desempeño de las exportaciones reales (Porcentaje, acumulado)**



Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Para Argentina, el reciente episodio corresponde al período desde 2012:T3 hasta 2015:T3; para Brasil, desde 2014:T2 hasta 2015:T4; para Chile y Perú, desde 2013:T1 hasta 2015:T4; y para México, desde 2014:T2 hasta 2015:T4.

Para averiguar si la limitada respuesta de las exportaciones reales agregadas a la depreciación de la moneda está ocultando dinámicas de exportación de sectores o productos específicos, en la siguiente sección se analizan las respuestas de las exportaciones a shocks de depreciaciones reales en distintos grupos de regiones y productos.

## ¿Pueden las depreciaciones estimular las exportaciones a corto plazo? Un análisis más detallado

El análisis de la sección anterior encuentra que el vínculo entre el tipo de cambio real y las exportaciones es significativo, pero aun así relativamente pequeño. Para entender cómo las variaciones de los precios relativos inciden en las exportaciones se necesita una perspectiva más detallada, ya que las elasticidades de la demanda y la oferta varían mucho entre sectores

y bienes, y a lo largo de la cadena global de valor. Por ejemplo, un productor puede ganar una ventaja competitiva tras una depreciación real de la moneda local, pero es poco probable que eso estimule las exportaciones si su capacidad productiva permanece fija a corto plazo, o si a los compradores extranjeros les es en general indiferente el precio relativo del bien. Del mismo modo, los exportadores que usan insumos importados en su producción registrarán aumentos de sus costos, en detrimento de los avances en términos de competitividad (recuadro 3.4).

A fin de entender mejor el vínculo entre el tipo de cambio efectivo real y las exportaciones, en esta sección se utilizan datos comerciales a nivel del producto. Específicamente, se estima la elasticidad de la participación de un país en las exportaciones mundiales de cada producto respecto de las fluctuaciones de su tipo de cambio efectivo real<sup>12</sup>. El par país-producto promedio muestra una respuesta fuerte tras depreciaciones, con una elasticidad de aproximadamente  $-0,13$ <sup>13</sup>. Esto significa que una depreciación real del 10 por ciento incrementa la participación en las exportaciones del par país-producto promedio aproximadamente 1,3 por ciento con respecto al punto de partida<sup>14</sup>.

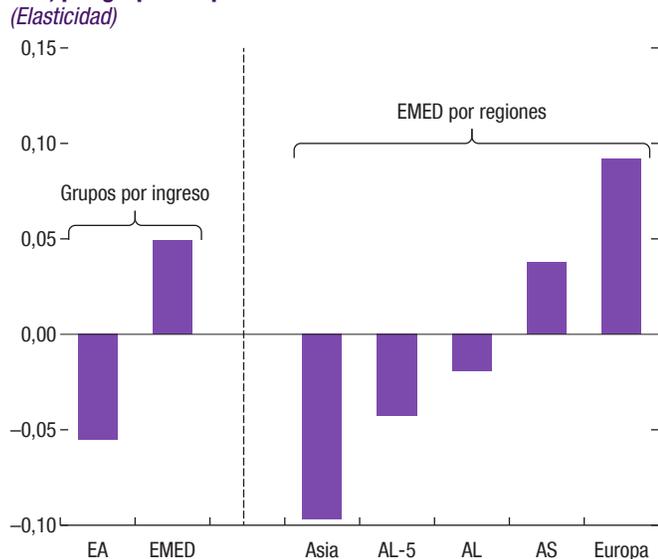
Las elasticidades, no obstante, varían mucho entre las distintas regiones de la muestra de 134 países. En promedio, las economías de mercados emergentes muestran una menor capacidad de respuesta ante las depreciaciones reales que las economías avanzadas (gráfico 3.10). América Latina y las economías emergentes de Asia, al

<sup>12</sup>Véanse los detalles en el anexo 3.2. Una dificultad de los estudios empíricos de las elasticidades del comercio radica en la necesidad de obtener un indicador de precios para inferir las cantidades que se comercian, con resultados que dependen de los deflatores utilizados en el análisis. Desafortunadamente, los procedimientos utilizados para elaborar los índices de precios de frontera varían considerablemente entre países, lo que dificulta el análisis comparativo entre países (Burstein y Gopinath, 2014). A fin de sortear esa dificultad, la estrategia empleada aquí se concentra en las participaciones mundiales de mercado de productos a nivel de cuatro dígitos que, se supone, tienen un único precio a nivel mundial.

<sup>13</sup>Se presentan estimaciones de mínimos cuadrados ponderados, en donde los pares país-producto se ponderan según el valor relativo de su comercio en la dimensión del panel objeto del análisis.

<sup>14</sup>Un aumento del tipo de cambio efectivo real indica una apreciación. Así, una elasticidad negativa implica que las participaciones en las exportaciones aumentan cuando se deprecia el tipo de cambio real.

**Gráfico 3.10. Elasticidades agrupadas de las cuotas del mercado de exportación en función del tipo de cambio efectivo real, por grupos de países**  
(Elasticidad)



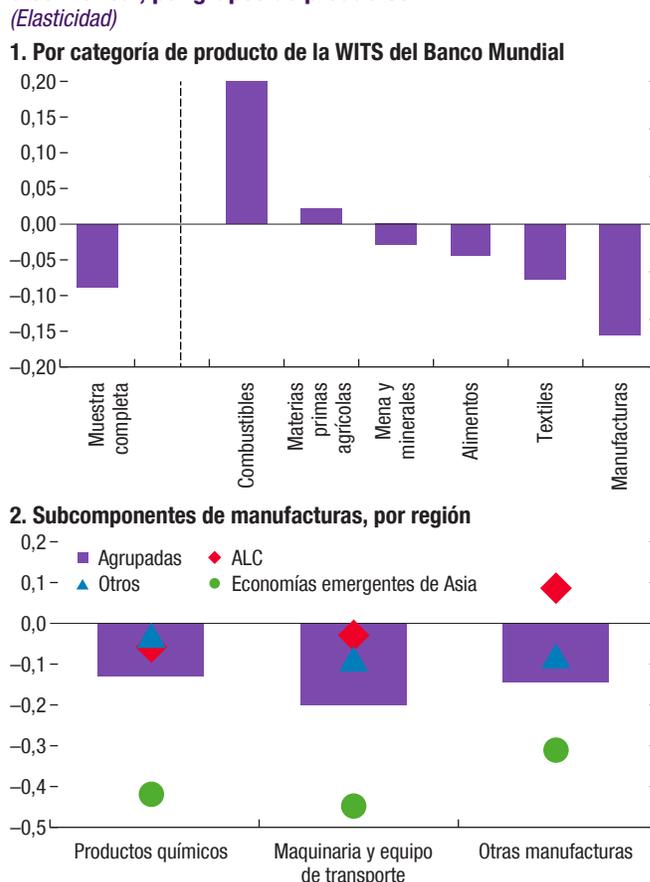
Fuentes: FMI, base de datos del Sistema de Notificaciones; Comtrade de las Naciones Unidas; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Las barras denotan la suma de los coeficientes correspondientes a la elasticidad agregada y los del término de interacción para cada región.  
AL = América Latina; AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú;  
AS = África subsahariana; EA = economías avanzadas; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

igual que las economías avanzadas, se destacan por tener una capacidad de respuesta estadísticamente significativa, mientras que otros países de mercados emergentes y en desarrollo muestran una relativa desconexión. Es notable el caso de las economías emergentes de Asia, cuya elasticidad estimada es aproximadamente el doble de la de AL-5<sup>15</sup>, la cual a su vez es mayor que la del resto de América Latina.

Si bien el producto promedio presenta una elasticidad de aproximadamente  $-0,1$ , las elasticidades varían sustancialmente entre los 764 productos de la muestra. En unas dos terceras partes de esos productos, una depreciación amplía la participación de las exportaciones del país de ese producto, mientras que para la mayoría del resto el impacto es estadísticamente igual a cero. Esta variación de las elasticidades puede vincularse a grandes rasgos con categorías de productos (gráfico 3.11). Las manufacturas y los textiles

<sup>15</sup>Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

**Gráfico 3.11. Elasticidades agrupadas de las cuotas del mercado de exportación en función del tipo de cambio efectivo real, por grupos de productos**  
(Elasticidad)



Fuentes: FMI, base de datos del Sistema de Notificaciones; Comtrade de las Naciones Unidas; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Las barras denotan la suma de los coeficientes correspondientes a la elasticidad agregada y los del término de interacción para cada categoría.  
ALC = América Latina y el Caribe; WITS = Solución Comercial Integrada Mundial.

muestran una mayor capacidad de respuesta en términos de participación de mercado que las materias primas, las cuales no responden mucho a los movimientos del tipo de cambio real<sup>16</sup>. La capacidad de respuesta de las manufacturas es más general ya que también se encuentra si consideran categorías a escala más detalladas (productos químicos, maquinaria y equipo de transporte y otras manufacturas).

<sup>16</sup>Una interpretación posible es que las curvas de oferta de corto plazo de las materias primas tienden a ser relativamente inelásticas frente a costos de inversión fijos sustanciales. También es posible que la producción de materias primas dependa más de insumos de capital importados, por lo que las depreciaciones elevan los costos de producción, junto con los ingresos en moneda local.

Combinando lo anterior, el grado en que las depreciaciones estimulan las exportaciones depende de la composición de las exportaciones de un país<sup>17</sup>. Las economías que se especializan en las materias primas suelen experimentar una respuesta más débil ante una depreciación real que aquellas cuya producción está concentrada en las manufacturas. La respuesta de las economías emergentes de Asia es mayor que la de América Latina, en parte debido la mayor participación de las manufacturas en las exportaciones en Asia (gráficos 3.10 y 3.11). Mientras que las exportaciones de manufacturas han consistentemente sido aproximadamente el 40 por ciento de las exportaciones totales en América Latina y el Caribe desde 1990, tal porcentaje en Asia emergente ha crecido hasta 80 por ciento durante el mismo lapso. Pero hay otros factores en juego. Incluso dentro de categorías limitadas de manufacturas, los países de Asia muestran una capacidad de respuesta mucho mayor que la de otras regiones, incluida América Latina. Esto quizás obedezca a factores estructurales subyacentes, como restricciones en el lado de la oferta relacionadas con brechas de infraestructura, como se documenta en la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*<sup>18</sup>.

La medida en que las depreciaciones estimulan las exportaciones brutas probablemente dependa de cuán integrado esté un país a las CGV. Mientras que el efecto de integración a las CGV sobre las elasticidades de comercio puede ser positivo o negativo en función de la ubicación de un país en la cadena de oferta, Ahmed, Appendino y Ruta (2016) estiman que la participación en CGV reduce la elasticidad del tipo de cambio real sobre las exportaciones de manufacturas en un 22 por ciento en promedio. Como documenta la edición de abril de 2015 de *Perspectivas económicas: Asia y el Pacífico*,

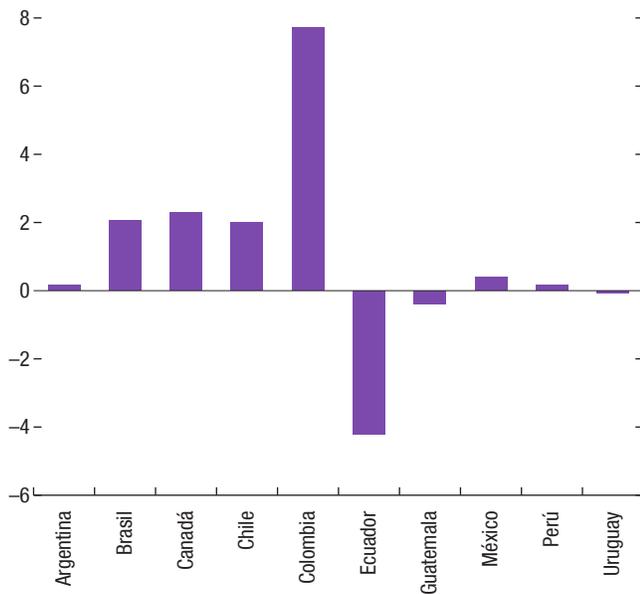
<sup>17</sup>Otros factores sin duda inciden en la relación, como la disponibilidad de crédito (Paravisini *et al.*, 2015), así como una acumulación de “rigideces reales” de productos o sectores específicos, que afectan los tipos de cambio reales desagregados (véase una encuesta en Burstein y Gopinath, 2014).

<sup>18</sup>Raissi y Tulin (2015) encuentran que, en India, restricciones del lado de la oferta limitan la respuesta de las exportaciones a depreciaciones reales de corto plazo.

las economías emergentes de Asia se han metido profundamente dentro de las CGV, y en general se encuentran en la dirección inferior de estas cadenas (es decir, más cercanas a la demanda final), por lo cual el efecto expansivo de las depreciaciones se ve mitigado por el creciente costo de los insumos importados. A su vez, la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas* documenta que las economías de América Latina y el Caribe están menos integradas a las CGV y que los exportadores de materias primas de la región se posicionan en dirección superior (es decir, más alejados de la demanda final). Por otro lado, Leigh *et al.* (2017) muestran que la evidencia de una relación significativa entre la participación en las CGV y la elasticidad de comercio con el tipo de cambio es limitada. Estos resultados sugieren que, todo lo demás igual, la participación observada en las CGV tendería a *aumentar* la sensibilidad relativa de las exportaciones de América Latina y el Caribe con respecto a Asia emergente, y por lo tanto no es probable que expliquen los resultados aquí reportados.

Los resultados siguen mostrando que las depreciaciones reales recientes estimularon las exportaciones en muchas economías de América Latina, una vez descontadas las condiciones de la demanda mundial. En el gráfico 3.12 se muestra el impulso que los tipos de cambio efectivos reales brindaron a las exportaciones desde 2013, expresado en términos de las exportaciones totales en 2012. Los efectos son moderados en la mayoría de los casos, pero distan mucho de ser insignificantes. Por ejemplo, la depreciación real del peso colombiano registrada en ese período representó un impulso para las exportaciones de 7,5 puntos porcentuales desde 2012. El resultado se compara con una caída de casi el 40 por ciento en el valor de las exportaciones registrada en el mismo período, lo que deja claro que el estímulo —si bien es sustancial— ha estado lejos de neutralizar totalmente el shock externo. En contraste, un análisis contrafáctico similar indica que la apreciación real registrada en Ecuador ha supuesto un lastre para las exportaciones equivalente a más de 4 puntos porcentuales desde 2013.

**Gráfico 3.12. Contribución estimada del tipo de cambio efectivo real a los valores de exportación, 2014–16**  
(Porcentaje del valor de exportación de 2012; dólares de EE.UU. constantes)

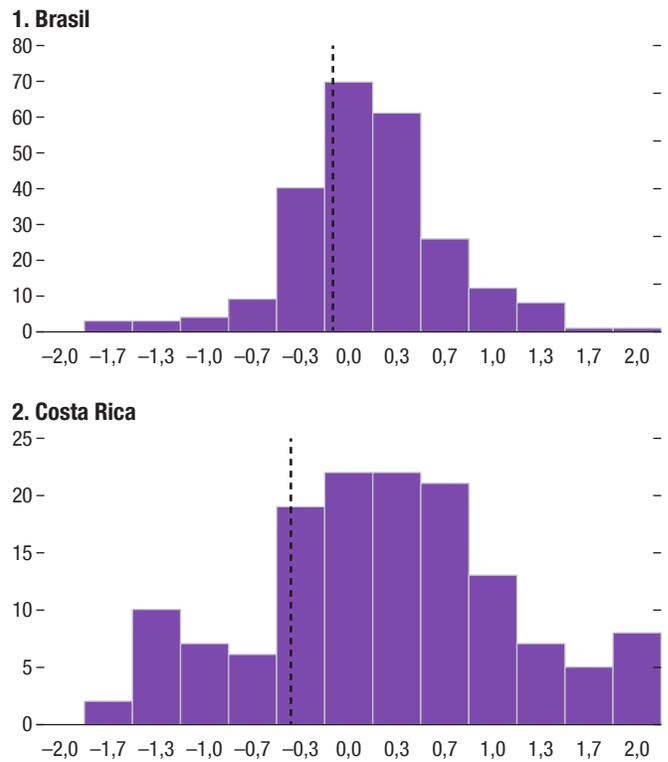


Fuentes: FMI, base de datos del Sistema de Notificaciones; Comtrade de las Naciones Unidas; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: El gráfico muestra la contribución total estimada de los movimientos del tipo de cambio efectivo real durante 2013–15 con respecto a los valores de exportación en 2014–16. Se usan las elasticidades agrupadas en el nivel del producto, y los países varían según la importancia relativa de cada producto y la variación del tipo de cambio efectivo real.

Por último, incluso en países cuyas exportaciones agregadas parecen estar desvinculadas del tipo de cambio real, las depreciaciones siguieron dando lugar a reasignaciones intersectoriales. Por ejemplo, cabe señalar que en Brasil, donde el desempeño de las exportaciones agregadas es relativamente inelástico respecto del tipo de cambio real, las depreciaciones permitieron que muchos productos de exportación ampliaran sus participaciones de mercado, al igual que en Costa Rica (gráfico 3.13). Esto hace pensar que la desconexión a nivel macro quizás oculte una importante reasignación potencial de recursos entre productos y sectores, incluso dentro de cada país<sup>19</sup>. Este resultado se ve respaldado por el análisis del recuadro 3.4, que muestra que las

<sup>19</sup>Este resultado se condice con la conclusión de Freund y Pierola (2012) en el sentido de que las depreciaciones reales en países en desarrollo estimulan las exportaciones en gran medida a través de nuevos productos de exportación e ingreso en nuevos mercados.

**Gráfico 3.13. Variación dentro del país en todas las elasticidades de las exportaciones de los productos**  
(Cantidad de productos de CUCI de cuatro dígitos)



Fuentes: FMI, base de datos del Sistema de Notificaciones; Comtrade de las Naciones Unidas; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Las líneas punteadas corresponden a la estimación de la elasticidad agrupada a nivel de país. CUCI = Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional.

depreciaciones reales afectan la producción de valor agregado de distinta manera en distintos sectores de América Latina, y que brindan un impulso especialmente fuerte a los sectores exportadores que no son productores de materias primas.

## Implicaciones de política económica

Del análisis presentado en este capítulo se desprenden tres implicaciones principales para las políticas en las economías de América Latina que enfrentan el final del superciclo de las materias primas. En primer lugar, la flexibilidad del tipo de cambio reduce el coeficiente de sacrificio de ajuste externo. En los casos en los que las monedas se

depreciaron en términos efectivos reales, el ajuste se ha beneficiado de cierto afianzamiento de las exportaciones y el crecimiento del producto, así como de una reorientación del gasto de consumo de las importaciones hacia los bienes de producción nacional, lo cual reduce la carga en términos de la compresión de la demanda interna y por lo tanto respalda al producto.

En segundo lugar, la rigidez del tipo de cambio se ha tornado más costosa en América Latina. Conforme se extiende el uso de tipos de cambio flexibles en la región, los shocks externos comunes provocan mayores pérdidas de competitividad en los países cuyas monedas se mueven paralelamente al dólar de EE.UU. y se fortalecen frente a las monedas de los socios regionales. El coeficiente de sacrificio aumenta en esos países, lo que

implica que aumenta el costo del ajuste externo en términos de producto a través de una compresión más marcada de la demanda interna.

En tercer lugar, la flexibilidad del tipo de cambio puede respaldar las políticas estructurales que procuran reencauzar los recursos hacia el sector no relacionado con las materias primas, ya que las depreciaciones estimulan las exportaciones de manufacturas más que las de otros bienes, en especial en regiones con una mayor concentración de manufacturas y adecuada infraestructura. En cuanto a una mejora de la capacidad de resiliencia frente a los shocks externos, un corolario de este resultado es que corregir las deficiencias en la infraestructura de la que depende un sector manufacturero dinámico reduciría el coeficiente de sacrificio del ajuste externo en el futuro.

### Recuadro 3.1. Reorientación del gasto versus efectos sobre el ingreso

Un shock negativo y permanente (o muy persistente) en los términos de intercambio —es decir, una variación del precio relativo de las exportaciones e importaciones— podría ser producto de 1) una disminución del precio de las exportaciones; 2) un aumento del precio de las importaciones; o 3) variaciones de ambos precios<sup>1</sup>.

Independientemente de la naturaleza de la variación del precio relativo, un shock negativo y permanente en los términos de intercambio implica *un efecto negativo sobre el ingreso*, es decir, la economía es más pobre que antes del shock. En equilibrio, se espera que su tipo de cambio real (el poder adquisitivo de la cesta de bienes y servicios en términos de una cesta de bienes y servicios extranjera) disminuya, permitiendo la corrección de desbalances externos.

En cambio, la variación del precio relativo torna las exportaciones relativamente más baratas para el resto del mundo. En ese caso, todo lo demás igual, la demanda externa de bienes nacionales —es decir las exportaciones— aumentaría.

La composición de la cesta nacional de bienes y servicios de un consumidor representativo también variaría a medida que varía el precio relativo. Dado que el precio relativo de los bienes extranjeros aumenta y el precio relativo de los bienes nacionales disminuye, las importaciones disminuirían, en tanto que la demanda de bienes no transables y de bienes nacionales transables aumentaría (suponiendo que los precios de los bienes transables nacionales aumentarían menos que los precios de los bienes extranjeros).

En general, se espera que la variación del precio relativo incremente las exportaciones, y que, al mismo tiempo, reoriente la demanda interna hacia bienes no transables y hacia bienes transables nacionales en sustitución de los bienes importados. La variación en la composición de la cesta nacional de consumo y el aumento de las exportaciones suele denominarse *efecto de la reorientación del gasto*.

El mencionado shock negativo sobre el ingreso implica una reducción del nivel general de consumo, independientemente de la variación en la composición de la cesta de consumo.

Si el efecto de reorientación del gasto compensa el shock negativo sobre el ingreso, la depreciación real sería de carácter expansivo. Pero si lo que predomina es el efecto ingreso, la reorientación del gasto, en el mejor de los casos, compensaría parcialmente la contracción del consumo global debida a la disminución del ingreso<sup>2</sup>.

Este recuadro fue preparado por Nicolás E. Magud.

<sup>1</sup>Bems y Di Giovanni (2016), utilizando datos de Letonia, documentan la existencia de un efecto de reorientación del gasto sin variaciones en el precio relativo. Un efecto negativo sobre los ingresos lleva a los consumidores a sustituir bienes extranjeros caros con bienes nacionales más baratos.

<sup>2</sup>Esta descripción no tiene en cuenta los otros efectos contractivos de las depreciaciones reales, como los efectos sobre el balance debido a la dolarización de los pasivos, entre otros.

### Recuadro 3.2. Análisis comparativo del ajuste externo en América del Sur

Muchas economías de la región se han visto sometidas a presiones debido a fuertes caídas de los términos de intercambio, una demanda mundial débil y sus shocks idiosincrásicos internos. Estos factores se han traducido en un deterioro significativo de los desequilibrios externos e internos. En este recuadro se analiza la experiencia de ajuste a estos desequilibrios en países que difieren en dos dimensiones fundamentales: flexibilidad del tipo de cambio y magnitud del espacio fiscal disponible y las reservas fiscales.

Aunque la mayor parte del ajuste ha estado ocurriendo a expensas de la compresión de las importaciones, la mecánica del ajuste ha variado enormemente en toda la región. En los países con regímenes de tipo de cambio más flexibles, la reorientación del gasto contribuyó de manera significativa al ajuste externo. En los países con regímenes cambiarios menos flexibles o grandes brechas del producto negativas (o ambas), la reducción del gasto ha sido el principal mecanismo de ajuste. Al mismo tiempo, algunos países recurrieron a las reservas existentes o han tomado prestado en los mercados internacionales para suavizar el shock. La evolución del crecimiento en la región ha variado dependiendo de la naturaleza del ajuste.

*Chile* y *Colombia* experimentaron un deterioro significativo de sus términos de intercambio, aunque de diferente magnitud, en 2012 y 2014, respectivamente. Como resultado del colapso de los precios de las materias primas, las exportaciones de petróleo de *Colombia* y las exportaciones de cobre de *Chile* cayeron significativamente (gráfico 3.2.1, panel 1). Ambas economías permitieron que el tipo de cambio absorbiera el shock, con una depreciación de las monedas en términos efectivos reales de 10 por ciento en *Chile* y 30 por ciento en *Colombia* en un período de dos años desde el inicio del shock (gráfico 3.2.1, panel 4). La flexibilidad del tipo de cambio dio un impulso a las exportaciones de bienes no minerales en *Chile* (gráfico 3.2.1, panel 2) y, hasta el momento, ha permitido una reasignación del gasto de consumo de los bienes importados a los bienes nacionales en *Colombia* (gráfico 3.2.1, panel 3). La presencia de efectos de la reorientación del gasto en ambas economías alivió la carga del ajuste externo sobre la demanda interna (gráfico 3.2.1, panel 5) y apoyó el crecimiento (gráfico 3.2.1, panel 6).

En *Brasil* y *Ecuador*, economías que han experimentado recesiones, la reducción de los desequilibrios ha sido el resultado de profundas contracciones en la demanda interna (gráfico 3.2.1, paneles 5 y 6). En *Brasil*, aunque el deterioro de los términos de intercambio fue un precursor del proceso de ajuste externo, el ajuste ha estado impulsado principalmente por factores internos y una gran brecha del producto negativa. Sin embargo, es probable que la mayor parte de las mejoras logradas en la cuenta corriente sean duraderas, dado el aumento proyectado en el ahorro público (véase capítulo 2).

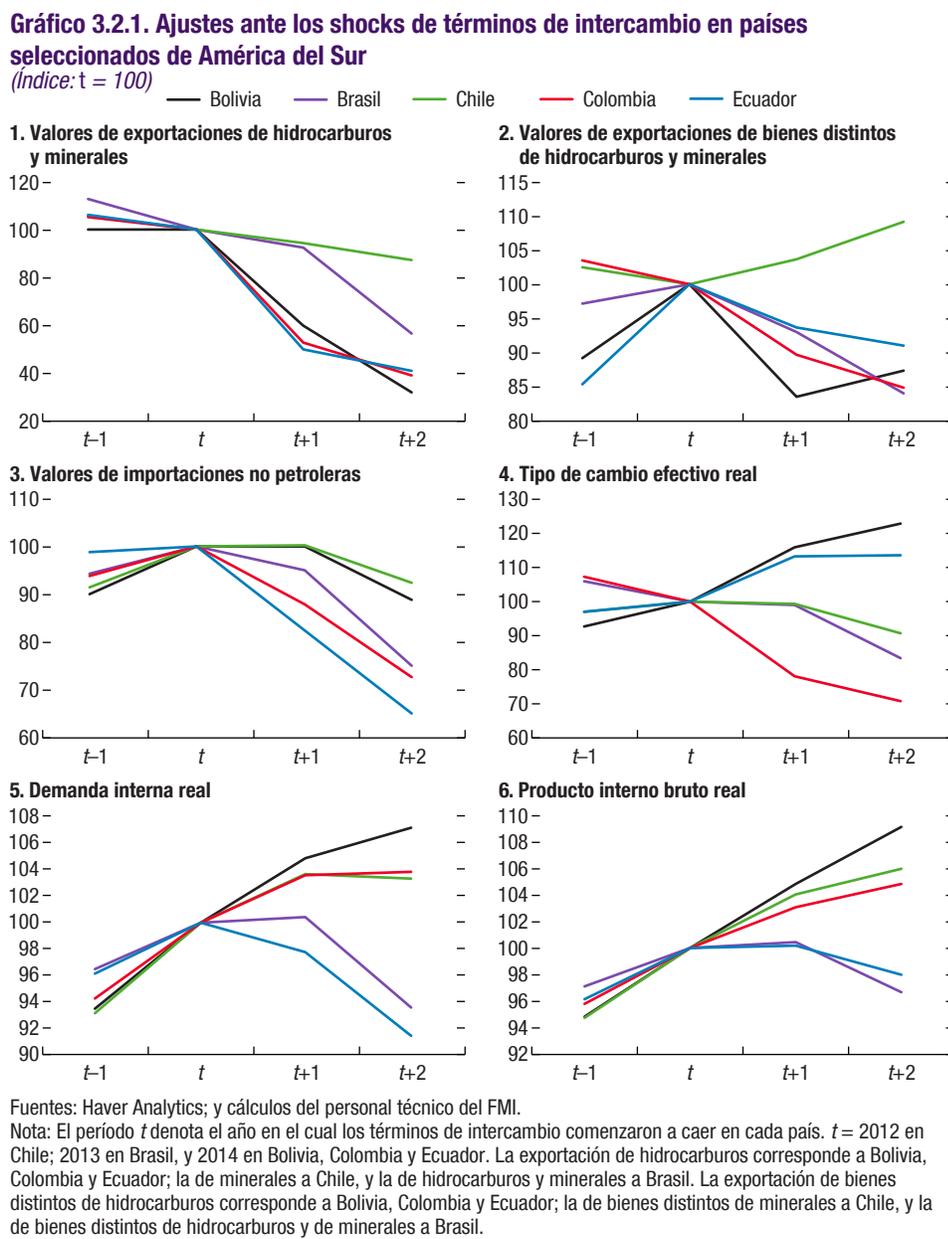
En *Ecuador*, la dolarización combinada con el acceso limitado al financiamiento externo obligó a que el ajuste se realizara principalmente mediante consolidación fiscal y mayores restricciones sobre las importaciones. Por consiguiente, a medida que la economía se recupere, las brechas del producto se reducirán, revirtiendo una parte del ajuste realizado hasta el momento.

Los saldos externos de *Bolivia* se deterioraron notablemente, mientras que la política fiscal acomodaticia y el rápido crecimiento del crédito suavizaron el colapso de los precios de las exportaciones. Sin embargo, ha comenzado a producirse un cierto ajuste externo a través de la compresión de las importaciones (gráfico 3.2.1, panel 3). Estas políticas contracíclicas han erosionado las cuantiosas reservas del país, que, no obstante, siguen siendo adecuadas. El limitado ajuste externo observado hasta la fecha (ya sea a través de la reorientación o reducción del gasto), sumado a los aún bajos precios de las materias primas, podrían exacerbar los desequilibrios externos y erosionar aún más los márgenes de maniobra para la aplicación de políticas.

La experiencia de estos países demuestra que el alcance de los ajustes necesarios depende no solo de la magnitud del shock, sino también del régimen cambiario, del grado de acceso a los mercados

Este recuadro fue preparado por Juan Yépez.

Recuadro 3.2 (continuación)



internacionales, y de la disponibilidad de espacio fiscal y reservas fiscales. Concretamente, al comparar los países más golpeados por el shock de las materias primas (*Bolivia, Colombia y Ecuador*), es evidente que el ajuste ha sido más severo en *Ecuador* que en *Colombia* (donde el impacto fue amortiguado por la flexibilidad del tipo de cambio) y en *Bolivia* (en donde el ajuste está siendo suavizado mediante el uso de reservas previas).

### Recuadro 3.3. El tipo de cambio y la competitividad externa

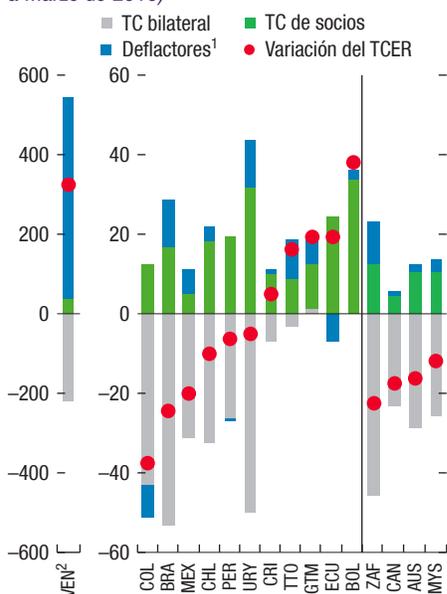
La expansión en el uso de regímenes de tipos de cambio flexibles en América Latina ha alterado en dos sentidos la relación entre los tipos de cambio bilateral y efectivo tras de un shock externo común. El gráfico 3.3.1 muestra la variación de los tipos de cambio efectivos reales de una selección de economías de América Latina y el Caribe desde marzo de 2013 hasta marzo de 2016, período durante el cual muchos de estos países sufrieron un notable deterioro en sus términos de intercambio.

En primer lugar, las grandes depreciaciones bilaterales frente al dólar de EE.UU. se han traducido en depreciaciones multilaterales proporcionalmente más pequeñas. Por ejemplo, la depreciación de 32 por ciento del peso chileno frente al dólar de EE.UU. dio lugar a una depreciación efectiva real de aproximadamente 10 por ciento en este período. En segundo lugar, los esfuerzos para mantener un tipo de cambio nominal estable frente al dólar no han redundado en un tipo de cambio real estable, sino más bien en una apreciación sustancial.

Para comprender estas evoluciones, debe recordarse que el tipo de cambio efectivo real se mide como un promedio ponderado de los tipos de cambio reales bilaterales:

**Gráfico 3.3.1. Descomposición de movimientos recientes del tipo de cambio efectivo real**

(Cambio porcentual de marzo de 2013 a marzo de 2016)



Fuentes: FMI, base de datos del Sistema de Notificaciones; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. TC = tipo de cambio nominal con respecto al dólar de EE.UU.; TCER = tipo de cambio efectivo real.

¹Refleja el cambio relativo en los deflatores de los precios en relación con socios comerciales.

²En el caso de Venezuela, el tipo de cambio bilateral es el promedio ponderado del sistema cambiario de múltiples niveles.

$$Q_i = \prod_j \left( \frac{P_i E_i}{P_j E_j} \right)^{w_{ij}}, \quad (3.3.1)$$

donde  $E_i$  es el tipo de cambio nominal del país  $i$  frente al dólar de EE.UU.,  $P_i$  es el índice de precios al consumidor (o algún otro deflactor de los precios), y  $w_{ij}$  es la ponderación del socio comercial  $j$  para el país  $i$ . Al reordenar la ecuación (3.3.1), la variación del tipo de cambio real tiene tres fuentes:

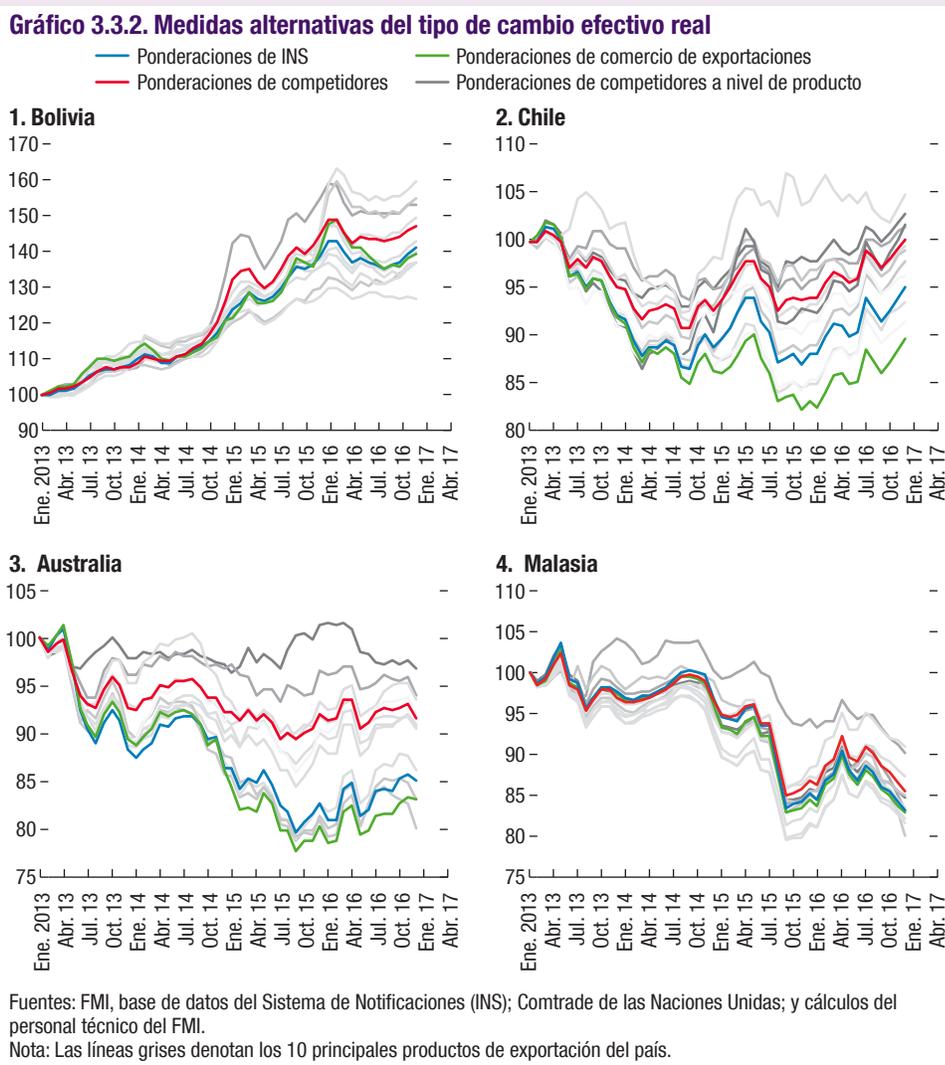
$$\dot{q}_i = \dot{e}_i - \sum_j w_{ij} \dot{e}_j + \sum_j w_{ij} (\dot{p}_i - \dot{p}_j), \quad (3.3.2)$$

en donde las variables en minúscula son logaritmos naturales y los puntos denotan las tasas de variación. El primer término,  $\dot{e}_i$ , corresponde a la fluctuación de la divisa del país frente al dólar de EE.UU., y refleja en gran medida las decisiones nacionales de política cambiaria. El segundo término corresponde a la evolución de los tipos de cambio de los socios comerciales frente al dólar de EE.UU. y, por lo tanto, guarda relación con las decisiones de política cambiaria de dichos socios. Por último, el tercer término refleja las variaciones de la dinámica de la inflación con respecto a los socios.

El gráfico 3.3.1 muestra las contribuciones de estos tres componentes a la variación general del tipo de cambio efectivo real durante este período, según la metodología del FMI. Las barras grises denotan fuertes depreciaciones bilaterales frente el dólar de EE.UU. observadas en países con regímenes de tipo de cambio flexibles, así como la estabilidad de los países que han mantenido sus tipos de cambio bilaterales relativamente sin variaciones. Las barras verdes muestran las presiones de apreciación sobre los tipos de cambio reales derivadas de los socios comerciales, que han recurrido ampliamente a la flexibilidad cambiaria. Por

Este recuadro fue preparado por Yan Carrière-Swallow.

Recuadro 3.3 (continuación)



último, las barras azules muestran incidencia secundaria de las tasas de inflación relativas en la mayoría de países, reflejando un limitado traspaso de las depreciaciones nominales a precios. Una notable excepción es Venezuela, en donde la inflación explica la gran mayoría de la apreciación real del tipo de cambio.

En los países que enfrentan un fuerte shock externo negativo, la presión de los socios comerciales —tanto de destino como competidores— está redefiniendo el vínculo entre la política cambiaria y la competitividad, y marcando un punto de inflexión con respecto al pasado, cuando la mayoría de los socios comerciales recurrían menos a la flexibilidad del tipo de cambio. En los países que han permitido depreciaciones nominales muy significativas, este factor es en gran medida la razón de la respuesta más moderada de los tipos de cambio reales y ha contribuido a una respuesta relativamente nula de las exportaciones. Mientras tanto, en los países que han mantenido tipos de cambio bilaterales estables, el resultado ha sido apreciaciones reales muy marcadas y menor competitividad.

**Recuadro 3.3** (continuación)

Al evaluar la competitividad externa, muchos precios relativos son relevantes y eso puede incidir en la ponderación que se seleccione  $w_{ij}$ . El primero es el precio relativo de las exportaciones con respecto a los bienes que se producen en el país de destino; para aproximarse a este concepto se emplean ponderaciones iguales a la participación de cada socio  $j$  en el total de exportaciones del país  $i$ . Otro es el precio relativo de las exportaciones con respecto a las exportaciones de competidores que venden los mismos productos, con los cuales el país  $i$  puede o no comerciar en forma directa. Las ponderaciones de comercio  $w_{ij}$  usadas para calcular los índices del tipo de cambio efectivo real (TCER) difundidos en el Sistema de Notificaciones del FMI (INS, por sus siglas en inglés) incorporan información sobre ambas dimensiones, con el fin de proporcionar una medición integral de la competitividad de un país<sup>1</sup>.

El gráfico 3.3.2 muestra la evolución de los tipos de cambio efectivos reales elaborados para ciertas economías usando ponderaciones estándar del INS (líneas azules), ponderaciones de comercio de exportaciones directas (líneas verdes) y ponderaciones basadas en competidores (líneas rojas)<sup>2</sup>. Tal como destacó el Banco Interamericano de Desarrollo (2016), los tipos de cambio reales de América Latina se han depreciado más con respecto a los socios comerciales directos que con respecto a los competidores comerciales indirectos, sugiriendo que quizá la competitividad de la región esté evolucionando menos favorablemente de lo que se suele suponer. Por ejemplo, la magnitud de la depreciación efectiva real de Chile en general se ha reducido a la mitad cuando en lugar de calcularla con respecto a los destinos de las exportaciones chilenas se la calcula con respecto a los competidores de las exportaciones chilenas. Si nos concentramos en algunos de los principales productos de exportación del país, se observa que el valor real del peso chileno en efecto se ha apreciado levemente con respecto a los competidores desde 2013 (líneas grises).

La divergencia entre la evolución de los socios comerciales directos y los competidores también se observa en economías avanzadas exportadoras de materias primas, como Australia. En cambio, si bien algunos exportadores de Asia oriental también han soportado presiones de apreciación de sus socios comerciales, la divergencia entre la evolución de los precios relativos de los socios comerciales y de los competidores directos ha sido menor, como en el caso de Malasia.

<sup>1</sup>Véanse en Zanello y Desruelle (1997) más detalles sobre la elaboración de los índices del TCER del Sistema de Notificaciones.

<sup>2</sup>Todos los tipos de cambio bilaterales están deflactados por el índice de precios al consumidor. Véase en Ahn, Mano y Zhou (2017) un análisis del contraste con los indicadores del TCER deflactados por los costos laborales unitarios.

### Recuadro 3.4. El impacto de las depreciaciones en el crecimiento sectorial

En la sección que discute la relación entre la depreciación real y las participaciones en las exportaciones se muestra que las depreciaciones del tipo de cambio real tienen efectos heterogéneos en la evolución de las exportaciones en los distintos sectores y países. Este recuadro aborda una pregunta relacionada: ¿las depreciaciones del tipo de cambio real tienen efectos diferenciados en el crecimiento real de los distintos sectores? El análisis se concentra en tres canales a través de los cuales el tipo de cambio real podría afectar el crecimiento sectorial:

- Un canal de exportaciones: Las depreciaciones hacen más competitivos los productos nacionales en los mercados internacionales y podrían elevar el crecimiento a través de un mayor nivel de exportaciones.
- Un canal de costos: Las depreciaciones encarecen los insumos importados, lo que potencialmente reduciría el crecimiento.
- Un canal de penetración de las importaciones: Las depreciaciones encarecen la demanda final de importaciones. Si los consumidores sustituyen las variedades importadas costosas con productos de fabricación nacional, las industrias nacionales podrían crecer más rápidamente.

El análisis investiga la existencia y magnitud de los tres canales mencionados en un panel de observaciones de país-sector-año, empleando una metodología de diferencias en diferencias. El análisis se basa en datos anuales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para 61 países y 33 sectores correspondientes al período 1995–2011. La muestra incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Costa Rica, entre los países de América Latina.

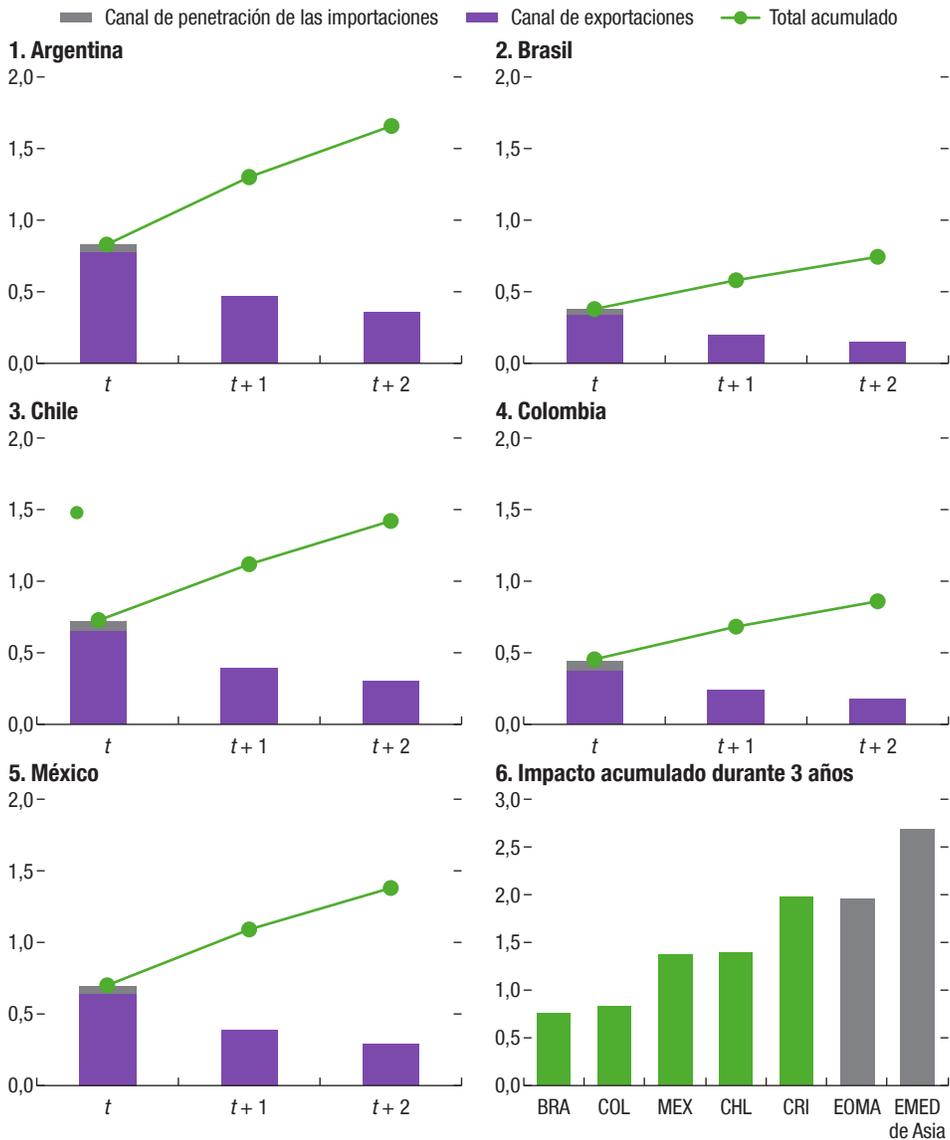
Hay tres supuestos de identificación vinculados a cada uno de los canales mencionados. Tras una depreciación real, todo lo demás igual: 1) los sectores que exportan relativamente más deberían crecer a un ritmo relativamente más rápido; 2) los sectores que importan relativamente más deberían crecer a un ritmo relativamente más lento; y 3) los sectores en los que la penetración de las importaciones es relativamente mayor deberían crecer a un ritmo relativamente más rápido. Cualquier otro efecto del tipo de cambio real sobre el crecimiento que no opere a través de estos tres canales está subsumido en un conjunto de efectos fijos por país-año (que también captan el impacto de factores como el crecimiento del PIB real y el crecimiento mundial real). Las diferencias en las tasas de crecimiento debidas a factores específicos del país o del sector, como la infraestructura, son captadas por un conjunto de efectos fijos por país-sector.

Los resultados demuestran que el canal de exportaciones está operando y reviste importancia cuantitativa para el sector no tradicional, es decir, no relacionado con las materias primas (gráfico 3.4.1). Los resultados sobre el canal de costos no son concluyentes. El canal de penetración de las importaciones es estadísticamente significativo, pero de escasa magnitud. Una depreciación real de 10 por ciento aumentaría el crecimiento de los sectores no tradicionales entre 0,6 y 2 puntos porcentuales en el transcurso de tres años (dependiendo del país), principalmente a través del canal de exportaciones. El impacto es generalmente menor que en otras regiones, pero el análisis sugiere que las depreciaciones del tipo de cambio real podrían ayudar a los países de América Latina a diversificarse, para que dependan menos de las materias primas y crezcan en un entorno en que los precios de esos productos son bajos.

Este recuadro fue preparado por Sergi Lanau.

Recuadro 3.4 (continuación)

**Gráfico 3.4.1. Efectos de una depreciación real de 10 por ciento en el crecimiento de los sectores no tradicionales**  
(Porcentaje)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Tiempo expresado en años. Las tasas de crecimiento se ponderan en función del tamaño de los sectores. El canal de exportaciones tiene en cuenta el valor agregado interno incorporado en las exportaciones, lo cual permite controlar parcialmente el efecto del canal de costo. En las leyendas de datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. EMED = economías de mercados emergentes y economías en desarrollo; EOMA = Europa, Oriente Medio y África.

### Anexo 3.1. Modelo de autorregresión vectorial con datos de panel: Datos y metodología

La estrategia empírica de la sección que discute el mecanismo de ajuste se basa en un marco de modelo de autorregresión vectorial con datos de panel que capta la respuesta dinámica de la balanza comercial (como proporción del PIB), la demanda interna y el tipo de cambio efectivo real ante un shock de los términos de intercambio, similar al que la región experimentó en los últimos cinco años.

Los problemas de simultaneidad se abordan en la identificación del modelo empírico, suponiendo que en los países de la muestra del capítulo los términos de intercambio vienen dados como exógenos; es decir, las variaciones en los términos de intercambio pueden interpretarse como una fuente exógena de fluctuaciones agregadas. Este supuesto es habitual en estudios pertinentes (véase Schmitt-Grohé y Uribe, 2017). El modelo también tiene en cuenta el crecimiento de la demanda externa, que se supone también exógeno en bloque respecto de las variables “internas” del modelo (es decir, la balanza comercial, el tipo de cambio efectivo real y la demanda interna).

Como se mencionó antes, el modelo de autorregresión vectorial con datos de panel se amplía para incluir términos de interacción como en Towbin y Weber (2013), a fin de permitir que los coeficientes de las variables internas varíen en forma determinística con las características estructurales del país (tasas de cambio fijas y flexibles), las características regionales (economías de América Latina y el Caribe y de otras regiones) y los distintos períodos de muestra (antes o después de la última caída de los términos de intercambio).

El modelo, que denota el vector de variables internas como  $y_t$  y el vector de variables exógenas como  $y_t^*$ , puede especificarse de la siguiente manera:

$$\begin{pmatrix} y_t^* \\ y_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} A_{11,i,t}(L) & 0 \\ B_{21,i,t}(L) & B_{22,i,t}(L) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{t-1}^* \\ y_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 0 & 0 \\ 0 & C_{22} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} I_t \\ X_{i,t} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} R_1 & 0 \\ R_2 & R_3 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{i,t}^* \\ \varepsilon_{i,t} \end{pmatrix}. \quad (3.1)$$

$$B_{pq,i,t} = A_{pq,i,t} + D_{pq,i,t} X_{i,t}. \quad (3.2)$$

La matriz  $R$  se calcula utilizando una factorización de Cholesky de la matriz de covarianza estimada de residuos de forma reducida del modelo de vectores autorregresivos. Como el análisis se concentra en los efectos de los shocks de los términos de intercambio, el orden de las variables en el vector de variables internas,  $y_p$  en el modelo de vectores autorregresivos estructurales no reviste importancia. Se supone que las innovaciones en los términos de intercambio tendrían un efecto rezagado en la demanda externa. Los resultados son robustos a ordenamientos alternativos del bloque externo (es decir, se asume que los shocks a los términos de intercambio afectan a la demanda externa en forma contemporánea).

La mecánica del ajuste ante shocks de los términos de intercambio se ilustra utilizando funciones impulso-respuesta condicionales y acumuladas, con un horizonte de ocho trimestres, del tipo de cambio efectivo real, la demanda interna y la balanza comercial. A fin de captar la importancia relativa del efecto de la reorientación del gasto en el proceso de ajuste externo tras una caída de los términos de intercambio, se formularon escenarios contrafácticos a una reducción no prevista de los términos de intercambio, manteniendo la respuesta del tipo de cambio efectivo real fija en todos los horizontes de pronóstico. Al comparar la función impulso-respuesta contrafáctica con la efectiva es posible cuantificar la importancia de la reorientación del gasto en el proceso de ajuste externo ante shocks de los términos de intercambio no previstos.

El vector  $y_t^*$  está dado por

$$y_t^* = \begin{pmatrix} DD_{i,t}^* \\ I_0 I_{i,t} \end{pmatrix}.$$

La variable  $DD_{i,t}^*$  denota el crecimiento intertrimestral del crecimiento del PIB real de las economías del G-7 y China (promedios

ponderados por la paridad de poder adquisitivo del PIB).  $T\theta T_{i,t}$  denota la primera diferencia logarítmica de los términos de intercambio (TOT, por sus siglas en inglés), definida como el precio relativo de las exportaciones en términos de las importaciones.

El vector de variables internas  $y_t$  está dado por

$$y_t = \begin{pmatrix} DD_{i,t} \\ REER_{i,t} \\ TB_{i,t} \end{pmatrix}.$$

Las variables  $DD$  y tipo de cambio efectivo real ( $REER$ , por sus siglas en inglés) denotan las primeras diferencias logarítmicas de la demanda interna final real y el tipo de cambio efectivo real basado en el índice de precios al consumidor (IPC) del país  $i$ , respectivamente.  $TB$  es la primera diferencia de la balanza comercial real del país  $i$  como proporción del PIB real.

Los datos de las cuentas nacionales se obtuvieron de Haver Analytics y el indicador del tipo de

cambio efectivo real basado en el IPC se obtuvo del Sistema de Notificaciones del FMI. Los datos de términos de intercambio para todos los países, excepto México, se obtuvieron de Haver Analytics. Los datos de términos de intercambio para México se obtuvieron del informe WEO del FMI.

Todas las variables están desestacionalizadas.

El panel incluye a los siguientes 38 países:

Argentina, Australia, Botswana, Brasil, Bulgaria, Canadá, Chile, Colombia, Corea, Costa Rica, Ecuador, Egipto, El Salvador, Estonia, Filipinas, Guatemala, Honduras, Hungría, India, Indonesia, Israel, Lituania, Macedonia, Malasia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Paraguay, Perú, Polonia, la República Checa, Rumania, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Turquía, Tailandia y Venezuela. El panel abarca el período comprendido entre 2000 y 2016 con una frecuencia trimestral. La clasificación del régimen cambiario se basa en el Informe anual sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias (AREAER, por sus siglas en inglés) de 2015.

## Anexo 3.2. Modelo de participación de las exportaciones

Los datos sobre el comercio están tomados de la base de datos estadísticos sobre el comercio de materias primas de las Naciones Unidas (Comtrade), descargada con líneas de productos en la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI, Revisión 2) con el nivel de agregación de cuatro dígitos para el período comprendido entre 1995 y 2015. Conforme a la bibliografía existente, en el capítulo se usan datos espejo sobre exportaciones, que se presentan como importaciones, costo, seguro y flete (c.i.f.) en los países de destino.

La participación de mercado del país  $i$  en las exportaciones mundiales del producto  $k$  de cuatro dígitos en el año  $t$  se define como:

$$S_{ikt} = \ln \frac{X_{ikt}}{\sum_{j \neq i} X_{jkt}}$$

El modelo estima la elasticidad entre la participación de mercado y el tipo de cambio efectivo rezagado. Las estimaciones de productos y regiones presentadas en los gráficos 3.10 y 3.11 utilizan términos de interacción para estimar la elasticidad de cada categoría  $C$ :

$$\Delta S_{ikt} = \alpha_{ik} + \alpha_t + \beta \Delta q_{i,t-1} + \beta_C I_C \Delta q_{i,t-1} + \varepsilon_{ikt}, \forall C,$$

donde  $I_C$  es una variable indicadora de las categorías de región y producto  $C$ , y  $q_{it}$  es el logaritmo natural del índice del tipo de cambio efectivo real presentado en el Sistema de Notificaciones del FMI. El índice es un promedio geométrico ponderado de los tipos de cambio bilaterales, deflactados por el IPC, en el que las ponderaciones asignadas a cada socio comercial se basan en vínculos comerciales directos y en la competencia indirecta. En el recuadro 3.3 y en Zanello y Desruelle (1997) se presentan descripciones del índice y de sus propiedades.

A fin de obtener elasticidades detalladas consistentes con el comportamiento agregado, los estimadores de mínimos cuadrados se ponderan en función de los valores del comercio.

Por ejemplo, para estimar las elasticidades de la categoría de producto  $(\beta + \hat{\beta}_C)$ , la ponderación asignada a cada par país-producto  $ik$  es la participación media del país en la exportación mundial del producto  $k$  entre 2009 y 2015. Del mismo modo, las elasticidades regionales se estiman ponderando cada par país-producto  $ik$  en función de su participación media en las exportaciones totales del país  $i$  entre 2009 y 2015.

El uso de datos de productos desagregados es fundamental para el análisis por dos razones. La primera es que da lugar al supuesto de que los precios en el numerador y el denominador de la variable dependiente se comportan de manera similar, de modo que la variable puede interpretarse como una cantidad relativa. La segunda razón es que es menos probable que el desempeño de las exportaciones de productos específicos influya en el tipo de cambio efectivo real de un país, lo que permite suponer que  $\Delta q_{i,t-1}$  es una variable exógena. Ese supuesto de exogeneidad está respaldado además por la relación rezagada. Adicionalmente, excluimos los pares producto-país que representan más del 15 por ciento de las exportaciones totales de un país.

Como es habitual en los estudios empíricos con datos desagregados de comercio, se imponen umbrales para excluir las observaciones pequeñas o altamente volátiles, que pueden deberse a errores de medición y que, de no excluirse, introducirían ruido en las estimaciones. En primer lugar, se excluyen los flujos comerciales pequeños, definidos como los pares país-producto de menos de USD 500.000 en un año determinado. En segundo lugar, se excluyen los flujos altamente volátiles, definidos como los pares país-producto con tasas de crecimiento del valor exportado que supera el 1.000 por ciento o se reduce más del 95 por ciento en un año determinado, o aquellos cuya cuota del mercado mundial está por debajo del primer percentil (-77 por ciento) o por encima del percentil 99 (+579 por ciento) de la distribución. En tercer lugar, se excluyen los países exportadores con población de menos de 1 millón de habitantes en 2010. Por último,

se excluyen los pares país-producto con flujos de exportaciones no faltantes de menos de 15 años entre 1995 y 2015. Los cuatro criterios excluyen aproximadamente al 10 por ciento de las observaciones disponibles y menos del 1 por

ciento del valor total de las exportaciones. La muestra de la estimación final incluye 134 países y 761 productos de cuatro dígitos, con un total de 716.325 observaciones en 35.117 grupos país-producto.

## Referencias

- Adler, G., N. E. Magud, y A. Werner. 2017. “Terms-of-Trade Cycles and External Adjustment”. IMF Working Paper 17/29, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Ahmed, Swarnali, Maximiliano Appendino y Michele Ruta. 2016. “Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports”. *B.E. Journal of Macroeconomics*, 17 (1): 1–24.
- Ahn, Jae Bin, Rui Mano y Jing Zhou. 2017. “Real Exchange Rate and External Balance: How Important Are Price Deflators?”. IMF Working Paper 17/81, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). 2017. “Ajustes externos: el rol de los precios”. En *Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe*. Washington, D.C., abril.
- Bems, Rudolfs, y Julian Di Giovanni. 2016. “Income-Induced Expenditure Switching”. *American Economic Review*, 106 (12): 3898–931.
- Burstein, Ariel, y Gita Gopinath. 2014. “International Prices and Exchange Rates”. *Handbook of International Economics*, 4: 391–451.
- Casas, Camila, Federico Diez, Gita Gopinath y Pierre-Olivier Gourinchas. 2016. “Dominant Currency Paradigm”. NBER Working Paper 22943, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2015. “Reaping the Benefits from Global Value Chains”. En *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, D.C., abril.
- . 2015. *Perspectivas regionales: Las Américas*. Washington, D.C., octubre.
- . 2016. *Perspectivas de la economía mundial*. Washington, D.C., octubre.
- . 2016. *Perspectivas regionales: Las Américas*. Washington, D.C., abril.
- . 2015. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, D.C.
- Freund, Caroline, y Martha Denisse Pierola. 2012. “Export Surges”. *Journal of Development Economics*, 97: 387–95.
- Friedman, Milton. 1953. “The Case for Flexible Exchange Rates”. En *Essays in Positive Economics*. Chicago: Chicago University Press.
- Graham, Frank, y Charles Whittlesey. 1934. “Fluctuating Exchange Rates, Foreign Trade and the Price Level”. *American Economic Review*, 24: 401–16.
- Leigh, Daniel, Weicheng Lian, Marcos Poplawski-Ribeiro, Rachel Szymanski, Viktor Tsyrennikov y Hong Yang. 2017. “Exchange Rates and Trade: A disconnect?” IMF Working Papers 17/58. Washington, D.C.
- Paravisini, Daniel, Veronica Rappoport, Philipp Schnabl y Daniel Wolfenzon. 2015. “Dissecting the Effect of Credit Supply on Trade: Evidence from Matched Credit-Export Data”. *Review of Economic Studies*, 82: 333–59.
- Raissi, Mehdi, y Volodymyr Tulin. 2015. “Price and Income Elasticity of Indian Exports: The Role of Supply-Side Bottlenecks”. IMF Working Paper 15/161, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Schmitt-Grohé, Stephanie, y M. Uribe. 2017. “How Important Are Terms-of-Trade Shocks?”. *International Economic Review*, actualmente en la imprenta.
- Towbin, Pascal, y Sebastián Weber. 2013. “Limits of Floating Exchange Rates: The Role of Foreign Currency Debt and Import Structure”. *Journal of Development Economics*, 101: 179–94.
- Zanello, Alejandro, y Dominique Desruelle. 1997. “A Primer on the IMF’s Information Notice System”. IMF Working Paper 97/71, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.



## 4. Factores determinantes de los flujos de capitales y el papel de la base inversora en América Latina

*Tras una década de fuertes entradas de capitales, América Latina experimenta ahora un crecimiento económico más débil y entradas de flujos financieros más atenuadas que acompañan el fin del superciclo de las materias primas. Los factores mundiales, muy especialmente los precios internacionales de las materias primas, tienen una fuerte asociación con los movimientos cíclicos de las entradas de capitales a los mercados emergentes. Esto es particularmente cierto en el caso de América Latina. Al mismo tiempo, factores estructurales específicos de cada país, tales como una buena gestión de gobierno y sólidos marcos institucionales y regulatorios, cumplen una función clave en atraer flujos de capitales en horizontes de más largo plazo. En cuanto a sus vulnerabilidades, los flujos de capitales en países con mercados financieros más profundos y bases inversoras internas amplias y estables muestran una menor sensibilidad a los shocks externos, mientras que una mayor presencia de inversores extranjeros y una mayor apertura de las cuentas de capital incrementan dicha sensibilidad. Otros aspectos de las políticas públicas, como la flexibilidad del tipo de cambio, también pueden mitigar las vulnerabilidades de los flujos de capitales hacia la región.*

Desde principios de los años 2000, América Latina experimentó una década de robusto crecimiento, estimulado en parte por los precios mundiales relativamente altos de las materias primas, que solo fue interrumpido brevemente por la crisis financiera mundial. Este auge de la actividad económica, combinado con una mayor integración financiera con el resto del mundo, estuvo acompañado de un aumento de los flujos de capitales hacia la región. Las entradas de capitales proporcionaron un amplio financiamiento y redujeron los costos de endeudamiento, contribuyendo al financiamiento

de las actividades de inversión en esas economías (Magud y Sosa, 2015). Sin embargo, a pesar de sus beneficios, este aumento de la exposición de los países latinoamericanos a las condiciones de financiamiento externo y a la evolución de los mercados mundiales también ha planteado desafíos.

Ante el reequilibramiento del crecimiento que está en curso en China y el fin del superciclo de las materias primas, varias economías latinoamericanas enfrentan una menor demanda externa (capítulo 3). Al mismo tiempo, los flujos de capitales hacia la región ya han comenzado a disminuir visiblemente, aunque han sido relativamente fuertes y resistentes en comparación con lo ocurrido en otras regiones de mercados emergentes.

En un contexto de perspectivas de crecimiento interno más débiles y una demanda externa vacilante, una mayor incertidumbre acerca de las políticas mundiales y una normalización monetaria más rápida de lo esperado en Estados Unidos (capítulo 1), resulta crucial comprender la dinámica de los flujos de capitales hacia la región, y hacia los mercados emergentes en general. En particular, ¿cuáles son los principales factores determinantes de los flujos de capitales en las economías de mercados emergentes? ¿Son esos flujos impulsados principalmente por factores mundiales (“de empuje”) o más bien por factores propios de los países (“de atracción”)”? ¿Son estos factores mayormente de carácter cíclico o estructural? ¿Es América Latina en algún sentido diferente de otras regiones de mercados emergentes? Dadas las vulnerabilidades ampliamente documentadas de los mercados emergentes a los shocks externos, ¿actúan la composición de la base inversora y las características de los mercados financieros internos como factores de mitigación (o amplificación) de la sensibilidad de los flujos de capitales a tales shocks? En este capítulo se

Preparado por Carlos Caceres, Carlos Gonçalves y Galen Sher, con una excelente asistencia de Genevieve Lindow en la investigación. Véanse más detalles técnicos en Caceres *et al.* (de próxima publicación a, b). Carolina Osorio Buitrón aportó datos sobre los shocks monetarios en Estados Unidos.

hace un balance de la situación, y se abordan estos importantes interrogantes, incluidas sus consecuencias para las políticas públicas.

## Antecedentes y contexto

Desde principios del corriente siglo, los flujos de capitales en los mercados emergentes han experimentado importantes fluctuaciones. En algunas de las mayores economías de América Latina —Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay, “AL-7”— las entradas de capital brutas aumentaron, en promedio, de alrededor de cero a principios de los años 2000 a un significativo 9 por ciento del PIB al inicio de la crisis financiera mundial (gráfico 4.1, panel 1)<sup>1</sup>. Tras una fuerte pero breve caída durante la crisis, las entradas brutas a la región se mantuvieron robustas (cerca de sus niveles anteriores a la crisis) hasta fines de 2014. Ese período marcó el final del superciclo de las materias primas, y al mismo tiempo las entradas brutas a la región comenzaron a atenuarse.

En otras regiones de mercados emergentes, las entradas de capitales crecieron de manera similar hasta la crisis financiera mundial (gráfico 4.1, panel 2). Sin embargo, la recuperación de las entradas brutas después de la crisis fue más moderada que la observada en América Latina. Más recientemente, las entradas de capitales a América Latina han demostrado ser más resistentes y fuertes que las dirigidas a otras regiones, incluso después del fin del superciclo de las materias primas<sup>2</sup>.

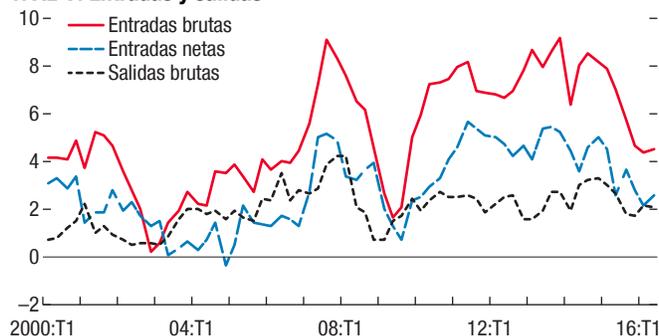
Dos aspectos importantes han caracterizado los flujos de capitales en los mercados emergentes

<sup>1</sup>Las entradas de capitales brutas se definen como las compras netas de activos internos por agentes no residentes, mientras que las salidas de capitales brutas se relacionan con las compras netas de activos extranjeros por parte de agentes nacionales. Los flujos brutos totales incluyen flujos de inversión extranjera directa (IED), de cartera, de otras inversiones y derivados. Los flujos de capitales netos se definen como la diferencia entre entradas y salidas de capitales brutas.

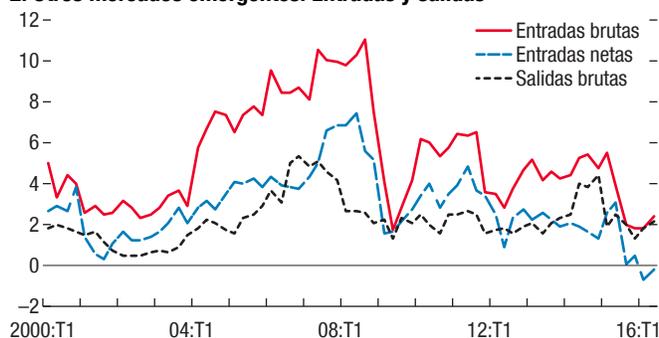
<sup>2</sup>Pese a la fortaleza y resistencia observada recientemente, desde 2000 los países de América Latina recibieron menos entradas de capitales, en promedio, que otros mercados emergentes. Las entradas brutas y netas a la región representaron en promedio 5 por ciento y 2½ por ciento del PIB, respectivamente, durante ese período, frente a 7 por ciento y 3½ por ciento del PIB en otros mercados emergentes.

**Gráfico 4.1. Flujos de capitales en los mercados emergentes**  
(Porcentaje del PIB tendencial; mediana)

### 1. AL-7: Entradas y salidas



### 2. Otros mercados emergentes: Entradas y salidas



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos *Balance of Payments Statistics Yearbook*; base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; Otros mercados emergentes = Albania, Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, China, Croacia, Egipto, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Kazajstán, Kenya, Malasia, Marruecos, Nigeria, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Vietnam.

durante este período. Primero, las entradas brutas y las salidas brutas muestran una fuerte correlación positiva a través del tiempo. Es decir, las salidas brutas tienden a aumentar cuando aumentan las entradas brutas, y a caer cuando caen estas últimas. Dicho de otra manera, las variaciones de las entradas y salidas brutas tienden a seguir la misma dirección y por ello estos flujos tienden a compensarse entre sí, en cierta medida. Segundo, la magnitud de las entradas brutas es en general significativamente mayor que la registrada por las salidas brutas, a pesar del aumento moderado de estas últimas en años recientes. De ahí que las salidas brutas cumplen solo un papel parcial de compensación frente a las entradas brutas, y en términos contables, las entradas netas

**Cuadro 4.1. Correlaciones cruzadas de los flujos de capitales en economías de mercados emergentes seleccionadas**  
(Porcentaje del PIB tendencial)

	Entradas netas								
	1990–2016			1990–2002			2003–16		
	AL-5	AL-7	OME	AL-5	AL-7	OME	AL-5	AL-7	OME
Entradas brutas	0,59	0,71	0,77	0,70	0,80	0,91	0,51	0,66	0,75
Salidas brutas	-0,31	-0,19	-0,03	-0,10	0,09	-0,20	-0,47	-0,37	-0,04
Subcomponentes:									
Entradas de IED netas	0,28	0,40	0,68	0,37	0,33	0,36	0,20	0,47	0,75
Entradas de cartera netas	0,61	0,60	0,31	0,40	0,42	0,39	0,74	0,71	0,29
Otras entradas netas	0,55	0,61	0,74	0,65	0,70	0,81	0,46	0,54	0,73
	Entradas brutas								
	1990–2016			1990–2002			2003–16		
	AL-5	AL-7	OME	AL-5	AL-7	OME	AL-5	AL-7	OME
Salidas brutas	0,59	0,56	0,61	0,64	0,67	0,23	0,51	0,46	0,64
Subcomponentes:									
Entradas de IED brutas	0,67	0,55	0,84	0,73	0,52	0,48	0,60	0,56	0,87
Entradas de cartera brutas	0,51	0,55	0,36	0,37	0,45	0,52	0,65	0,66	0,33
Otras entradas brutas	0,62	0,72	0,80	0,66	0,77	0,76	0,58	0,66	0,81
	Salidas brutas								
	1990–2016			1990–2002			2003–16		
	AL-5	AL-7	OME	AL-5	AL-7	OME	AL-5	AL-7	OME
Subcomponentes:									
Salidas de IED brutas	0,56	0,42	0,72	0,76	0,62	0,38	0,45	0,33	0,73
Salidas de cartera brutas	0,82	0,71	0,47	0,82	0,66	0,39	0,83	0,73	0,47
Otras salidas brutas	0,70	0,77	0,73	0,82	0,82	0,87	0,62	0,75	0,71

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; IED = inversión extranjera directa; OME (otros mercados emergentes) = Albania, Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, China, Croacia, Egipto, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Kazajistán, Kenya, Malasia, Marruecos, Nigeria, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Vietnam.

tienden a estar impulsadas por las entradas brutas. Dado el papel predominante de las entradas brutas en relación con las salidas brutas, parte del análisis de este capítulo se concentra en las primeras.

Estas observaciones son aplicables a todas las regiones de mercados emergentes, y pueden documentarse no solo desde el comienzo del siglo actual sino también durante los años noventa y períodos anteriores (cuadro 4.1)<sup>3</sup>.

### Comportamiento cíclico común de los flujos de capitales

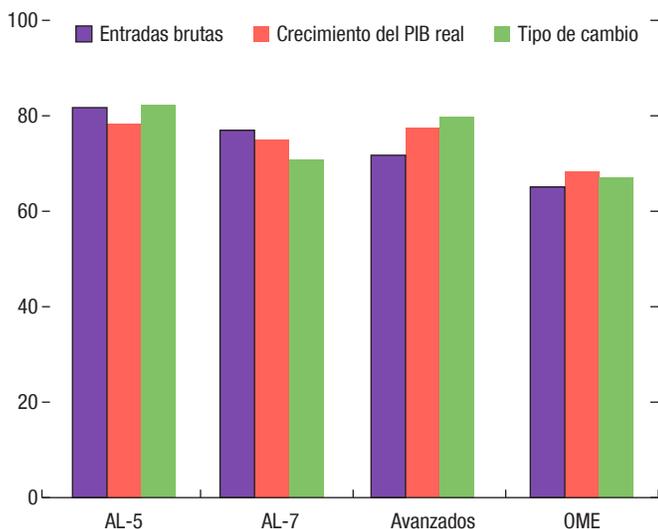
Otro aspecto interesante de las entradas de capitales es que, aun cuando varían sustancialmente a lo largo del tiempo, esta

variación temporal es, en líneas generales, similar entre un país y otro. En este sentido, estos ciclos de los flujos de capitales están sincronizados entre los diversos países. Esto es particularmente cierto respecto de los países del grupo “AL-5”, a saber, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú (gráfico 4.2). Esta variación cíclica común de las entradas de capitales probablemente se debe a la variación cíclica común en las condiciones macroeconómicas y financieras subyacentes de cada país (capítulo 3 de la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*).

Concentrando ahora el análisis en los países de AL-7 a título individual, es interesante señalar que las entradas de capitales en Brasil y México —las dos mayores economías de la región— tienden a seguirse entre sí (y a la mediana del grupo AL-7) estrechamente (gráfico 4.3, panel 1). Países como Chile, Colombia y Perú también tienden a exhibir, en líneas generales, el mismo comportamiento

<sup>3</sup>Véanse más detalles en Broner *et al.* (2013).

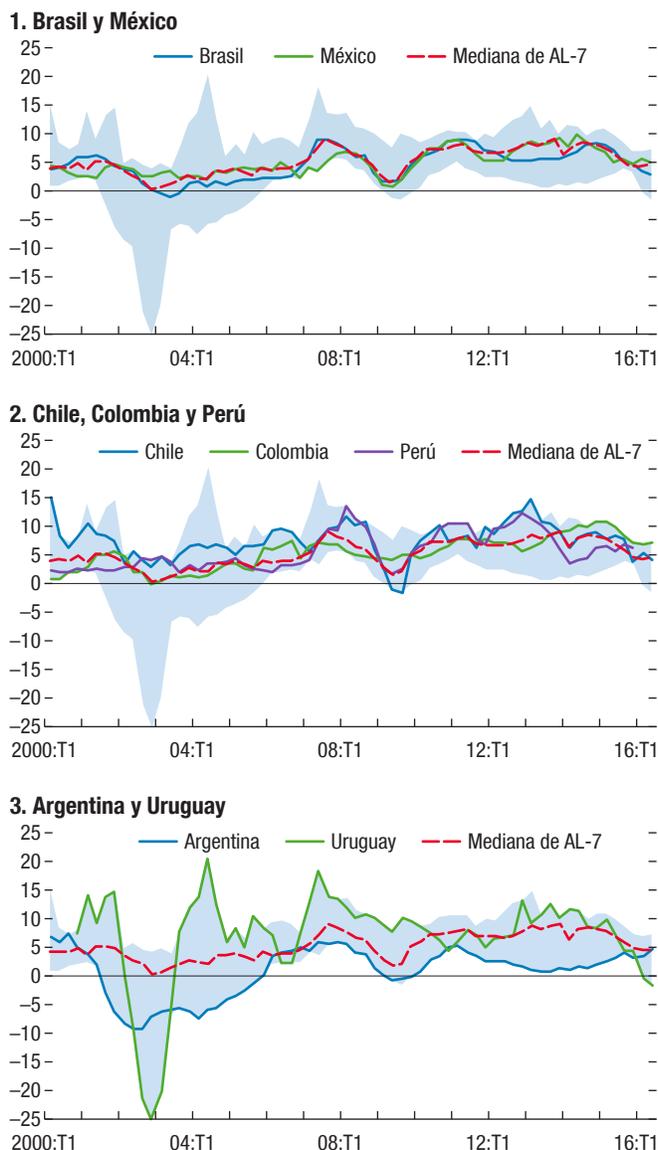
**Gráfico 4.2. Sincronicidad de las entradas de capitales, crecimiento interno y tipos de cambio entre los países**  
(Primer componente principal, proporción porcentual explicada)



Fuentes: FMI, base de datos *Balance of Payments Statistics Yearbook*; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: En el caso del tipo de cambio, todos los países de la zona del euro se tratan como una única entidad. AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay. Avanzados = Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, RAE de Hong Kong, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Letonia, Noruega, Nueva Zelandia, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia, Suiza; OME (otros mercados emergentes) = Albania, Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, China, Croacia, Egipto, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Kazajstán, Kenya, Malasia, Marruecos, Nigeria, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Vietnam.

cíclico (gráfico 4.3, panel 2). No obstante, en Chile las entradas de capitales en relación con el tamaño de la economía han sido mayores, en promedio, que las registradas por los demás países de la región. Por último, las entradas de capitales a Argentina y Uruguay se caracterizan por un mayor grado de volatilidad que el observado en los otros cinco países del grupo AL-7 (gráfico 4.3, panel 3). En particular, ambos países experimentaron una caída significativa de las entradas de capitales a principios de la década de 2000 (durante la crisis de Argentina). Sin embargo, los flujos de capitales hacia Uruguay experimentaron un fuerte repunte tras la crisis de Argentina, mientras que los dirigidos a Argentina se mantuvieron alicaídos durante la mayor parte del siguiente decenio.

**Gráfico 4.3. AL-7: Entradas brutas**  
(Porcentaje del PIB tendencial)



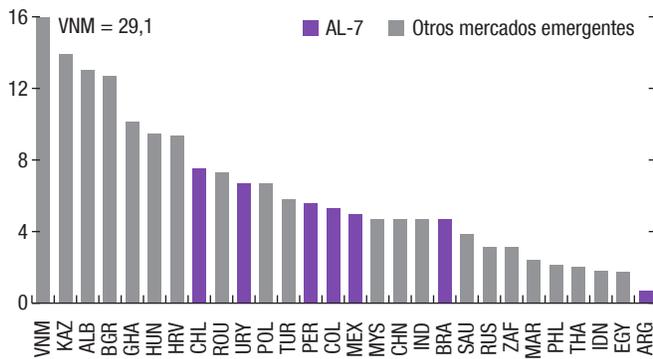
Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos *Balance of Payments Statistics Yearbook*; base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Las áreas sombreadas denotan el mínimo y máximo de la muestra de AL-7. AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay.

## Diferencias estructurales de los flujos de capitales

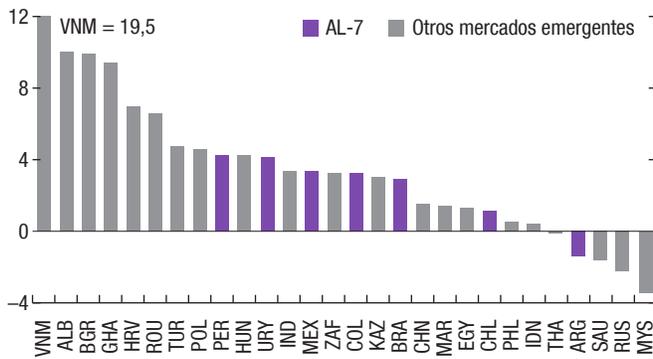
Además de su variación a lo largo del tiempo, las entradas de capitales varían sustancialmente entre un país y otro. En particular, el nivel promedio de las entradas de capitales (en relación con el

**Gráfico 4.4. Entradas promedio, 2000–16**  
(Porcentaje del PIB tendencial)

### 1. Entradas brutas



### 2. Entradas netas



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos *Balance of Payments Statistics Yearbook*; base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: En las leyendas de datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay.

tamaño de la economía) atraídas por los diferentes mercados emergentes varía sustancialmente según los países (gráfico 4.4). Por ejemplo, desde 2000, las entradas brutas en países como Albania, Bulgaria, Kazajstán y Vietnam ascendieron en promedio a más de 12 por ciento del PIB, mientras que esa cifra fue inferior al 2 por ciento en países tales como Argentina, Egipto e Indonesia. En el caso de los países de AL-7, Chile recibió la mayor cantidad de entradas de capitales brutas, equivalentes en promedio a 7½ por ciento del PIB desde 2000, mientras que las entradas brutas a Argentina representaron en promedio ¾ por ciento del PIB durante ese período.

Esta significativa heterogeneidad entre los países indicaría que hay importantes características de evolución paulatina o estructurales propias de

cada país que hacen que algunos países sean más atractivos que otros para los inversores en períodos más extensos que el ciclo económico habitual.

Es interesante destacar que la variación de las entradas de capitales entre las economías de mercados emergentes es al menos tan grande como la que registran esas entradas a lo largo del tiempo (cuadro 4.2)<sup>4</sup>. La importancia relativa de la variación “entre” países parece estar determinada en general por las otras regiones de mercados emergentes incluidas en la muestra. Esto hace pensar que las variables cíclicas podrían cumplir un papel más importante para explicar los flujos de capitales en América Latina que en otros mercados emergentes<sup>5</sup>.

## Subcomponentes de los flujos de capitales

Los flujos de capitales brutos y netos pueden descomponerse en inversión extranjera directa (IED), flujos de cartera y flujos de “otras inversiones”<sup>6,7</sup>. La importancia de las entradas brutas frente a las salidas brutas y el comovimiento entre los diferentes tipos de flujos también se reflejan en estos subcomponentes de los flujos de capitales (gráfico 4.5 y cuadro 4.1). No obstante, y pese a su comovimiento cíclico relativamente fuerte, estos subcomponentes también presentan algunas singularidades. Primero, las entradas de IED en los mercados emergentes son visiblemente mayores en relación con las entradas de cartera y de otras inversiones. Por ejemplo, en los países de AL-7, las entradas de IED representaron en

<sup>4</sup>Por ejemplo, el 43 (47) por ciento de la variación en las entradas brutas (netas) a los mercados emergentes es atribuible a la variación “dentro” de los países (a través del tiempo), mientras que 36 (41) por ciento es atribuible a la variación “entre” países (promedio en el tiempo).

<sup>5</sup>Por ejemplo, en el caso de las economías de Europa y Asia, la variación “dentro de” (“entre”) los países representa 56 (7) por ciento y 18 (82) por ciento, respectivamente, del total de la variación en las entradas de capitales a estas economías. Por lo tanto, es probable que la importancia de los factores cíclicos para, por ejemplo, las economías de Asia sea considerablemente inferior que para las de América Latina.

<sup>6</sup>En el caso de los países de la muestra, los flujos de “otras inversiones” incluyen principalmente préstamos y depósitos bancarios.

<sup>7</sup>En términos estrictos, los flujos totales también incluyen los derivados financieros, pero estos tienden a ser minúsculos en comparación con los flujos de IED, inversión de cartera y otras inversiones en el caso de los países de la muestra.

**Cuadro 4.2. Variación de datos entre países y a lo largo del tiempo**  
(Porcentaje)

	AL-5		AL-7		OME		ME	
	Variación “dentro”	Variación “entre”						
<b>Variables dependientes</b>								
Entradas netas	79	19	66	26	38	47	41	47
Entradas brutas	86	14	67	22	33	43	36	43
Entradas de IED	38	62	44	56	19	44	19	46
Entradas de cartera	93	6	77	22	56	18	61	18
Otras entradas de inversión	89	8	57	3	48	25	48	24
Salidas brutas	40	55	50	26	29	23	31	24
Salidas de IED	26	60	20	62	11	12	11	14
Salidas de cartera	30	65	34	55	29	42	29	44
Otras salidas de inversión	70	13	55	10	39	34	41	32
<b>Variables cíclicas</b>								
VIX (logaritmo)	100	0	100	0	100	0	100	0
Crecimiento del PIB real del G-7 (interanual)	100	0	100	0	100	0	100	0
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	100	0	100	0	100	0	100	0
Precio mundial de materias primas (logaritmo)	100	0	100	0	100	0	100	0
Diferencial de crecimiento del PIB real	78	19	76	8	62	34	63	28
Diferencial de tasas de interés a corto plazo	29	71	41	19	23	55	28	40
<b>Variables estructurales</b>								
Eficacia del gobierno	3	97	3	97	7	93	6	94
Calidad regulatoria	5	95	6	94	7	93	6	94
Control de la corrupción	3	97	3	97	9	91	6	94
Estado de derecho	2	98	2	98	6	94	5	95
Representación y rendición de cuentas	6	94	5	95	4	96	4	96
Estabilidad política	8	92	7	93	11	89	10	90
Riesgo político	15	85	20	80	17	83	17	83
Índice sintético de formas de gobierno	15	78	9	86	3	96	3	96
Tasa de impuesto sobre las sociedades	4	96	5	95	7	90	6	91
Calificación crediticia	40	60	26	74	22	61	23	63

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La variación ‘dentro’ se refiere a la proporción de la variación en los datos a lo largo del tiempo; la variación ‘entre’ se refiere a la variación en los datos entre países. AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; ME = mercados emergentes; OME (otros mercados emergentes) = Albania, Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, China, Croacia, Egipto, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Kazajistán, Kenya, Malasia, Marruecos, Nigeria, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Vietnam; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

promedio 3¾ por ciento del PIB desde 2000, mientras que esa cifra fue 1¼ por ciento y ¼ por ciento del PIB en el caso de las entradas de cartera y de otras inversiones, respectivamente.

Segundo, las entradas de inversión de cartera son relativamente más volátiles que las de IED en el caso de los mercados emergentes. Esto coincide con el hecho de que la proporción de variación de las entradas de cartera a lo largo del tiempo es marcadamente mayor que esa proporción entre los diversos países, mientras que lo contrario sucede en el caso de las entradas de IED (cuadro 4.2)<sup>8</sup>. Nuevamente, esta afirmación es particularmente

válida respecto de los países latinoamericanos, donde la variación “dentro” de los países en las entradas de cartera explica la mayor parte de la variación total en estos flujos.

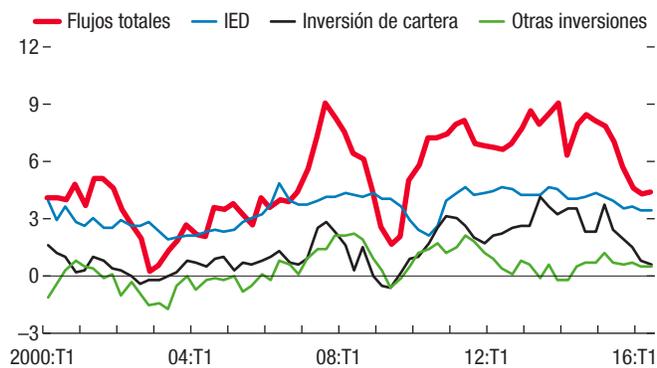
Por último, como en el caso de los flujos totales de capitales, los niveles medios de flujos de IED, inversión de cartera y otras inversiones varían significativamente de un país a otro (gráfico 4.6). Por ejemplo, las entradas brutas de IED en países como Bulgaria, Hungría o Vietnam representaron en promedio más de 9 por ciento del PIB desde 2000, mientras que esa cifra fue inferior al 1½ por ciento del PIB en Egipto e Indonesia (gráfico 4.6, panel 1). En el caso de los países de

<sup>8</sup>En el caso de los mercados emergentes, 61 por ciento de la variación en las entradas de inversión de cartera es atribuible a la variación “dentro” de los países (a través del tiempo), mientras que 18 por ciento es atribuible a la variación “entre” países (promedio

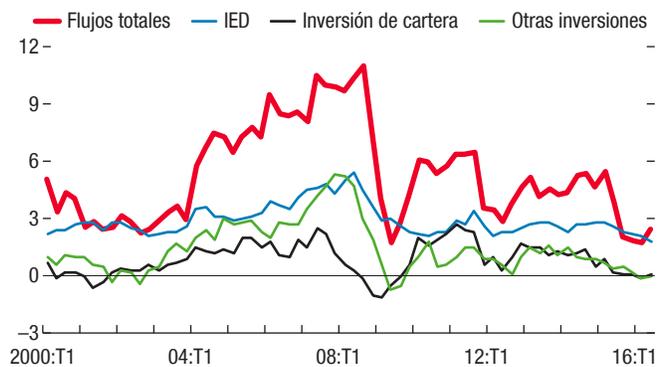
en el tiempo). En el caso de las entradas de IED a estos países, esas cifras son, respectivamente, 19 por ciento y 46 por ciento.

**Gráfico 4.5. Entradas brutas**  
(Porcentaje del PIB tendencial; mediana)

### 1. AL-7



### 2. Otros mercados emergentes



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos *Balance of Payments Statistics Yearbook*; base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; IED = inversión extranjera directa; Otros mercados emergentes = Albania, Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, China, Croacia, Egipto, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Kazajistán, Kenya, Malasia, Marruecos, Nigeria, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Vietnam.

AL-7, Chile y Uruguay, en ese orden, han sido los mayores receptores de entradas brutas tanto de IED como de inversión de cartera durante ese período, mientras que Argentina registró el monto más bajo en ambos tipos de flujos (gráfico 4.6, paneles 1 y 2).

En síntesis, existe una fuerte variación cíclica y estructural en los flujos de capitales. Para estudiar los factores mundiales y específicos de cada país que podrían estar determinando dichos flujos, en la siguiente sección se relacionan los flujos de capitales con esos factores. Se pone especial atención en comparar la experiencia de América Latina con la de otros mercados emergentes.

## Factores determinantes de los flujos de capitales

Siguiendo una vasta bibliografía sobre los factores determinantes de los flujos de capitales, separamos los principales factores entre los generales (de “empuje”) y los específicos de cada país (de “atracción”). A partir de las principales conclusiones de otros estudios (en particular, el capítulo 2 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) y los estudios reseñados en Koepke (2015), la especificación de modelo básica incluye las siguientes variables mundiales: un indicador de la aversión mundial al riesgo representada por el índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago (VIX); un indicador del crecimiento del producto mundial; las tasas de interés de Estados Unidos<sup>9</sup>, y un índice de los precios mundiales de las materias primas.

Las variables explicativas específicas de los países se separan entre las que pueden explicar la variación cíclica de los flujos de capitales y las que pueden explicar la variación estructural de dichos flujos. Mientras que todas las variables específicas de los países varían entre los diversos países y a través del tiempo, las caracterizadas como factores “cíclicos” tienden a mostrar una variación mucho mayor “dentro” de los países (a través del tiempo) que su variación “entre” países (promedio en el tiempo), y viceversa en el caso de los factores “estructurales” (cuadro 4.2).

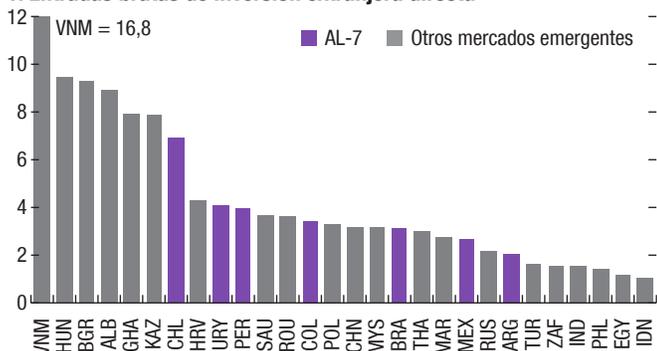
El modelo de regresión incluye el diferencial entre el crecimiento interno y el crecimiento mundial y el diferencial entre las tasas de interés nacionales y las tasas correspondientes de Estados Unidos para describir el comportamiento *cíclico* de los flujos de capitales, e indicadores de gestión de gobierno, calidad regulatoria, clima de negocios y riesgo político para explicar la variación *estructural* específica de los países en los flujos de capitales.

El modelo se estima utilizando técnicas estándar de datos de panel. En términos algebraicos, el modelo para la variación cíclica de los flujos de capitales es:

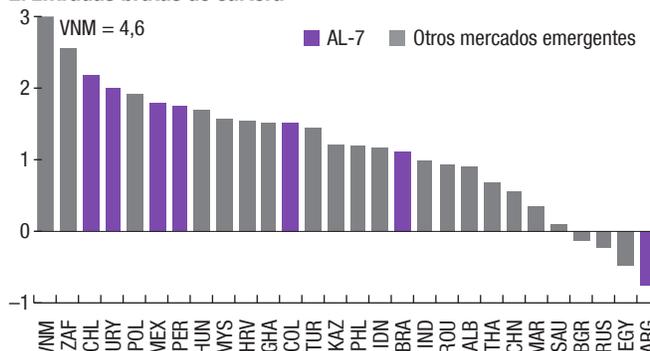
<sup>9</sup>Los principales resultados de la estimación son los mismos, en líneas generales, cuando se incluyen en la regresión las tasas de interés de Estados Unidos a corto plazo (3 meses) o a largo plazo (10 años) y su diferencia (“pendiente de la curva de rendimiento”).

**Gráfico 4.6. AL-7 y otros mercados emergentes: Entradas promedio, 2000–16**  
(Porcentaje del PIB tendencial)

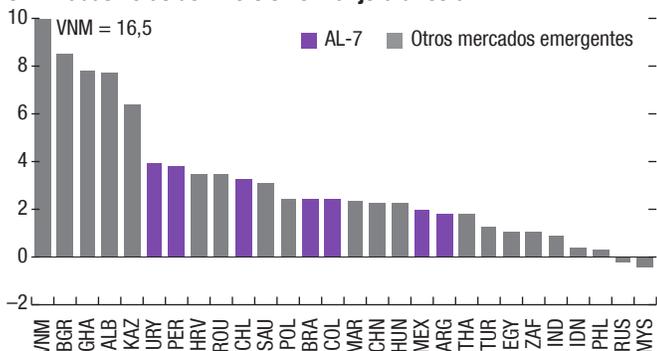
**1. Entradas brutas de inversión extranjera directa**



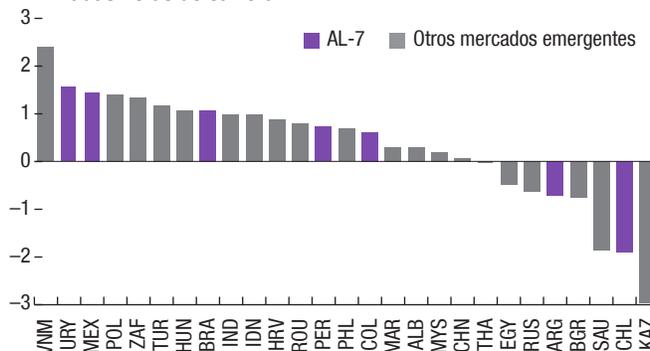
**2. Entradas brutas de cartera**



**3. Entradas netas de inversión extranjera directa**



**4. Entradas netas de cartera**



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos *Balance of Payments Statistics Yearbook*; base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: En las leyendas de datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay.

$$Y_{i,t} = a + \beta_1 G_t + \beta_2 C_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

donde  $Y_{i,t}$  denota el indicador de flujos de capitales de interés como porcentaje del PIB tendencial del país  $i$  en el tiempo  $t$ ;  $G_t$  y  $C_{i,t}$  son vectores que contienen los factores cíclicos generales y los específicos de cada país, respectivamente<sup>10</sup>,  $a$ ,  $\beta_1$  y  $\beta_2$  contienen los parámetros a ser estimados;  $\mu_i$  denota los efectos fijos no observados específicos de los países<sup>11</sup>, y  $\varepsilon_{i,t}$  es el término de error. El modelo se estima usando datos trimestrales, durante el período que va de 2000:T1 a 2016:T2.

<sup>10</sup>Para mitigar los problemas de endogeneidad, todas las variables específicas de los países se incluyen con un rezago en las regresiones.

<sup>11</sup>Se usan efectos fijos en el modelo respecto de la variación cíclica, en lugar de las variables estructurales específicas de los países, para minimizar cualquier posible sesgo en los parámetros  $\beta$  resultante de una variación omitida (no observada) entre los diversos países.

El modelo de la variación estructural en los flujos de capitales es:

$$\mu_i = \gamma + \rho Z_{i,t} + u_{i,t}$$

donde  $\mu_i$  es el término de efectos fijos del modelo cíclico,  $\gamma$  y  $\rho$  son parámetros a ser estimados,  $Z_{i,t}$  se refiere a un factor estructural específico del país. Dado el alto grado de multicolinealidad en los factores estructurales, estos se incluyen uno por uno en la regresión<sup>12</sup>.

El cuadro 4.3 presenta los resultados de la estimación de efectos fijos respecto de las entradas

<sup>12</sup>Se obtienen estimaciones similares para  $\rho$  utilizando una regresión agrupada de una etapa (mínimos cuadrados ordinarios), incluyendo estos indicadores estructurales específicos del país en lugar de los efectos fijos.

Cuadro 4.3. Resultados de la estimación: Modelo básico de especificación, efectos fijos, 2000–16

Variables	Entradas netas			Entradas brutas			Salidas brutas		
	AL-5 (1)	AL-7 (2)	OME (3)	AL-5 (4)	AL-7 (5)	OME (6)	AL-5 (7)	AL-7 (8)	OME (9)
<b>Factores mundiales</b>									
VIX (logaritmo)	1,557 (0,972)	1,480* (0,704)	0,644 (0,886)	1,230 (0,862)	0,987 (1,077)	0,795 (1,359)	-0,327 (0,309)	-0,493 (0,692)	0,155 (1,027)
Crecimiento del PIB real del G-7 (interanual)	0,308* (0,139)	0,131 (0,225)	0,346* (0,182)	0,509** (0,171)	0,368* (0,166)	-0,067 (0,442)	0,201 (0,188)	0,237 (0,161)	-0,417 (0,357)
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	-0,302* (0,133)	0,199 (0,363)	0,319 (0,293)	-0,083 (0,127)	0,214 (0,314)	1,129 (0,645)	0,219 (0,174)	0,015 (0,256)	0,815* (0,435)
Precio mundial de materias primas (logaritmo)	2,174** (0,755)	3,757** (1,403)	2,735*** (0,545)	4,182*** (0,387)	4,458** (1,354)	4,918*** (1,261)	2,008** (0,660)	0,701 (1,631)	2,214* (1,225)
<b>Factores específicos de los países</b>									
Diferencial del crecimiento del PIB real (rezagado)	0,096 (0,161)	-0,033 (0,107)	0,527*** (0,101)	0,055 (0,116)	0,073 (0,096)	0,560*** (0,118)	-0,041 (0,064)	0,107 (0,139)	0,034 (0,075)
Diferencial de tasas de interés a corto plazo (rezagado)	0,062 (0,211)	-0,061 (0,053)	0,013 (0,071)	-0,070 (0,129)	-0,080 (0,079)	0,026 (0,071)	-0,132 (0,086)	-0,019 (0,029)	0,014 (0,019)
Constante	-12,476 (5,942)	-19,507** (7,881)	-15,155*** (4,322)	-18,141** (4,352)	-19,244 (10,425)	-24,244** (9,338)	-5,665 (4,316)	0,262 (9,752)	-9,254 (8,409)
Observaciones	322	440	872	322	440	872	322	440	861
R-cuadrado	0,252	0,264	0,209	0,480	0,385	0,141	0,269	0,097	0,060
Número de países	5	7	15	5	7	15	5	7	15

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar robustos se muestran entre paréntesis. AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; G-7 = Grupo de los Siete; OME (otros mercados emergentes) = China, Croacia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

\* p &lt; 0,10; \*\* p &lt; 0,05; \*\*\* p &lt; 0,01.

y salidas brutas, así como las entradas netas, en el caso de los países latinoamericanos (tanto de AL-5 como de AL-7) y de otras economías de mercados emergentes. El cuadro del anexo 4.1 presenta los resultados correspondientes de la estimación respecto de las entradas brutas, incluidos los factores estructurales específicos de los países.

En líneas generales, los resultados obtenidos respecto de las entradas netas y brutas son en gran medida similares. Esto concuerda con la observación de que las entradas brutas son la principal fuente de cambio en las entradas netas. En cambio, las regresiones relacionadas con las salidas brutas difieren sustancialmente de las relativas a las entradas brutas o netas. Los factores mundiales y específicos de cada país en la regresión tienden a explicar menos la variación de las salidas brutas<sup>13</sup>, lo cual constituye una observación común en la bibliografía.

Al centrarse el análisis en las entradas de capital, un nivel más alto de los precios mundiales de las materias primas aparece fuertemente asociado con entradas más altas a todos los mercados emergentes (cuadro del anexo 4.1)<sup>14</sup>. De hecho, el carácter cíclico de los flujos de capital tiende a seguir bastante estrechamente el ciclo de los precios mundiales de las materias primas (gráfico 4.7)<sup>15</sup>. Un aumento del crecimiento mundial también parece generar entradas de capitales más elevadas, aunque la relación solo tiene significación estadística en el caso de las economías de América Latina.

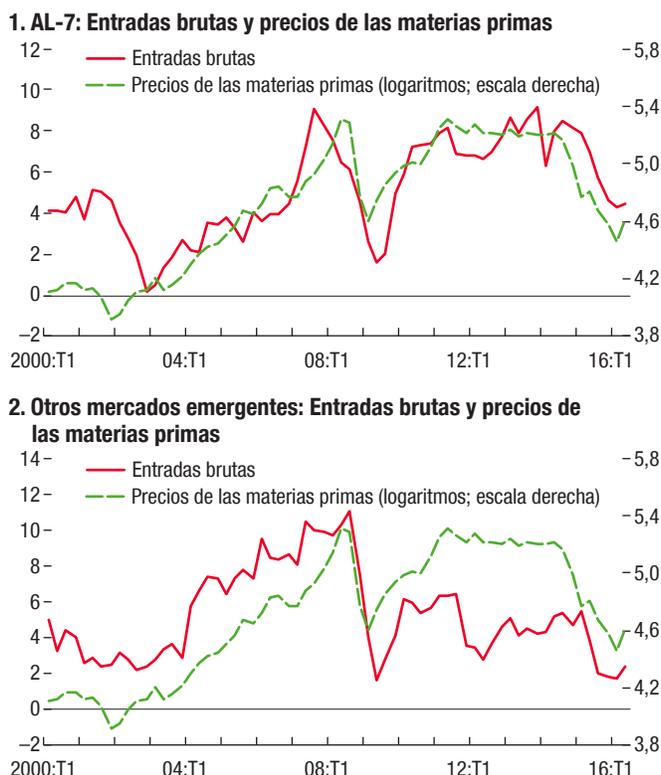
En esta especificación de modelo, el VIX y las tasas de interés de Estados Unidos no aparecen como fuertemente asociados con los flujos de

<sup>13</sup>La estadística *R* cuadrado en las regresiones de salidas brutas es menos de la mitad de la correspondiente estadística *R* cuadrado en las regresiones de entradas brutas.

<sup>14</sup>Este resultado es robusto al uso de índices alternativos de los precios mundiales de las materias primas, o si se usa la serie individual de precios mundiales del petróleo, el cobre o el mineral de hierro. También es robusto cuando se usa el residuo de la regresión de los precios de las materias primas sobre diferentes factores mundiales (incluido el crecimiento mundial y el de China) en lugar del índice de precios mundiales de las materias primas en sí.

<sup>15</sup>Se derivan observaciones similares si el índice de precios mundiales de las materias primas es reemplazado por el indicador de términos de intercambio de las materias primas de Gruss (2014), que utiliza ponderaciones específicas de los países.

**Gráfico 4.7. Entradas brutas y precios de las materias primas**  
(Porcentaje del PIB tendencial; mediana)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos *Balance of Payments Statistics Yearbook*; FMI, base de datos del sistema de precios de materias primas (Commodity Price System); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; Otros mercados emergentes = Albania, Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, China, Croacia, Egipto, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Kazajistán, Kenya, Malasia, Marruecos, Nigeria, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Vietnam.

capitales. Esto no necesariamente significa que las variaciones en el VIX o en las tasas de interés de Estados Unidos no tengan efecto alguno en las entradas de capitales, sino más bien que la mayor parte de su covariación con las entradas de capitales ya está explicada por los precios de las materias primas<sup>16</sup>. En líneas más generales, los precios mundiales de las materias primas podrían expresar cambios en otros factores, que por sí mismos tienen un impacto en las entradas de

<sup>16</sup>Por cierto, cuando se incluye individualmente el índice VIX como la única variable explicativa en el modelo de regresión, se observa que es estadísticamente significativo y que tiene el signo previsto (cuadro del anexo 4.2). Sin embargo, la inclusión del índice de precios mundiales de las materias primas como una variable explicativa adicional hace que sus coeficientes estimados ya no tengan significación estadística.

**Cuadro 4.4. Correlaciones cruzadas de factores mundiales seleccionados, 2000–16**

	Componente principal de entradas de capital en ME	Componente principal de precios de acciones en ME (logaritmo)	Precios mundiales de materias primas (logaritmos)	Tipo de cambio efectivo nominal de Estados Unidos (logaritmo)	Índice de precios de acciones S&P 500 (logaritmo)	VIX (logaritmo)	Tasas de interés a largo plazo de Estados Unidos	Crecimiento del PIB real del G-7	Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos
Componente principal de entradas de capital en ME	1								
Componente principal de precios de acciones en ME (logaritmo)	0,86***	1							
Precios mundiales de materias primas (logaritmos)	0,82***	0,93***	1						
Tipo de cambio efectivo nominal de Estados Unidos (logaritmo)	-0,75***	-0,86***	-0,93***	1					
Índice de precios de acciones S&P 500 (logaritmo)	0,58***	0,52***	0,34***	-0,1	1				
VIX (logaritmo)	-0,38***	-0,33***	-0,24*	0,19	-0,56***	1			
Tasas de interés a largo plazo de Estados Unidos	-0,31**	-0,60***	-0,61***	0,49***	-0,43***	0,11	1		
Crecimiento del PIB real del G-7	0,30**	-0,09	-0,15	0,18	0,33***	-0,49***	0,29**	1	
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	0,05	-0,36***	-0,44***	0,41***	-0,1	-0,11	0,84***	0,40***	1

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar robustos se muestran entre paréntesis. G-7 = Grupo de los Siete; ME = mercados emergentes; S&P = Standard and Poor's; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

\*  $p < 0,10$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

capitales a las economías de mercados emergentes. Por ejemplo, los precios de las materias primas podrían reaccionar con mayor rapidez a los cambios en las tendencias económicas mundiales y reflejarlas más rápidamente que, por ejemplo, los indicadores del PIB mundial.

Dicho de otro modo, los precios mundiales de las materias primas podrían ser la mejor variable para captar el ampliamente documentado “ciclo financiero mundial” o para captar factores de demanda mundial<sup>17</sup>, los cuales influyen en el comportamiento cíclico de los flujos de capitales en los mercados emergentes (recuadro 4.1)<sup>18</sup>. De hecho, el análisis evidencia que, a pesar de la alta

correlación cruzada entre las variables mundiales, los precios mundiales de las materias primas muestran la mayor correlación con el componente principal de las entradas de capitales y de los precios de los activos en los mercados emergentes (cuadro 4.4). Sin embargo, esto parece ser una característica particular del último superciclo de las materias primas que comenzó a principios de la década de 2000<sup>19</sup>. En los años noventa, por ejemplo, el índice VIX era una mejor variable para captar el “ciclo financiero mundial” en relación con los flujos de capital en los mercados emergentes.

Volviendo ahora al período más reciente (2000 en adelante), en el que los precios de las materias primas estuvieron fuertemente relacionados con el ciclo financiero mundial, las decisiones de inversión en América Latina parecen estar influenciadas por los precios de las materias primas tanto en los

<sup>17</sup>Rey (2015) documenta la existencia de un “ciclo financiero mundial” en los flujos de capitales, los precios de los activos y el crecimiento del crédito. Además, este ciclo financiero mundial no se alinea necesariamente con las condiciones macroeconómicas específicas de los países.

<sup>18</sup>Los capítulos 1 y 2 de la edición de abril de 2017 del informe WEO documentan el papel importante del crecimiento en China —y las consiguientes fluctuaciones en los precios de las materias primas— como impulsor clave del desempeño económico en los mercados emergentes, especialmente en los países exportadores de materias primas.

<sup>19</sup>De hecho, el papel de los precios de las materias primas como explicación de los flujos de capitales desde comienzos de los años 2000 probablemente se deriva de su papel como indicador de alta frecuencia de la demanda mundial (véanse el recuadro 4.1 y Ghosh *et al.*, 2014).

sectores productivos de esos bienes como en los demás (recuadro 4.2). En este contexto, los precios de las materias primas podrían ser un presagio de mejores perspectivas para los sectores relacionados con esos bienes, pero también un signo de mejores condiciones macroeconómicas y financieras en términos más generales.

Con respecto al componente cíclico de las entradas de capitales, el diferencial entre las tasas de interés internas y las mundiales no parece incidir con fuerza en las entradas de capitales. Sin embargo, el diferencial del crecimiento interno en relación con el crecimiento mundial presenta una fuerte asociación positiva con las entradas de capitales pero solo en el caso de otras economías de mercados emergentes, no de América Latina<sup>20,21</sup>. Si la muestra se divide entre los países que exportan materias primas y los que no, el grupo de países exportadores de materias primas obtiene resultados similares a los de América Latina en cuanto a la importancia del diferencial de crecimiento interno<sup>22,23</sup>.

Los factores estructurales específicos de cada país parecen tener un impacto significativo en el atractivo relativo que tienen los mercados emergentes para los inversores internacionales. En particular, los países con gobiernos más eficientes, mejor calidad regulatoria y un control más estricto de la corrupción tienden a atraer más entradas de capitales en relación con el tamaño de su economía. Análogamente, los países con mayor estabilidad

<sup>20</sup>En general, se observó que los principales resultados eran robustos al uso de leves variaciones del modelo de especificación básica. En particular, se obtuvieron resultados similares al usar vencimientos diferentes de las tasas de interés nacionales y mundiales, al reemplazar el crecimiento efectivo interno y mundial con sus variables homólogas “esperadas”, y al incluir todas las variables contemporáneamente o con rezagos. Véanse más detalles en Caceres *et al.* (de próxima publicación).

<sup>21</sup>Cuando el diferencial de crecimiento interno se incluye en forma individual, se observa que su coeficiente estimado es significativo — con el signo esperado— en el caso de todos los mercados emergentes (cuadro del anexo 4.2). Sin embargo, la introducción de los precios de las materias primas en la regresión hace que ese coeficiente deje de tener significación estadística en el caso de los países de América Latina.

<sup>22</sup>Véanse más detalles en Caceres *et al.* (de próxima publicación, b).

<sup>23</sup>Esto no resulta llamativo dada la importante presencia de países exportadores de materias primas en el grupo AL-7, mientras que los países del grupo “otros mercados emergentes” no son en general exportadores de estas materias primas.

política, menor riesgo político<sup>24</sup>, instituciones democráticas más arraigadas y mecanismos políticos de rendición de cuentas también tienden a atraer niveles más altos de entradas de capitales.

Las estimaciones indican que, controlándose el efecto de otros factores, un aumento del nivel promedio de los países de AL-7 en cualquiera de los indicadores que miden la eficacia del gobierno, la calidad regulatoria, el control de la corrupción o la vigencia del estado de Derecho desde los niveles actuales al promedio correspondiente a las economías avanzadas generaría un aumento sostenido de las entradas de capitales equivalente a alrededor de 1½ por ciento–1¾ por ciento del PIB. Aun si se analiza el impacto *dentro* de las economías de América Latina, un mejoramiento de los factores subyacentes recogidos por estos indicadores desde sus niveles actuales en países como Brasil, Colombia y Perú a los niveles observados en Chile elevaría sus niveles de entradas de capitales en alrededor de 1½ por ciento–2 por ciento del PIB. En el caso de Argentina, esa cifra podría ascender hasta 3 por ciento del PIB. Esto explica en gran medida por qué las entradas de capitales brutas a Chile desde el año 2000 han sido, en promedio, un 2¾ por ciento del PIB más altas que en los otros países del grupo AL-7.

Además, la aplicación de tasas internas más bajas del impuesto sobre las sociedades parece ser un mecanismo eficaz para atraer mayores niveles de entradas de capitales. Los países con calificaciones crediticias más elevadas también parecen atraer más entradas de capitales<sup>25</sup>. Aunque no son estrictamente una variable de política, las calificaciones crediticias reflejan en cierta medida decisiones de políticas públicas y la credibilidad de los marcos correspondientes.

Por último, al observar más detenidamente los resultados de la regresión respecto de algunos de

<sup>24</sup>Nuestro indicador de riesgo político, obtenido de la base de datos de la Guía internacional sobre riesgo país, es un índice en el cual valores más altos denotan un menor riesgo político.

<sup>25</sup>De hecho, una serie de inversionistas institucionales usan reglas internas que rigen la elegibilidad de potenciales activos de inversión sobre la base de calificaciones crediticias elaboradas por terceros.

los principales subcomponentes de los flujos de capitales —flujos de IED e inversión de cartera— es posible extraer conclusiones adicionales (cuadro del anexo 4.3). Primero, los factores mundiales y, en términos más amplios, los factores cíclicos parecen estar fuertemente asociados con las entradas de inversión de cartera. Esto no es realmente así en el caso de las entradas de IED, donde la única excepción es la asociación positiva entre los precios de las materias primas y las entradas de IED a las economías de América Latina solamente. Esto es congruente con el hecho de que los flujos de cartera (y de otras inversiones) muestran una mayor variación “dentro” de los países en comparación con los flujos de IED (cuadro 4.2). Segundo, las variables estructurales específicas de los países parecen ser factores importantes a la hora de explicar los cambios más paulatinos en las entradas de capitales respecto de todos los principales subcomponentes (IED, inversión de cartera y otras inversiones) de los flujos de capitales. Dicho de otro modo, los factores institucionales cumplen un papel clave para atraer todo tipo de flujos a los mercados emergentes.

En resumen, los factores mundiales parecen ser un importante determinante del componente *cíclico* de las entradas de capitales en los mercados emergentes, mientras que los factores institucionales específicos de cada país son determinantes clave del componente *estructural* de esos flujos.

## Pruebas de robustez

La correlación parcial estimada entre una variable explicativa dada y los flujos de capitales dependería de manera crucial de qué otras variables estén incluidas en el modelo de estimación. Como sucede con los estudios empíricos sobre el crecimiento, sin embargo, la teoría económica existente no es suficientemente explícita acerca de qué variables explicativas deberían incluirse en la regresión de los flujos de capitales. Por ello, diferentes investigadores empíricos tienden a investigar modelos diferentes, y sus observaciones podrían estar determinadas por esas elecciones un tanto arbitrarias.

Para mitigar este sesgo potencialmente importante de selección del modelo en nuestros coeficientes estimados, diseñamos un procedimiento sencillo inspirado en Sala-i-Martin (1997). Esencialmente, consideramos variables explicativas potenciales que son generalmente utilizadas en los estudios, y luego estimamos regresiones de efectos fijos usando un indicador dado de los flujos de capitales como variable dependiente sobre las posibles combinaciones de esas variables explicativas<sup>26,27</sup>. Para cada variable, resumimos los coeficientes estimados sobre una variable particular (y sus niveles de significación) en un histograma. Las variables cuyos coeficientes son robustamente más significativos tenderían a estar concentradas a la derecha (izquierda) de la línea de “coeficiente igual a cero” cuando la variable tiene una relación positiva (negativa) con los flujos de capitales. En cambio, las variables que no son a menudo significativas entre diferentes modelos probablemente atraigan coeficientes cercanos a cero.

El gráfico 4.8 muestra el histograma de todos los coeficientes estimados entre todos los modelos respecto de las cuatro variables mundiales que figuran en nuestro modelo básico de especificación: los precios mundiales de las materias primas, el índice VIX, el crecimiento del PIB mundial y las tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos<sup>28</sup>. En el caso de los precios mundiales de las materias primas, la mayoría de los coeficientes estimados son positivos, lo cual confirma su fuerte asociación con las entradas de capitales tanto en América Latina como en otras regiones de mercados emergentes (gráfico 4.8, panel 1). De hecho, en el caso de los países latinoamericanos, se observa que todos los coeficientes estimados relacionados con los precios mundiales de las materias primas son

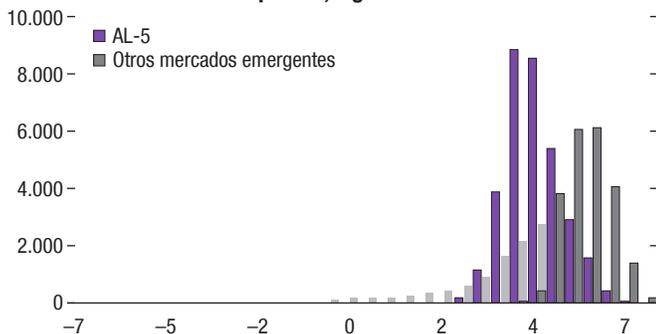
<sup>26</sup>En este caso, hemos recopilado datos sobre 15 potenciales variables, enumeradas en el cuadro 4.5, que dan lugar a más de 32.000 modelos posibles.

<sup>27</sup>Este esquema particular de estimación es adecuado para probar la robustez de los factores cíclicos (con una variación relativamente alta “dentro” de una muestra), pero no la de los factores estructurales (con una variación “entre” muestras relativamente alta) cuyo efecto sería recogido en su mayor parte por el término de efectos fijos.

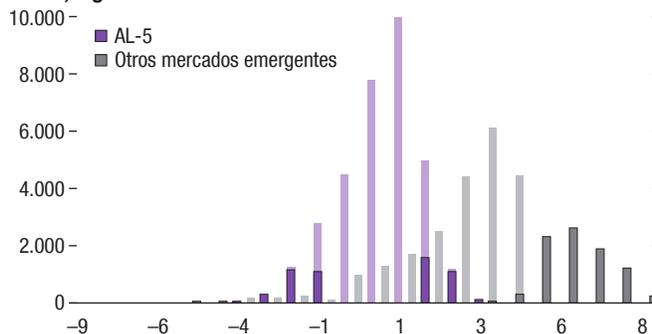
<sup>28</sup>Véanse en Cáceres *et al.* (de próxima publicación, b) los histogramas sobre todas las demás variables.

**Gráfico 4.8. Distribución de los coeficientes estimados entre modelos**  
(Frecuencia)

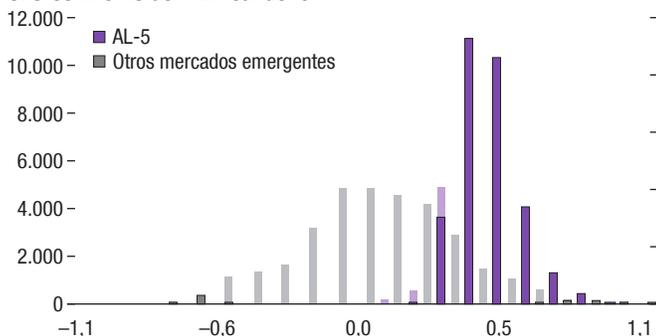
**1. Precios de las materias primas, logaritmos**



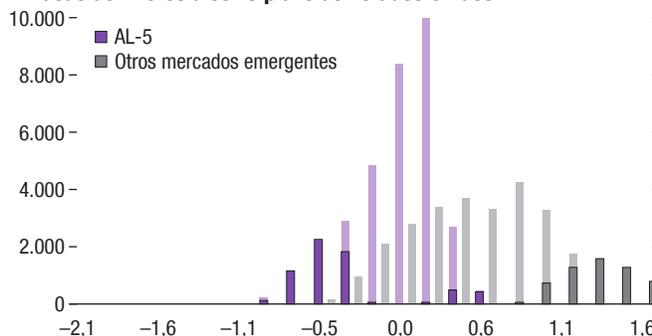
**2. VIX, logaritmo**



**3. Crecimiento del PIB real del G-7**



**4. Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La altura de las barras denota los números totales de coeficientes en cada intervalo. De estos, las barras sólidas oscuras denotan los números de coeficientes que son estadísticamente significativos al nivel de confianza de 1 por ciento. AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; G-7 = Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido; OME (otros mercados emergentes) = Albania, Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, China, Croacia, Egipto, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Kazajistán, Kenya, Malasia, Marruecos, Nigeria, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Vietnam; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

positivos y significativos en todas las variantes del modelo (cuadro 4.5)<sup>29</sup>. Esa proporción es igual a dos tercios en el caso de otras economías de mercados emergentes (también la más alta entre todas las potenciales variables explicativas).

<sup>29</sup>Podría afirmarse que la convención de “signo esperado” utilizada en el cuadro 4.5 puede ser problemática en el caso de las tasas de interés mundiales e internas, y sus diferenciales. De hecho, un aumento de las tasas de interés en el país de destino de los flujos de capitales (el mercado emergente en cuestión o Estados Unidos) implicaría rendimientos (es decir, la rentabilidad de la inversión) potencialmente más altos. Sin embargo, un alza de las tasas de interés o los diferenciales en los mercados emergentes también podría ser un indicio de mayores riesgos asociados con esos países (negativo para los flujos de capitales a los mercados emergentes), mientras que un aumento de las tasas de interés de Estados Unidos podría presagiar un crecimiento mundial más fuerte (positivo para los flujos de capitales a los mercados emergentes).

Sin embargo, el índice VIX puede presentar una asociación negativa con los flujos de capitales en algunos modelos, pero una relación positiva en otros, y en la mayoría de los casos esas relaciones no son estadísticamente significativas (gráfico 4.8, panel 2; y cuadro 4.5). Cabe destacar como dato interesante, y en sintonía con resultados anteriores, que la mayoría de los coeficientes estimados para el crecimiento del producto mundial parecen ser positivos y significativos en el caso de los países de América Latina, pero principalmente no significativos en el de otras regiones (gráfico 4.8, panel 3). Este análisis confirma entonces la robustez de los resultados de la estimación de efectos fijos durante el período 2000–16.

**Cuadro 4.5. Proporción de coeficientes estadísticamente significativos entre los modelos, 2000–16**

Variable	AL-5		OME	
	Signo esperado	Signo opuesto	Signo esperado	Signo opuesto
Precios mundiales de materias primas	100	0	67	0
Crecimiento del PIB real del G-7	95	0	1	1
Diferencial del crecimiento del PIB real	79	0	2	0
Shock monetario de Estados Unidos	64	0	0	27
Tasas de interés a largo plazo de Estados Unidos	60	0	0	24
Diferencial de tasas de interés a corto plazo	49	0	7	0
Diferencial de crecimiento del PIB real esperado	37	0	16	0
Rendimientos de precios de acciones S&P 500	25	2	32	0
Crecimiento del PIB real del G-7 esperado	18	5	0	8
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	16	3	0	20
VIX	8	8	0	26
Rendimientos de precios de acciones MSCI	0	69	0	37
Diferencial de tasas de interés a largo plazo	0	12	34	0
Diferenciales EMBIG	0	64	0	50
Diferenciales de CDS soberanos	0	43	0	94

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Por convención, el signo esperado es positivo para los precios mundiales de las materias primas, el crecimiento del PIB real del G-7, el crecimiento del PIB real del G-7 esperado, las tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos, las tasas de interés a largo plazo de Estados Unidos, el diferencial del crecimiento del PIB real, el diferencial del crecimiento del PIB real esperado, el diferencial de tasas de interés a corto plazo, el diferencial de tasas de interés a largo plazo, los diferenciales del Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan (EMBIG), los diferenciales de swap de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS) soberanos y los rendimientos de precios de acciones Morgan Stanley Capital International (MSCI). El signo esperado es negativo para el Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago (VIX), un shock monetario de Estados Unidos y los rendimientos de precios de acciones de Standard and Poor's (S&P 500). AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; G-7 = Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido; OME = otros mercados emergentes.

## ¿Se diferencia en algo América Latina?

En general, una diferencia fundamental entre las regiones es que, una vez tomados en cuenta los precios de las materias primas, las entradas de capitales a América Latina no parecen estar fuertemente vinculadas al crecimiento interno, mientras que sí mantienen una alta vinculación en el caso de otras economías de mercados emergentes. En líneas más generales, los factores mundiales parecen cumplir un papel predominante en la determinación del comportamiento *cíclico* de los flujos de capitales a los países latinoamericanos en comparación con otras economías de mercados emergentes<sup>30,31</sup>.

Para ilustrar este punto, observamos qué implica nuestra estimación básica para la contribución histórica de los distintos factores mundiales y específicos de cada país a los cambios en las entradas de capitales, durante dos períodos

<sup>30</sup>Esto concuerda con la proporción relativamente alta de la variación “dentro” de los flujos de capitales hacia los países de América Latina en comparación con otras economías de mercados emergentes (cuadro 4.2).

<sup>31</sup>Véase el capítulo 1 de la edición de abril de 2017 del informe WEO.

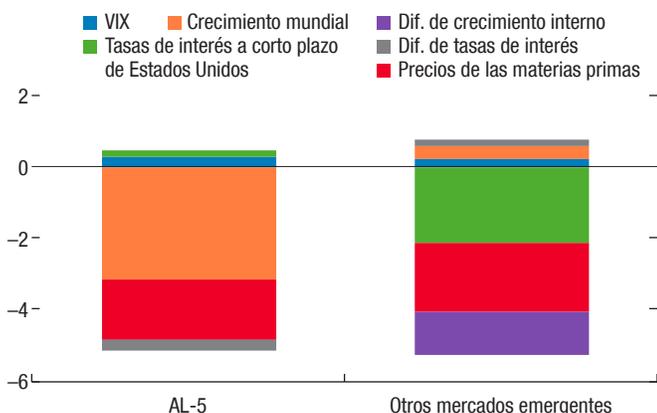
de interés<sup>32</sup>: la crisis financiera mundial y el período más reciente caracterizado por el fin del superciclo de las materias primas. Durante el primer período, la mayor parte de la caída de las entradas de capitales a América Latina fue impulsada por factores mundiales, principalmente el crecimiento del producto mundial y los precios de las materias primas, mientras que en el caso de los otros mercados emergentes, el diferencial de crecimiento interno explicó más de un cuarto de la variación explicada en las entradas de capitales (gráfico 4.9, panel 1).

En el período más reciente, la fuerte disminución de los precios de las materias primas representó en general la mayor contribución a la reducción de las entradas de capitales a todos los mercados emergentes. Sin embargo, en el caso de otras economías de mercados emergentes, el diferencial de crecimiento interno generó 19 por ciento de la variación de las entradas, pero esa fuente explicó solo 9 por ciento de la disminución levemente más moderada de las entradas de capitales que registró América Latina (gráfico 4.9, panel 2).

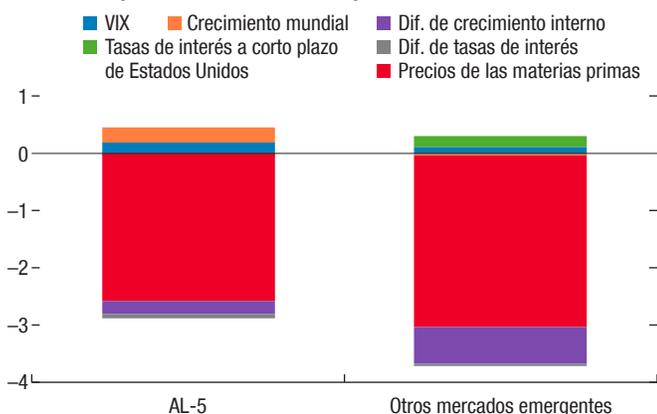
<sup>32</sup>Los factores estructurales no figuran en la descomposición de las variaciones en los flujos de capitales, ya que se supone que se mantienen constantes en el tiempo dentro de las regresiones de efectos fijos.

**Gráfico 4.9. Contribución de los factores mundiales y específicos de los países a los cambios en las entradas brutas (Porcentaje del PIB tendencial)**

**1. Crisis financiera mundial**



**2. Fin del superciclo de las materias primas**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: “Crisis financiera mundial” denota el período que va de 2008:T1 a 2009:T2. “Fin del superciclo de las materias primas” denota el período que va de 2013:T1 a 2016:T2. AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; OME (otros mercados emergentes) = Albania, Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, China, Croacia, Egipto, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Kazajstán, Kenya, Malasia, Marruecos, Nigeria, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Vietnam; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

En adelante, como se prevé que la demanda externa y los precios de las materias primas se mantengan bajos en un futuro próximo, la presión a la baja sobre las entradas de capitales a América Latina y otros mercados emergentes tenderá a mantenerse en los años venideros en comparación con el período que siguió a la crisis financiera mundial. No obstante, se prevé que las entradas de capitales a América Latina permanezcan relativamente más fuertes y resistentes que en otras economías de mercados emergentes cuyas perspectivas más

débiles de crecimiento interno también ponen un lastre sobre las entradas de capitales a esas regiones.

Por último, los factores *estructurales* específicos de los países tienen fuertes efectos en los flujos de capitales tanto en América Latina como en otras regiones de mercados emergentes. De hecho, todos los factores institucionales y políticos incluidos en las regresiones son estadísticamente significativos respecto de ambos conjuntos de países.

## El papel de la base inversora y las características del mercado

Dado el importante papel que cumplen los factores mundiales para explicar el comportamiento cíclico de los flujos de capitales en los mercados emergentes, y especialmente en América Latina, en esta sección se examina si una serie de factores específicos de los países tienen impacto en la sensibilidad de los flujos de capitales a variables externas. En particular, se analiza en qué medida la composición de la base inversora y las características del mercado interno tienden a atenuar (o amplificar) la respuesta de los flujos de capitales a los shocks externos. En este contexto, cabría esperar que al tener una base inversora más estable los países podrían absorber mejor los potenciales shocks a los flujos de capitales.

Con tal propósito, se utiliza un modelo de estimación de autorregresión vectorial “interactivo” con datos de panel (IPVAR, por sus siglas en inglés) para evaluar cómo las respuestas dinámicas de los flujos de capitales a los shocks externos se ven afectadas por las opciones de política y las características de la base inversora y del sistema financiero interno<sup>33</sup>. Utilizando este método, se analiza la respuesta de las entradas de capitales a los shocks, incluidos el índice VIX, los precios mundiales de las materias primas, el crecimiento del PIB mundial y un shock puramente monetario que eleve las tasas de interés de Estados Unidos<sup>34</sup>.

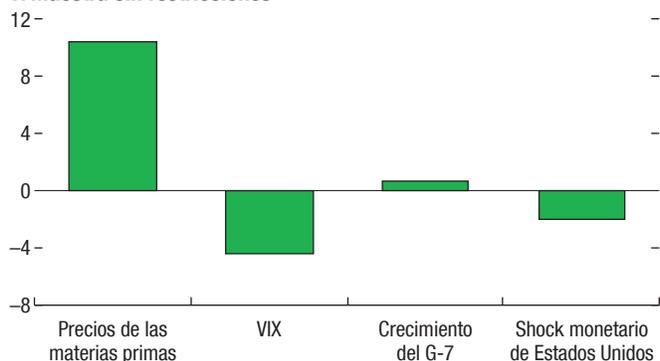
<sup>33</sup>El esquema del modelo se basa en Towbin y Weber (2013). Véanse más detalles en el anexo 4.1 y en Cáceres *et al.* (de próxima publicación, a).

<sup>34</sup>Usamos la serie de shocks monetarios de Estados Unidos “identificados” estimada por Osorio Buitrón y Vesperoni (2015),

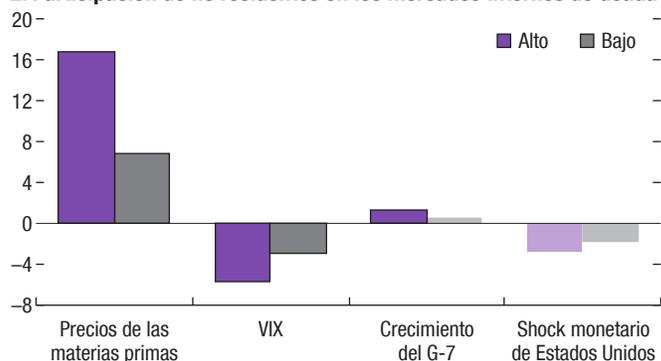
**Gráfico 4.10. Funciones de impulso-respuesta de las entradas brutas a los shocks externos**

(Porcentaje del PIB tendencial)

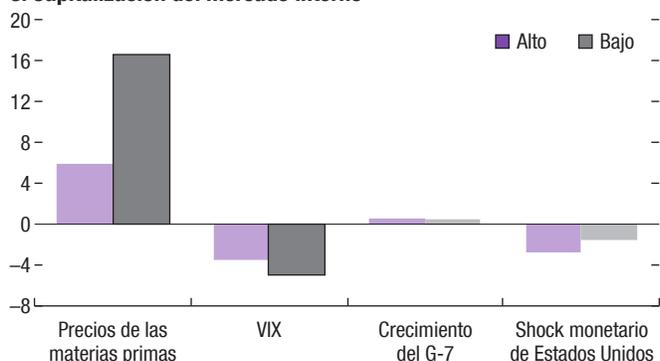
**1. Muestra sin restricciones**



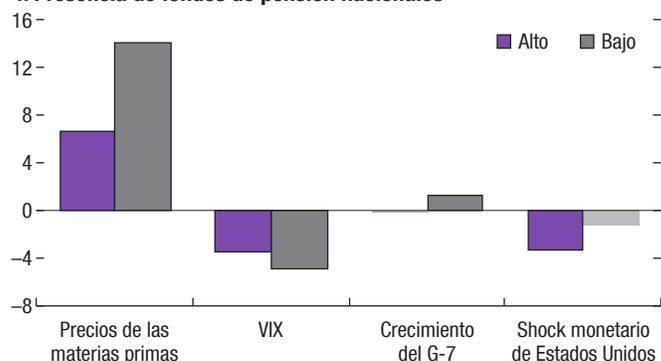
**2. Participación de no residentes en los mercados internos de deuda**



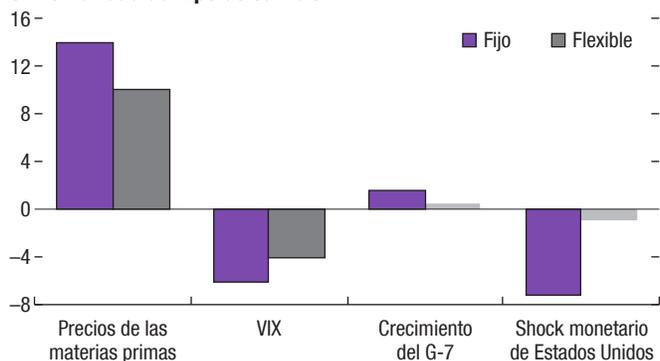
**3. Capitalización del mercado interno**



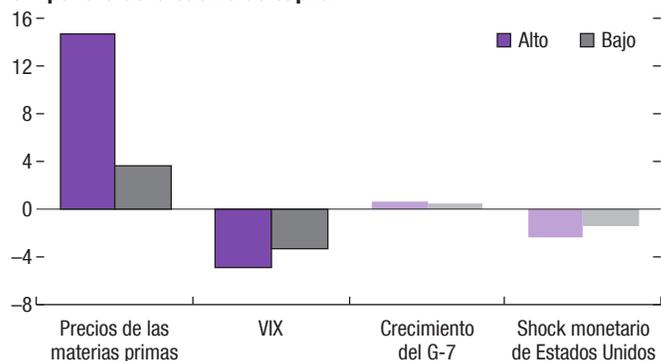
**4. Presencia de fondos de pensión nacionales**



**5. Flexibilidad del tipo de cambio**



**6. Apertura de la cuenta de capital**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las barras representan la respuesta de las entradas brutas cuatro trimestres después de un shock positivo de una unidad a cada una de las cuatro variables mundiales exógenas. Un shock de una unidad en el caso del índice VIX y los precios mundiales de las materias primas corresponde a una variación de una unidad en el logaritmo de esas dos variables; un shock de una unidad en el caso del crecimiento del G-7 y el “shock monetario de Estados Unidos” corresponde a una variación de un punto porcentual en esas variables. Las barras sólidas con bordes negros denotan que la respuesta es estadísticamente significativa al nivel de confianza de 5 por ciento. G-7 = Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

La estimación de modelo sin ningún término de interacción proporciona un útil parámetro de referencia (gráfico 4.10, panel 1). Conforme

que amplió la metodología propuesta inicialmente por Matheson y Stavrev (2014).

a lo previsto, los shocks al VIX o a las tasas de política monetaria de Estados Unidos determinan reducciones de las entradas de capitales a los mercados emergentes. A la inversa, los shocks positivos a los precios mundiales de las materias

primas y el crecimiento mundial dan un impulso a las entradas de capitales a estos países<sup>35</sup>.

Estas respuestas a impulso también dan una indicación de los riesgos, tanto al alza como a la baja, para los flujos de capitales generados por acontecimientos externos de cara al futuro. En particular, un aumento sostenido del 20 por ciento en los precios de las materias primas<sup>36</sup> estaría acompañado de un aumento promedio de las entradas de capitales de casi 2 por ciento del PIB a América Latina y otras economías de mercados emergentes. Un aumento del VIX de unos 10 puntos, similar al observado durante el período de acrecentada turbulencia del mercado al comienzo de la crisis de la zona del euro, determinaría una caída de igual magnitud en las entradas de capitales. Análogamente, una desaceleración de la economía mundial de 1 punto porcentual o una contracción imprevista de la política monetaria en Estados Unidos de alrededor de 50 puntos básicos causaría una caída de las entradas de capitales a los mercados emergentes cercana a 1 por ciento del PIB.

Ahora, al introducir un término de interacción que indica si los países tienen niveles de participación extranjera en sus mercados de deuda internos superiores o inferiores al promedio, se permite que estos efectos varíen entre los dos grupos. En consecuencia, se observa que los flujos de capitales en países que tienen una mayor participación extranjera son más sensibles a los factores externos (gráfico 4.10, panel 2). Al introducir un término

<sup>35</sup>En un marco dinámico de autorregresión vectorial, se permite que las variables interactúen libremente entre sí a través de sus relaciones de adelanto-rezago, y (aparte de las cuestiones de identificación) no necesariamente necesitan “competir” unas con otras en cuanto a su efecto en los flujos de capitales. En una regresión estática, como en el esquema de panel de efectos fijos utilizado previamente, las variables explicativas compiten entre sí con respecto a su contenido informativo contemporáneo frente a los flujos de capitales. Es entonces posible que una variable explicativa pueda presentar una estimación de correlación parcial no significativa en una regresión estática (es decir, que dependería en forma crucial de las otras variables incluidas en el modelo), y aun así inducir una función de impulso-respuesta y estadísticamente significativa en un marco dinámico.

<sup>36</sup>Esto estaría en línea, por ejemplo, con un aumento de los precios del petróleo desde los niveles actuales (USD 50 por barril) a USD 60 por barril.

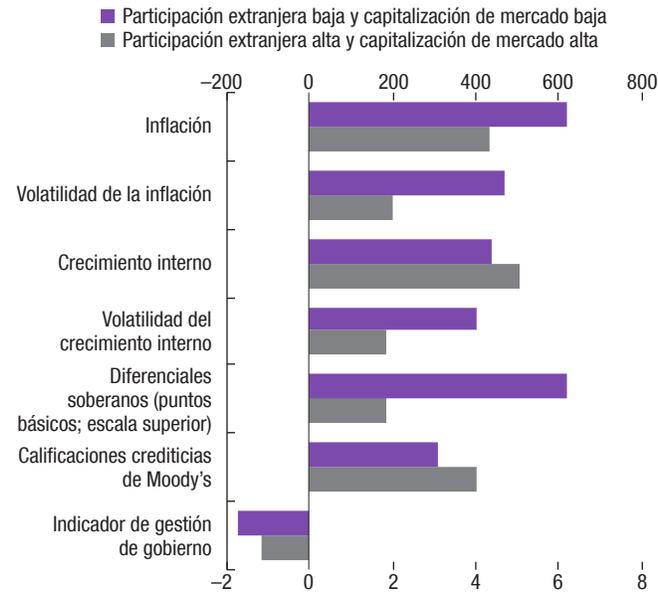
de interacción alternativo basado en el tamaño del mercado accionario en relación con la economía nos lleva a concluir que una mayor profundidad de los mercados financieros internos y mercados más líquidos reducen la sensibilidad de los flujos de capitales a los shocks externos (gráfico 4.10, panel 3)<sup>37</sup>. Análogamente, una mayor participación de los fondos de pensión —que tienden a asignar una gran proporción de sus activos a inversiones estables a largo plazo— en la intermediación financiera interna también disminuye la sensibilidad de las entradas de capitales a los factores mundiales (gráfico 4.10, panel 4).

Las conclusiones mencionadas, consideradas en conjunto, plantean un interrogante interesante: si los mercados más profundos tienden a proteger mejor las entradas de capitales a los mercados emergentes ante los shocks externos, mientras que una mayor participación extranjera tiende a ejercer el efecto opuesto, ¿deberían entonces los países abrir sus mercados financieros internos a los inversores no residentes para darles más profundidad o deberían cerrar esos mercados internos a los extranjeros a costa de reducir potencialmente su tamaño y liquidez? La respuesta no es clara a partir de las correspondientes respuestas a impulso, debido a que ambos grupos de países exhiben sensibilidades similares a los shocks externos. Sin embargo, lo cierto es que, en promedio, durante períodos caracterizados por mercados más profundos y además una mayor participación extranjera los países tienden a exhibir mejores fundamentos macroeconómicos y financieros, como tasas de inflación más bajas y menor volatilidad de la inflación; un mayor crecimiento interno y una volatilidad más baja del crecimiento; menores diferenciales soberanos; calificaciones crediticias más favorables, y

<sup>37</sup>Estos resultados sobre los flujos de capitales complementan el análisis sobre precios de los activos que se presenta en el capítulo 2 de la edición de abril de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR), donde se observa que una mayor profundidad de los mercados internos y una menor participación extranjera sirven para amortiguar los shocks a la aversión mundial al riesgo.

### Gráfico 4.11. Participación extranjera y capitalización de mercado de mercado

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: "Alta-alta" incluye: Bulgaria (2007:T4–2008:T3), Chile (2004:T1–2009:T1), Colombia (2014:T3–2016:T4), Filipinas (2006:T4–2016:T4), Indonesia (2007:T4–2008:T3 y 2010:T4–2016:T4), México (2011:T3–2016:T4), Perú (2006:T4–2016:T4), Polonia (2010:T4–2011:T3 y 2013:T4–2016:T4), y Rusia (2004:T1–2006:T4). "Baja-baja" incluye: Argentina (2004:T1–2005:T4 y 2008:T4–2016:T1), Brasil (2004:T1–2004:T3), China (2004:T1–2007:T3), Colombia (2005:T2–2007:T3), México (2006:T2–2007:T3 y 2008:T4–2010:T4), Polonia (2008:T4–2009:T4), Rusia (2014:T4–2016:T4), y Turquía (la mayor parte del período 2004:T1–2012:T2).

mejores indicadores de gestión de gobierno (gráfico 4.11).

Asimismo, las entradas de capitales a los países que tienen regímenes de tipo de cambio fijo tienden a presentar mayor sensibilidad a los shocks externos —particularmente a los shocks monetarios de Estados Unidos— que las dirigidas a países que aplican regímenes cambiarios más flexibles (gráfico 4.10, panel 5)<sup>38</sup>. Por último, en los países con un grado más alto de apertura de la cuenta de capital, las entradas de capitales parecen ser más vulnerables a las condiciones externas (gráfico 4.10, panel 6)<sup>39</sup>.

<sup>38</sup>Esto coincide con las conclusiones del capítulo 2 de la edición de abril de 2016 del informe WEO.

<sup>39</sup>Estos dos resultados concuerdan en líneas generales con las observaciones de Adler *et al.* (2016).

## Conclusiones e implicaciones para las políticas

En este capítulo se documenta que el alto grado de variación de los flujos de capitales a través del tiempo es común entre las economías de mercados emergentes, particularmente en América Latina. Esta sincronización refleja la importancia del papel que cumplen los factores mundiales en determinar el componente cíclico de las entradas de capitales en estas economías<sup>40</sup>. Entre esos factores, se observa empíricamente que los precios de las materias primas cumplen un papel predominante para explicar los flujos de capitales. Otros factores mundiales, tales como el crecimiento mundial o la aversión mundial al riesgo, también son importantes, pero una gran parte de su efecto parece ser captada por los precios de las materias primas. Los precios de las materias primas resultan por lo tanto una mejor aproximación al "ciclo financiero mundial" en los flujos de capitales y los precios de los activos en los mercados emergentes desde comienzos de los años 2000<sup>41</sup>.

La relación positiva entre los precios de las materias primas y las entradas de capitales puede plantear desafíos para el ejercicio de la política monetaria en las economías de América Latina. Un aumento de los precios de las materias primas, por ejemplo, tendería a generar un crecimiento más alto y presiones inflacionarias, lo cual, si las demás condiciones no varían, exigiría una política monetaria más restrictiva (es decir, tasas de interés más elevadas). Sin embargo, un alza de los precios de las materias primas también acompañaría más entradas de capitales y una probable apreciación del tipo de cambio, que complican el uso de un ajuste de la política monetaria para prevenir un

<sup>40</sup>Esto concuerda con los resultados existentes en la bibliografía; véanse Calvo *et al.* (1993); Reinhart y Reinhart (2008); Ghosh *et al.* (2014); y Obstfeld *et al.* (de próxima publicación), entre otros estudios. Obstfeld *et al.* (de próxima publicación) afirman que el ascenso y la caída de los flujos de capitales durante el período de la muestra 1986–2013 (con resultados similares al emplearse el período 2000–13) parecen estar estrechamente correlacionados con los factores mundiales.

<sup>41</sup>De hecho, Ghosh *et al.* (2014) señalan que un nivel más alto de precios de las materias primas se correlaciona fuertemente con mayores entradas de capitales debido a que indican un auge de demanda de las exportaciones de los mercados emergentes y quizá el reciclaje de ingresos ganados por los exportadores de materias primas.

sobrecalentamiento de la economía. Esto destaca la necesidad de aplicar una combinación apropiada de políticas, que exigiría el uso de la política fiscal así como de la flexibilidad cambiaria para complementar la política monetaria en respuesta a una escalada de las entradas de capitales. En el contexto actual, las políticas deberán gestionar estas fuerzas actuando en la dirección contraria. Las políticas macroprudenciales eficaces también pueden ayudar a cumplir las metas de la política monetaria y podrían utilizarse para complementar otras políticas (fiscales y estructurales) a fin de contener posibles efectos secundarios adversos respecto de la estabilidad financiera.

En América Latina, al tomarse en cuenta los precios de las materias primas y otros factores mundiales, el crecimiento económico interno no parece determinar de manera significativa el comportamiento cíclico de los flujos de capitales, a diferencia de lo que ocurre en otras regiones de mercados emergentes.

Si se mira más allá del ciclo económico, sin embargo, los factores estructurales específicos de cada país explican una parte significativa de la gran heterogeneidad entre los diversos países observada en el nivel promedio de los flujos de capitales a los mercados emergentes y a la región. En particular, los países con una mejor gestión de gobierno, instituciones públicas más eficientes, marcos normativos y jurídicos más sólidos y una mayor estabilidad política y rendición de cuentas, entre otros factores, tienden a atraer, en promedio, niveles más altos de entradas

de capitales. Es decir, los flujos de capitales son determinados en gran parte por factores mundiales cíclicos “de empuje”, así como por factores estructurales “de atracción” propios de los países.

En cuanto a las vulnerabilidades, dada la importancia de los factores mundiales para explicar las fluctuaciones cíclicas de los flujos de capitales a los mercados emergentes, en el capítulo también se analiza si las características de la base inversora y de los mercados financieros internos pueden mitigar los riesgos de la cuenta de capital que surgen de acontecimientos externos.

En general, los resultados indican que, al promoverse una profundización de los mercados financieros nacionales y una intermediación financiera interna estable (tales como los fondos de pensiones y las compañías de seguros), se pueden reducir las vulnerabilidades de los flujos de capitales ante los shocks externos. Al sopesar sus opciones, los países que abren su cuenta de capital a la participación extranjera con el objeto de profundizar los mercados pueden lograr un mejor desempeño macroeconómico que los países relativamente cerrados con mercados financieros internos menos profundos. El ritmo de apertura, sin embargo, debería coincidir con los criterios de estabilidad financiera a fin de evitar una acumulación de riesgo rápida y excesiva. Además, las decisiones de política, tales como permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio, también son formas eficaces de reducir la sensibilidad de los flujos de capitales a los shocks externos adversos.

### Recuadro 4.1. Los precios de las materias primas y las fuerzas mundiales subyacentes

En este recuadro se profundiza el análisis de la interacción de fuerzas mundiales que está detrás del importante papel que cumplen los precios de las materias primas como determinantes de las entradas de capitales brutas. En particular, se considera la incidencia de dichos precios como una variable representativa del ciclo financiero mundial y asimismo como un indicador de alta frecuencia de la demanda mundial agregada.

En la década de 2000, los precios de las materias primas muestran una mayor correlación con el componente principal de las entradas de capitales brutas y los precios de las acciones en los mercados emergentes que el índice VIX o bien las tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos (véase el cuadro 4.4 en el texto principal). Dicho exceso de correlación indica que los precios de las materias primas son una mejor aproximación al “ciclo financiero mundial” identificado por Rey (2015) que la aversión mundial al riesgo o la política monetaria de Estados Unidos. Si los precios de las materias primas representan dicho ciclo mundial, podrían estar impulsando las entradas de capitales brutas a través de las entradas de inversión de cartera. Esta hipótesis también explicaría por qué los precios de las materias primas parecen cumplir un papel más importante que el VIX para explicar los flujos de capitales (cuadro del anexo 4.1).

Sin embargo, este papel de los precios de las materias primas es un fenómeno relativamente nuevo. En los años noventa, tales precios estaban menos correlacionados con estos flujos de capitales y los precios de las acciones que el índice VIX (cuadro 4.1.1). Esto quizá explique por qué la aversión mundial al riesgo, antes que los precios de las materias primas, es más comúnmente utilizada en la literatura para caracterizar el ciclo financiero mundial.

**Cuadro 4.1.1. Correlaciones entre factores mundiales seleccionados, 1990–2000**

	Componente principal de flujos de capitales en ME	Componente principal de precios de acciones en ME	Precios mundiales de materias primas (logaritmos)	VIX (logaritmo)	Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	Tasas de interés a largo plazo de Estados Unidos
Componente principal de flujos de capitales en ME	1					
Componente principal de precios de acciones en ME	0,90***	1				
Precios mundiales de materias primas (logaritmos)	0,67***	0,84***	1			
VIX (logaritmo)	-0,84***	-0,92***	-0,46***	1		
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	0,54**	0,74***	0,38**	0,29*	1	
Tasas de interés a largo plazo de Estados Unidos	0,64***	0,79***	0,65***	-0,51***	0,11	1

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los precios de las acciones se miden en logaritmos en dólares de EE.UU. Los flujos de capitales son entradas de capitales brutas como proporción del PIB tendencial. La muestra de ME respecto de los flujos de capitales incluye Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, Filipinas, Hungría, Indonesia, México, Perú, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. La muestra de ME relativa a los precios de las acciones comprende Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, México, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ME = mercados emergentes; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

\*  $p < 0,10$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Al mismo tiempo, es posible hacer una descomposición indicativa de los movimientos de los precios de las materias primas entre aquellos que pueden explicarse por los factores de demanda y oferta<sup>1</sup>. Al utilizarse esta descomposición, los factores de demanda resultan tener un claro papel en la explicación de la relación significativa entre las entradas de capitales y los precios de las materias primas. En particular, el componente

Este recuadro fue preparado por Galen Sher.

<sup>1</sup>La Unidad de Materias Primas del Departamento de Estudios del FMI hace dicha descomposición en el ámbito interno. El componente de demanda se basa en una regresión de los precios de las materias primas sobre un agregado de índices del mercado accionario, índices gestores de compras y la producción industrial de muchos países. El componente de oferta es un residuo.

Recuadro 4.1 (continuación)

**Cuadro 4.1.2. Descomposición de los precios de las materias primas en componentes de demanda y oferta por tipo de entrada de capital bruta, 2000–16**

	(1) Total	(2) IED	(3) Cartera	(4) Otros
VIX (logaritmo)	-0,830 (0,813)	0,103 (0,461)	-1,295*** (0,257)	0,219 (0,539)
Crecimiento del PIB real del G-7 (interanual)	-0,776* (0,406)	-0,600 (0,356)	0,122* (0,067)	-0,374** (0,148)
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	0,341 (0,383)	0,278 (0,194)	-0,159* (0,088)	0,102 (0,159)
Diferencial de crecimiento del PIB real (rezagado)	0,435*** (0,107)	0,037 (0,067)	0,069 (0,040)	0,287*** (0,084)
Componente de demanda de precios de materias primas (logaritmo)	-0,048 (0,056)	-0,011 (0,016)	-0,009 (0,009)	-0,030 (0,040)
Precios de materias primas (logaritmo)	0,252*** (0,046)	0,088** (0,041)	0,050** (0,022)	0,119*** (0,020)
Componente de oferta de precios de materias primas (logaritmo)	2,989 (2,343)	1,963 (1,497)	-0,462 (1,039)	1,508 (0,958)
Observaciones	1.312	1.312	1.312	1.281
R cuadrado	0,135	0,048	0,168	0,169
Número de países	22	22	22	22

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Estas regresiones se estiman por efectos fijos. La variable dependiente es: entradas de capitales brutas en la columna (1), entradas de IED brutas en la columna (2), entradas de inversión de cartera brutas en la columna (3), y otras entradas brutas en la columna (4). Los errores estándar robustos aparecen entre paréntesis debajo de cada estimación del coeficiente. Los países incluyen Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Croacia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Uruguay. G-7 = Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido; IED = inversión extranjera directa; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

de demanda de los precios de las materias primas es positivo y se asocia en forma estadísticamente significativa con las entradas de capitales brutas (columna (1) del cuadro 4.1.2).

Dicho de otro modo, los aumentos de los precios de las materias primas debido a los incrementos de la demanda mundial agregada tienden a impulsar los flujos de capitales hacia las economías de mercados emergentes. Un hecho interesante es que los aumentos de precios de las materias primas que obedecen a shocks negativos de oferta de dichos bienes tienen una mayor asociación estimada con los flujos de capitales (que aquellos resultantes de la demanda), pero este efecto es incierto y por lo tanto sin significación estadística.

Al desagregar las entradas de capitales brutas en los componentes de inversión extranjera directa, inversión de cartera y “otros” flujos, el papel de la aversión mundial al riesgo y la política monetaria de Estados Unidos se evidencia concretamente en el caso de los flujos de cartera. El papel correspondiente al componente de demanda de los precios de las materias primas resulta ser el más fuerte en el caso de “otros” flujos, que reflejan principalmente los préstamos bancarios transfronterizos. Podría ser posible, por lo tanto, que los aumentos de los precios de las materias primas relacionados con la demanda amplíen las actividades vinculadas con el comercio, y de ese modo la demanda de financiamiento externo (por ejemplo, para financiar inversiones como se muestra en el recuadro 4.2) al mismo tiempo que los valores más altos de los bienes que constituyen la garantía permiten a los bancos extranjeros ampliar la oferta de crédito.

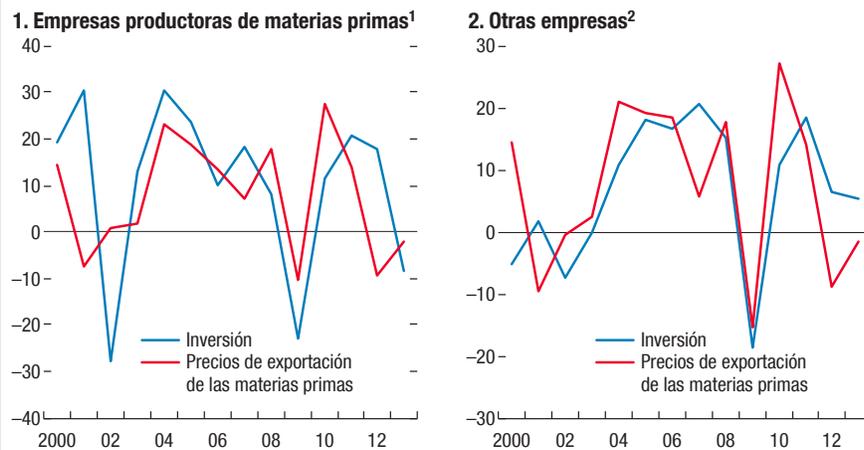
Por consiguiente, parece haber un patrón cíclico de los flujos de capitales hacia economías de mercados emergentes que es común entre ellas. Este patrón cíclico está altamente correlacionado con los precios mundiales de las materias primas, y la evidencia indica dos razonables interpretaciones relacionadas de la importancia de los precios de las materias primas. Dichos precios parecen comportarse de una forma que refleja el ciclo financiero mundial, especialmente en la década de 2000, y su incidencia en los flujos de capitales deriva de su papel como indicador de alta frecuencia de la demanda mundial agregada.

### Recuadro 4.2. Los precios de las materias primas y la inversión en ese y otros sectores

En este recuadro se analizan más detalladamente los posibles mecanismos subyacentes mediante los cuales los precios de las materias primas cumplen un papel tan importante a la hora de determinar los flujos de capitales hacia las economías de mercados emergentes. En América Latina, el efecto estimado de los precios de las materias primas resulta ser tan fuerte en el análisis de datos de panel que domina a otros factores explicativos, incluido el crecimiento interno. Considerando datos más desagregados, podemos tratar de comprender mejor esta observación analizando si los sectores directamente afectados por cambios en los precios de las materias primas reaccionan de manera similar o diferente a otros sectores. Concretamente, parece natural preguntarse si los flujos de capitales que acompañan los cambios en los precios de las materias primas afectan ante todo la acumulación de capital en los sectores productores de esos bienes. ¿O la acumulación de capital responde de manera similar en otros sectores a las variaciones de dichos precios? Esto contribuiría a explicar el papel de los efectos *directos* (tales como variaciones en la rentabilidad de las empresas) frente a efectos más *indirectos* o *derrame* (tales como cambios en el ánimo de los mercados) que pueden acompañar variaciones en los precios de las materias primas en lo que concierne a los efectos en los flujos de capitales.

El gráfico 4.2.1 proporciona una clara evidencia del comovimiento entre el crecimiento de la inversión a nivel de las empresas y los cambios de los precios de exportación de las materias primas específicos de cada país en el caso de las empresas cotizadas en bolsa en los países del grupo AL-6 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú)<sup>1</sup>. El panel 1 del gráfico 4.2.1 muestra que el crecimiento de la inversión sigue la tasa de crecimiento de los precios de las materias primas relacionados con la exportación en el caso de la mediana de las empresas agrícolas y mineras. El panel 2 del gráfico 4.2.1 muestra un patrón similar, aunque levemente menos volátil, en el crecimiento de la inversión de todas las demás empresas. En líneas generales, la inversión en los dos grupos de empresas parece responder de forma similar a los cambios en los precios de las materias primas.

**Gráfico 4.2.1. El crecimiento de la inversión y los precios de exportación de las materias primas (Variación porcentual)**



Fuentes: Thomson Reuters Worldscope y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los países incluyen Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los códigos de clasificación industrial estándar incluyen 01–09 (agricultura) y 10–14 (minería).

<sup>2</sup>Los países incluyen Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los códigos de clasificación industrial estándar incluyen 15–99.

Este recuadro fue preparado por Galen Sher.

<sup>1</sup> Gráficos análogos relativos a mercados emergentes no latinoamericanos, y a todos los mercados emergentes, muestran un grado similar de comovimiento entre la inversión y los precios de las materias primas.

Recuadro 4.2 (continuación)

<b>Cuadro 4.2.1. Resultados de la estimación de los parámetros libres en la ecuación de inversión 4.2.1 por efectos fijos en empresas domiciliadas en AL-6</b>			
Variable	Parámetro	(1)	(2)
$Q_{i,t}$	$\alpha$	1,56*** (0,310)	1,55*** (0,310)
$\frac{\pi_{i,t}}{K_{i,t-1}}$	$\beta$	0,58 (0,675)	0,58 (0,675)
$\frac{D_{i,t}}{E_{i,t}}$	$\lambda$	-4,43*** (0,706)	-4,42*** (0,705)
$\frac{IE_{i,t}}{D_{i,t-1}}$	$\rho$	3,88 (4,724)	3,98 (4,723)
$\frac{\Delta D_{i,t}}{K_{i,t-1}}$	$\delta$	0,16 (0,142)	0,15 (0,141)
año $t$	$\theta$	-0,17*** (0,060)	-0,16*** (0,059)
$P_{i,t}^x$	$\kappa$	0,05*** (0,013)	0,04*** (0,014)
$P_{i,t}^x X_i$	$\mu$		0,04 (0,040)
Número de observaciones		4.651	4.650
Número de empresas		763	762

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Los errores estándar que son robustos a la heterocedasticidad dentro de las empresas y la correlación serial aparecen entre paréntesis debajo de cada estimación del parámetro.  
 \*  $p < 0,10$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Para investigar más sistemáticamente la asociación entre la inversión y los precios de las materias primas, estimamos los parámetros libres  $\alpha, \beta, \lambda, \rho, \delta, \kappa, \mu$  y  $\theta$  en la especificación

$$100 \times \frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \alpha Q_{i,t} + \beta \frac{\pi_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \lambda \frac{D_{i,t}}{E_{i,t}} + \rho \frac{IE_{i,t}}{D_{i,t-1}} + \delta \frac{\Delta D_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \kappa P_{i,t}^x + \mu P_{i,t}^x X_i + \theta t + c_i + u_{i,t} \quad (4.2.1)$$

respecto de cada observación empresa-año  $(i, t)$ . En esta especificación:  $I$  denota la inversión en capital fijo;  $K$  denota el capital social;  $Q$  denota la relación entre la capitalización de mercado y el valor contable del capital social (una variable sustituta de la  $q$  de Tobin);  $\pi$  denota la utilidad neta;  $D$  denota el valor contable de la deuda;  $E$  denota el valor contable del capital accionario;  $IE$  denota el gasto de intereses;  $P^x$  denota el precio de exportación de las materias primas en el país de domicilio de la empresa;  $X$  es una variable indicadora igual a uno si la empresa opera en la industria agrícola o minera y a cero en caso contrario;  $\theta t$  contempla la posibilidad de una tendencia de tiempo lineal, y  $c_i + u_{i,t}$  es un término de error que refleja componentes específicos de la empresa e idiosincrásicos. El parámetro  $\kappa$  mide el grado de comovimiento entre la inversión y los precios de las materias primas, mientras que el parámetro  $\mu$  mide la diferencia en este comovimiento entre las empresas que producen materias primas y otras empresas.

El cuadro 4.2.1 muestra estimaciones de los parámetros en la ecuación (4.2.1) respecto de empresas de los países de AL-6 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). La columna (1) muestra una versión con la restricción  $\mu = 0$ . Aquí las estimaciones son muy similares a las obtenidas en el capítulo 4 de la edición de abril de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas* y en Magud y Sosa (2015). En particular, observamos un fuerte papel de la  $q$  de Tobin como factor explicativo de la inversión.

**Recuadro 4.2** (continuación)

Teniendo en cuenta las diferentes respuestas de la inversión en los sectores de las materias primas y en otros no vinculados con esos bienes, la columna (2) del cuadro 4.2.1 muestra los resultados de la estimación cuando permitimos que  $\mu$  sea irrestricto. Al igual que en el gráfico 4.2.1, vemos evidencia de una asociación positiva entre los precios de las materias primas y la inversión ( $\kappa > 0$ ). Esta asociación positiva también ocurre en el caso de empresas que no producen materias primas, lo que indica importantes efectos de derrame entre sectores. Además, la columna (2) muestra que el coeficiente  $\mu$  sobre el término de interacción entre los precios de exportación de las materias primas y la variable indicadora de la producción de materias primas no es estadísticamente significativo. Esto indica que precios más altos de las materias primas determinan una mayor inversión tanto por parte de los productores de dichos bienes como de otras empresas de manera similar.

## Anexo 4.1. Detalles técnicos

### Base inversora e indicadores del mercado financiero interno

En un intento de cuantificar las características de la base inversora así como de los mercados financieros internos, utilizamos las variables que se definen a continuación:

La *participación extranjera en los mercados internos de deuda* se define como la proporción de instrumentos de deuda interna en poder de no residentes dentro del total de instrumentos de deuda interna, según el cómputo de Arslanalp y Tsuda (2014).

La *capitalización del mercado interno* se define como la relación entre la capitalización total del mercado interno y el PIB nominal del país. Este indicador se obtuvo de la base de datos sobre desarrollo financiero mundial (Global Financial Development Database, GFDD) del Banco Mundial, calculado según Cihak *et al.* (2012).

La *presencia de fondos de pensión internos* se define como la relación entre los activos totales administrados por fondos de pensión internos y los activos totales del sector financiero del país. Este indicador también se derivó usando información de la base de datos GFDD.

Un índice de *flexibilidad del tipo de cambio*, producido por Aizenman *et al.* (2010), en el que un puntaje alto se relaciona con un régimen de tipo de cambio “fijo”, y un puntaje bajo se vincula con un sistema de tipo de cambio más flexible.

Un indicador de *apertura de la cuenta de capital*, también derivado por Aizenman *et al.* (2010), que toma el valor de uno en el caso de los países considerados como relativamente abiertos y de cero respecto de aquellos que son relativamente cerrados.

### Vector autorregresivo interactivo con datos de panel

Se usa un modelo de autorregresión vectorial interactivo con datos de panel (IPVAR) para estudiar cómo la respuesta a impulso de las entradas de capitales a los shocks externos

depende de las características de la base inversora y de los mercados financieros internos.

En términos algebraicos, un modelo de estimación VAR con datos de panel puede escribirse de la siguiente manera:

$$\begin{bmatrix} y \\ X \end{bmatrix}_{i,t} = A_0 + \sum_{j=1}^L A_j \begin{bmatrix} y \\ X \end{bmatrix}_{i,t-j} + \begin{bmatrix} \epsilon^y \\ \epsilon^X \end{bmatrix}_{i,t},$$

donde los vectores  $y$  y  $X$  contienen las variables específicas de los países y las generales, respectivamente, respecto del país  $i$  en el tiempo  $t$ ;  $A_j$  son matrices (restringidas) de coeficientes que serán estimados<sup>1</sup>, y  $\epsilon^y$  y  $\epsilon^X$  son vectores que contienen los términos de error.

En este esquema de modelo,  $y$  incluye el indicador de flujo de capitales en porcentaje del PIB tendencial, y el diferencial entre el crecimiento interno y el crecimiento mundial.  $X$  incluye el indicador de los precios mundiales de las materias primas, el VIX, el crecimiento del PIB real del G-7, y el shock monetario identificado a las tasas de interés de Estados Unidos estimado por Osorio Buitrón y Vesperoni (2015). Las variables en  $X$  son exógenas en relación con las variables en  $y$  (es decir, la restricción en  $A_j$  garantiza la exogeneidad en bloque de las variables en  $X$ ). La identificación del shock se realiza sobre la base de la descomposición de Cholesky<sup>2</sup>.

En un modelo estándar de VAR con datos de panel, los coeficientes en las matrices  $A_j$  permanecen constantes en el tiempo y entre los países. En cambio, en el contexto IPVAR, los coeficientes en las matrices  $A_j$  son funciones de las características específicas de los países (por ejemplo, los indicadores de la base inversora y del mercado interno) que también pueden variar en el tiempo. Más precisamente, para cada país  $i$  caracterizado por un vector de indicadores de la base inversora  $F_{i,t}$  en el tiempo  $t$ , los coeficientes dentro de las matrices  $A_j$  se definen por:  $a_{i,t} = c + \gamma' F_{i,t}$ , donde  $c$  e  $\gamma$  son parámetros estimados por el método IPVAR.

<sup>1</sup>Los coeficientes  $A_j$  en las matrices correspondientes al efecto de  $y$  los rezagos de sobre  $X$  se fijan en cero para reflejar la exogeneidad de las variables incluidas en  $X$ .

<sup>2</sup>Se obtienen resultados ampliamente similares si se utiliza un orden alternativo de las variables exógenas.

**Cuadro del anexo 4.1. Resultados de la estimación: Modelo básico de especificación para entradas brutas de capitales, 2000–16**

	Modelo básico			
	AL-5	AL-7	OME	ME
<b>Primera etapa: Variables cíclicas</b>				
<b>Factores mundiales</b>				
VIX (logaritmo)	1,230 (0,862)	0,987 (1,077)	0,795 (1,359)	0,692 (0,946)
Crecimiento del PIB real del G-7 (interanual)	0,509** (0,171)	0,368* (0,166)	-0,067 (0,442)	0,070 (0,297)
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	-0,083 (0,127)	0,214 (0,314)	1,129 (0,645)	0,799* (0,446)
Precio mundial de materias primas (logaritmo)	4,182*** (0,387)	4,458** (1,354)	4,918*** (1,261)	4,434*** (0,973)
<b>Factores específicos de los países</b>				
Diferencial del crecimiento del PIB real (rezagado)	0,055 (0,116)	0,073 (0,096)	0,560*** (0,118)	0,419*** (0,116)
Diferencial de tasas de interés a corto plazo (rezagado)	-0,070 (0,129)	-0,080 (0,079)	0,026 (0,071)	-0,018 (0,058)
Constante	-18,141** (4,352)	-19,244 (10,425)	-24,244** (9,338)	-20,458*** (7,024)
<b>Segunda etapa: Variables estructurales</b>				
<b>Factores específicos de los países</b>				
Eficacia del gobierno	1,253*** (0,037)	1,949*** (0,111)	3,192*** (0,215)	2,729*** (0,145)
Calidad regulatoria	1,412*** (0,031)	2,024*** (0,068)	4,743*** (0,164)	3,493*** (0,109)
Control de la corrupción	1,069*** (0,015)	1,596*** (0,061)	4,471*** (0,197)	2,593*** (0,112)
Estado de derecho	1,005*** (0,017)	1,578*** (0,068)	4,159*** (0,185)	2,785*** (0,113)
Leyes y orden público	0,554*** (0,018)	0,485*** (0,062)	1,728*** (0,111)	0,982*** (0,068)
Representación y rendición de cuentas	1,380*** (0,055)	1,763*** (0,130)	3,054*** (0,122)	2,615*** (0,095)
Estabilidad política	0,624*** (0,042)	0,650*** (0,082)	3,063*** (0,094)	2,209*** (0,075)
Riesgo político	0,070*** (0,004)	0,094*** (0,010)	0,253*** (0,011)	0,210*** (0,008)
Democracia institucionalizada	0,011** (0,005)	0,016* (0,009)	0,137*** (0,016)	0,087*** (0,011)
Índice sintético de forma de gobierno	0,483*** (0,032)	0,781*** (0,056)	0,332*** (0,019)	0,317*** (0,016)
Tasa de impuesto sobre las sociedades	-0,115*** (0,004)	-0,190*** (0,009)	-0,356*** (0,013)	-0,279*** (0,009)
Calificación crediticia	0,494*** (0,037)	0,752*** (0,051)	0,571*** (0,110)	0,628*** (0,071)
Observaciones	322	440	872	1.312
R cuadrado (primera etapa)	0,480	0,385	0,141	0,151
Rango intercuartiles de R cuadrado (segunda etapa)	0,424–0,826	0,162–0,520	0,214–0,434	0,193–0,374
Número de países	5	7	15	22

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar robustos se muestran entre paréntesis. El índice sintético de forma de gobierno mide cuán democrático es un país. AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; G-7 = Grupo de los Siete; ME = mercados emergentes; OME (otros mercados emergentes) = China, Croacia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

\* p &lt; 0,10; \*\* p &lt; 0,05; \*\*\* p &lt; 0,01.

**Cuadro del anexo 4.2. Resultados de la estimación: Especificaciones alternativas para entradas de capitales, efectos fijos, 2000–16**

Variables	Modelo básico		VIX		VIX y precios de materias primas		Diferencial de crecimiento interno		Diferencial de crecimiento interno y precios de materias primas	
	AL-5 (1)	OME (2)	AL-5 (3)	OME (4)	AL-5 (5)	OME (6)	AL-5 (7)	OME (8)	AL-5 (9)	OME (10)
<b>Factores mundiales</b>										
VIX (logaritmo)	1,230 (0,862)	0,795 (1,359)	-1,461** (0,518)	-1,025 (1,556)	-0,212 (0,650)	-0,374 (1,476)				
Crecimiento del PIB real del G-7 (interanual)	0,509** (0,171)	20,067 (0,442)								
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	-0,083 (0,127)	1,129 (0,645)								
Precio mundial de materias primas (logaritmo)	4,182*** (0,387)	4,918*** (1,261)			4,024*** (0,567)	2,566** (0,919)			3,989*** (0,410)	2,641*** (0,832)
<b>Factores específicos de los países</b>										
Diferencial de crecimiento del PIB real (rezagado)	0,055 (0,116)	0,560*** (0,118)					0,333** (0,100)	0,633*** (0,096)	0,032 (0,070)	0,634*** (0,119)
Diferencial de tasas de interés a corto plazo (rezagado)	20,070 (0,129)	0,026 (0,071)								
Constante	-18,141** (4,352)	-24,244** (9,338)	9,968*** (1,535)	7,938 (4,594)	-12,733** (4,369)	-6,203 (5,220)	4,946*** (0,208)	3,110*** (0,272)	-13,261*** (1,959)	-9,469** (3,818)
Observaciones	322	872	328	872	328	872	328	872	328	872
R cuadrado	0,480	0,141	0,031	0,002	0,389	0,023	0,082	0,056	0,389	0,079
Número de país	5	15	5	15	5	15	5	15	5	15

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar robustos se muestran entre paréntesis. AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; G-7 = Grupo de los Siete; ME = mercados emergentes; OME (otros mercados emergentes) = China, Croacia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

\*  $p < 0,10$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

**Cuadro del anexo 4.3. Resultados de la estimación para entradas de inversión extranjera directa y de inversión de cartera, 2000–16**

	Entradas de IED brutas			Entradas de inversión de cartera brutas		
	AL-5	AL-7	OME	AL-5	AL-7	OME
<b>Primera etapa: Variables cíclicas</b>						
<b>Factores mundiales</b>						
VIX (logaritmo)	0,102 (0,560)	0,325 (0,399)	1,006 (0,980)	-0,338 (0,401)	-0,300 (0,525)	-0,938*** (0,227)
Crecimiento del PIB real del G-7 (interanual)	0,001 (0,068)	-0,017 (0,064)	-0,444 (0,334)	0,282** (0,064)	0,264*** (0,049)	0,343*** (0,109)
Tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos	0,022 (0,073)	0,134 (0,101)	0,647 (0,397)	-0,316** (0,109)	-0,030 (0,210)	-0,001 (0,093)
Precio mundial de materias primas (logaritmo)	1,493* (0,594)	1,508** (0,527)	2,100 (1,196)	1,206* (0,446)	2,140** (0,711)	1,252*** (0,390)
<b>Factores específicos de los países</b>						
Diferencial del crecimiento del PIB real (rezagado)	0,006 (0,102)	0,034 (0,063)	0,035 (0,084)	0,051 (0,033)	-0,054 (0,055)	0,087* (0,049)
Diferencial de tasas de interés a corto plazo (rezagado)	0,075 (0,078)	0,006 (0,020)	-0,005 (0,014)	-0,023 (0,083)	-0,017* (0,009)	0,017 (0,021)
Constante	-3,792 (3,094)	-4,600 (2,630)	-10,369 (8,444)	-2,933 (2,668)	-7,968 (4,673)	-2,889 (1,773)
<b>Segunda etapa: Variables estructurales</b>						
<b>Factores específicos de los países</b>						
Eficacia del gobierno	2,214*** (0,087)	2,351*** (0,084)	2,184*** (0,136)	0,400*** (0,025)	0,812*** (0,073)	1,304*** (0,044)
Calidad regulatoria	2,670*** (0,064)	2,140*** (0,052)	2,940*** (0,109)	0,521*** (0,021)	1,119*** (0,041)	1,278*** (0,040)
Control de la corrupción	1,965*** (0,043)	1,677*** (0,050)	2,609*** (0,132)	0,287*** (0,020)	0,639*** (0,047)	1,378*** (0,044)
Estado de derecho	1,825*** (0,047)	1,794*** (0,048)	2,734*** (0,116)	0,267*** (0,020)	0,628*** (0,049)	1,145*** (0,045)
Leyes y orden público	1,093*** (0,032)	0,990*** (0,044)	0,858*** (0,075)	0,210*** (0,010)	0,193*** (0,037)	-0,062* (0,032)
Representación y rendición de cuentas	2,438*** (0,120)	1,925*** (0,118)	1,285*** (0,093)	0,315*** (0,036)	0,512*** (0,085)	0,947*** (0,026)
Estabilidad política	1,062*** (0,085)	0,718*** (0,078)	1,820*** (0,065)	0,126*** (0,022)	0,104** (0,050)	0,638*** (0,029)
Riesgo político	0,121*** (0,009)	0,117*** (0,009)	0,160*** (0,007)	0,024*** (0,002)	0,035*** (0,006)	0,055*** (0,003)
Democracia institucionalizada	0,015 (0,009)	0,014 (0,009)	0,048*** (0,011)	0,001 (0,002)	0,001 (0,005)	0,062*** (0,004)
Índice sintético de forma de gobierno	0,956*** (0,060)	0,806*** (0,053)	0,088*** (0,014)	0,184*** (0,014)	0,320*** (0,035)	0,113*** (0,004)
Tasa de impuesto sobre las sociedades	-0,219*** (0,007)	-0,229*** (0,006)	-0,187*** (0,009)	-0,047*** (0,002)	-0,097*** (0,006)	-0,010** (0,005)
Calificación crediticia	0,904*** (0,073)	0,788*** (0,048)	0,643*** (0,068)	0,223*** (0,015)	0,486*** (0,027)	0,233*** (0,028)
Observaciones	322	440	872	322	440	872
R cuadrado (primera etapa)	0,176	0,174	0,071	0,388	0,307	0,192
Rango intercuartiles de R cuadrado (segunda etapa)	0,350–0,796	0,331–0,728	0,122–0,382	0,271–0,489	0,073–0,327	0,191–0,515
Número de países	5	7	15	5	7	15

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar robustos se muestran entre paréntesis. El índice sintético de forma de gobierno mide cuán democrático es un país.

AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; AL-7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; G-7 = Grupo de los Siete;

IED = inversión extranjera directa; OME (otros mercados emergentes) = China, Croacia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía; VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

\* p &lt; 0,10; \*\* p &lt; 0,05; \*\*\* p &lt; 0,01.

## Referencias

- Adler, G., M. L. Djigbenou y S. Sosa. 2016. “Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?”. *Journal of International Money and Finance*, 60: 8–28.
- Aizenman, J., M.D. Chinn y H. Ito. 2010. “The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma’s Configurations”. *Journal of International Money and Finance*, 29 (4): 615–41.
- Arslanalp, S., y T. Tsuda. 2014. “Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt”. IMF Working Paper 14/39, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce y S. Schmukler. 2013. “Gross Capital Flows: Dynamics and Crises”. *Journal of Monetary Economics*, 60: 113–33.
- Caceres, C., C. Gonçalves, G. Lindow y G. Sher. De próxima publicación a. “The Role of the Investor Base in the Sensitivity of Capital Flows to External Shocks”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- . De próxima publicación b. “Understanding the Cyclical and Structural Drivers of Capital Flows in Emerging Markets”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart. 1993. “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”. IMF Staff Papers, 40 (1): 108–51, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Cihak, M., A. Demirguc-Kunt, E. Feyen y R. Levine. 2012. “Benchmarking Financial Systems around the World”. World Bank Policy Research Working Paper 6175, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Ghosh, A.R., M.S. Qureshi, J.I. Kim, y J. Zalduendo. 2014. “Surges”. *Journal of International Economics*, 92: 266–85.
- Gruss, B. 2014. “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper 14/154, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Koepke, R. 2015. “What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature”. IIF Working Paper, Institute of International Finance, Washington, D.C.
- Magud, N., y S. Sosa. 2015. “Investment in Emerging Markets: We Are Not in Kansas Anymore... Or Are We?”. IMF Working Paper 15/77, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Matheson, T., y E. Stavrev. 2014. “News and Monetary Shocks at a High Frequency: A Simple Approach”. *Economic Letters*, 125: 282–86.
- Obstfeld, M., J.D. Ostry y M.S. Qureshi. De próxima publicación. “A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Orosio Buitron, C., y E. Vesperoni. 2015. “Big Players out of Synch: Spillover Implications of U.S. and Euro Area Shocks”. IMF Working Paper 15/215, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Reinhart, C., y V. Reinhart. 2008. “Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present”. NBER Working Paper 14321, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Rey, H. 2015. “Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”. NBER Working Paper 21162, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Sala-i-Martin, X. 1997. “I Just Ran Two Million Regressions”. *American Economic Review*, 87 (2): 178–83.
- Towbin, P., y S. Weber. 2013. “Limits of Floating Exchange Rates: The Role of Foreign Currency Debt and Import Structure”. *Journal of Development Economics*, 101: 179–94.

## 5. Migración y remesas en América Latina y el Caribe: ¿Estabilizadores macroeconómicos y motores del crecimiento?

*Los flujos migratorios y de remesas en América Latina y el Caribe (ALC) —normalmente hacia Estados Unidos y procedentes de esta economía, respectivamente— tienen importantes efectos económicos y sociales en los países de origen de los migrantes. En este capítulo se examinan las recientes tendencias de la migración exterior en ALC y las remesas hacia esta región, así como sus costos y beneficios. La migración exterior, considerada de manera aislada, puede reducir el crecimiento en los países de origen a través de la disminución de la oferta de mano de obra y la productividad, pero las remesas enviadas por los trabajadores migratorios a sus países de origen son un factor atenuante, ya que constituyen una fuente importante y relativamente estable de financiamiento externo, sobre todo en América Central y el Caribe, y ayudan a mitigar el impacto de los shocks económicos. No obstante, la dependencia de la región de las remesas procedentes principalmente de Estados Unidos puede plantear riesgos para la estabilidad macroeconómica, por razones cíclicas y, lo que es más importante, por posibles cambios en las políticas relacionadas con la inmigración. Pueden aplicarse políticas específicas en los países de origen orientadas a reducir la migración exterior y sus consiguientes consecuencias negativas. En particular, la aplicación de reformas estructurales, orientadas a aprovechar la reserva de trabajadores altamente calificados y capacitados a fin de fomentar la diversificación económica en el país, probablemente ayudará a reducir la “fuga de cerebros”. Asimismo, dado el papel clave que desempeñan las remesas en el financiamiento y la estabilización, convendría apoyar las políticas que reduzcan los costos de transacción y fomenten el uso de los canales formales de intermediación.*

La migración y las remesas pueden tener profundos efectos en el bienestar humano y en el desarrollo económico. La migración económica refleja el deseo de las personas de mejorar su propio bienestar y el de sus familias. Cuando los inmigrantes encuentran

empleos mejor remunerados en el exterior, probablemente la productividad aumenta a nivel mundial. Análogamente, las remesas que los trabajadores migratorios envían a sus países de origen también pueden mejorar el nivel de vida, la salud y la educación de los hogares receptores, frecuentemente pobres. Sin embargo, para otras personas en el país de origen el impacto de la migración exterior puede ser menos benigno, ya que la salida de trabajadores en edad activa productiva, los cuales pueden tener un nivel educativo relativamente alto, puede debilitar la base económica del país.

La migración exterior ha sido un fenómeno importante para los países de ALC, sobre todo los de América Central y el Caribe. En ambas subregiones, los emigrantes representan alrededor del 10 por ciento o más de la población —frente a aproximadamente el 2 por ciento, en promedio, en el grupo de países de mercados emergentes y en desarrollo— y envían a sus países de origen sustanciales fondos, que ascienden, en promedio, a alrededor del 8 por ciento del PIB, para ayudar a sus familiares.

Dada su importancia para la región, en este capítulo se examinan las recientes tendencias de los flujos migratorios y de remesas, así como los costos y beneficios de estos flujos. ¿Perjudica la pérdida de población relacionada con la emigración al crecimiento económico? ¿Compensan las remesas esta pérdida y son estas un motor del crecimiento? ¿Constituyen las remesas estabilizadores macroeconómicos y contribuyen a reducir la pobreza y la desigualdad? Nuestro análisis ofrece respuestas positivas con reservas a cada una de estas preguntas. El análisis se centra en las consecuencias para los países de ALC de los que provienen los migrantes y no abarca los efectos en los países de acogida.

Los resultados presentados en este capítulo subrayan las profundas y multifacéticas

Este capítulo fue preparado por un equipo dirigido por Jan Kees Martijn e integrado por Kimberly Beaton, Svetlana Cerovic, Misael Galdamez, Metodij Hadzi-Vaskov, Franz Loyola, Zsoka Koczan, Bogdan Lissovlik, Yulia Ustyugova y Joyce Wong. Los resultados analíticos de este capítulo se describen con mayor detalle en Beaton *et al.* (de próxima publicación).

implicaciones de los flujos migratorios y de remesas para la región de ALC. Si bien la emigración puede reducir el crecimiento económico per cápita real (debido a la caída de los recursos laborales y la productividad), las remesas pueden respaldar la inversión y la educación y favorecer los vínculos comerciales. Nuestro análisis indica que el impacto negativo de la emigración sobre el crecimiento per cápita real parece ser mayor que el aumento del crecimiento derivado de las remesas, en particular para la región del Caribe. Sin embargo, como dato positivo, tanto en América Central como en la región del Caribe, las remesas son importantes estabilizadores macroeconómicos. Son una de las fuentes de financiamiento externo más importantes, facilitan la suavización del consumo privado y refuerzan la solidez del sector financiero y el desempeño fiscal. Como es más probable que los hogares de bajos ingresos reciban remesas, estos flujos también constituyen un canal para reducir la pobreza y la desigualdad. México se destaca como un caso especial, ya que es la principal fuente de inmigrantes hacia Estados Unidos y un punto importante en el que se concentra la migración procedente de América Central. En cambio, en la mayoría de los países de América del Sur, la emigración y las remesas son menos primordiales y no parecen actuar como estabilizadores macroeconómicos. Incluso en aquellos países de América del Sur que han registrado sustanciales flujos de migración exterior, las remesas tienden a ser relativamente modestas, y nuestro análisis no muestra efectos macroeconómicos significativos. La evolución del mercado laboral y los cambios en las políticas de inmigración y remesas en los países de acogida pueden tener un impacto significativo. Dado que la mayoría de los emigrantes de América Central, México y el Caribe viven en Estados Unidos, un cambio importante en el ciclo económico y en las políticas de este país podría tener repercusiones regionales particularmente amplias.

El capítulo comienza con un análisis de los patrones de migración y remesas en ALC. El análisis se basa en la naturaleza centralizada

en Estados Unidos de los patrones de emigración de la región, y la disponibilidad de datos microeconómicos sobre este país, para examinar las características de los emigrantes y los remitentes de remesas. Posteriormente, se examina el impacto de la emigración y las remesas en el crecimiento per cápita y la estabilidad macroeconómica. Por último, el análisis considera los riesgos de la dependencia de las remesas y concluye con algunas consideraciones de política económica.

## Panorama general de la migración y las remesas

El número de emigrantes procedentes de ALC (como porcentaje de la población del país de origen) es uno de los más elevados a escala mundial (gráficos 5.1 y 5.2)<sup>1</sup>. Desde los años sesenta, la emigración hacia los países que ofrecen mejores oportunidades económicas ha sido un fenómeno importante en ALC. Las causas de la emigración también han sido los violentos conflictos ocurridos en varios países, en particular en América Central, a lo largo de los años noventa, y el posterior deterioro de la situación de seguridad. La emigración ha sido particularmente significativa en la región del Caribe, donde una quinta parte de la población vive en el extranjero, y en los países de América Central, Panamá y la República Dominicana (CAPRD) y México, donde los emigrantes representan aproximadamente el 10 por ciento de la población. En cambio, la emigración procedente de los países de América del Sur ha sido limitada, con un promedio de aproximadamente el 2½ por ciento de la población. Sin embargo, algunos países sudamericanos como Paraguay y Uruguay tienen una población importante de emigrantes que viven en el extranjero y que representan más del 10 por ciento de la población. Entre otros

<sup>1</sup>Los datos sobre la migración provienen de las estadísticas de migración de la División de Población de las Naciones Unidas. Se basan en los datos sobre el número de migrantes recopilados en los censos nacionales de población. Si bien la metodología puede diferir en cierta medida en los diferentes países, en principio los datos incluyen tanto los migrantes legales como ilegales.

países de América del Sur, Bolivia, Colombia y Ecuador también tienen una población importante de emigrantes.

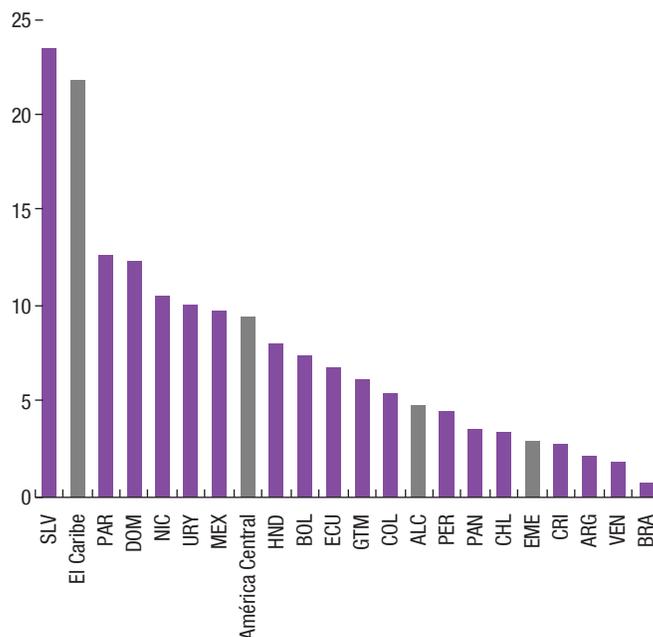
La emigración procedente de ALC ha consistido en migración Sur-Norte y, especialmente en América del Sur, migración intrarregional. Alrededor de dos terceras partes de todos los migrantes de ALC residen en Estados Unidos, aunque Canadá tiene la mayor proporción de inmigrantes de ALC en el total de su población. Casi todos los emigrantes procedentes de México y cuatro de cada cinco emigrantes procedentes de la región de CAPRD viven en Estados Unidos, mientras que el perfil de los migrantes del Caribe (de los cuales poco más de la mitad reside en Estados Unidos) es más diverso, dada la importancia de la emigración procedente de esta región hacia Canadá y Europa. En América del Sur, los principales países de destino de los migrantes (en particular, de Bolivia, Chile, Paraguay y Uruguay) han sido Argentina y, especialmente durante los años setenta, Venezuela (en particular, desde Colombia). Desde la crisis económica de los ochenta, también es más importante la migración procedente de América del Sur hacia otras regiones —en particular, hacia Estados Unidos— y —debido a los vínculos históricos y lingüísticos— hacia España<sup>2</sup>. Además, en los últimos años, Chile y Colombia se han convertido en destinos destacados.

¿Quiénes son estos emigrantes? Los datos microeconómicos de la Encuesta sobre la Comunidad Estadounidense (American Community Survey, ACS) muestran un perfil de los inmigrantes de ALC en Estados Unidos (anexo 5.1)<sup>3</sup>. Si bien los inmigrantes, por lo general, entran en Estados Unidos cuando tienen un poco más de veinte años de edad, los inmigrantes de México y la región de CAPRD, suelen ser más jóvenes y tener un nivel educativo más bajo que

<sup>2</sup>Véase un análisis general sobre estos patrones de migración en OEA (2011).

<sup>3</sup>En el caso de los migrantes de América del Sur, y en menor medida del Caribe, estos datos pueden no reflejar plenamente las características de estos migrantes dado que el patrón de destino es más diverso.

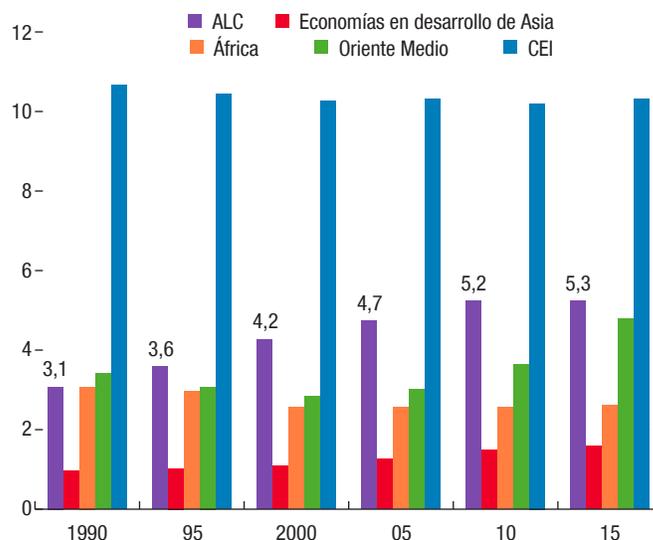
**Gráfico 5.1. Emigrantes, América Latina y el Caribe y economías de mercados emergentes, 2015**  
(Porcentaje de la población total)



Fuentes: División de Población de las Naciones Unidas, base de datos International Migration Stock (población de migrantes internacionales); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143. ALC = América Latina y el Caribe; EME = economías de mercados emergentes.

**Gráfico 5.2. Emigrantes, por regiones mundiales**  
(Porcentaje de la población)

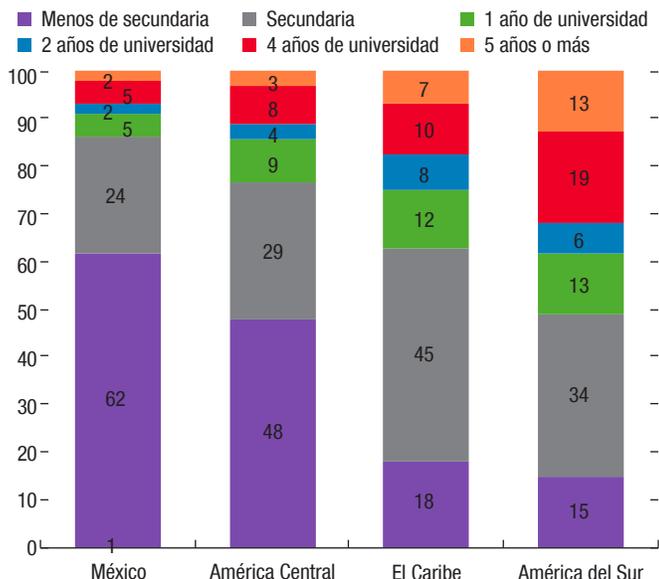


Fuentes: División de Población de las Naciones Unidas, base de datos International Migration Stock (población de migrantes internacionales); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; CEI = Comunidad de Estados Independientes.

### Gráfico 5.3. Nivel educativo de los migrantes al entrar en Estados Unidos

(Porcentaje de migrantes con nivel educativo)



Fuentes: Encuesta sobre la Comunidad Estadounidense (2008) y estimaciones del personal técnico del FMI.

los procedentes de América del Sur y el Caribe (gráfico 5.3). De estos últimos grupos, el 40 por ciento o más han cursado estudios superiores (o de posgrado). La fuga de cerebros es un problema particularmente importante en la región del Caribe (recuadro 5.1). También es mucho más probable que los emigrantes procedentes de México y la región de CAPRD estén indocumentados, y menos probable que adquieran la ciudadanía estadounidense que los procedentes del Caribe y América del Sur<sup>4</sup>. Existen datos empíricos sobre la reunificación familiar de emigrantes procedentes de la región de CAPRD y México en Estados Unidos<sup>5</sup>.

Al tener, en promedio, niveles más bajos de educación, los emigrantes procedentes de México y de CAPRD suelen ocupar los trabajos menos cualificados, concentrados en los sectores de la construcción y mantenimiento, el transporte, la

<sup>4</sup>Véanse más detalles en Beaton *et al.* (de próxima publicación).

<sup>5</sup>Estos datos muestran una disminución del porcentaje de hogares donde el adulto que ejerce la jefatura del hogar está casado pero su cónyuge está ausente, en proporción con la edad del adulto que ejerce la jefatura del hogar, véase Beaton *et al.* (de próxima publicación).

### Gráfico 5.4. Salario promedio de los migrantes en Estados Unidos

(Dólares de EE.UU. de 2014; migrantes que entraron después de los 22 años)



Fuentes: Encuesta sobre la Comunidad Estadounidense (2008) y estimaciones del personal técnico del FMI.

producción y la preparación de alimentos, mientras que los emigrantes procedentes de América del Sur y el Caribe suelen ocupar empleos de oficina y administración, ventas, gestión y relacionados con la salud. Los inmigrantes más cualificados de América del Sur y el Caribe también ganan más: sus salarios por hora son casi un 60 por ciento más altos, en promedio, que los de los inmigrantes de México y de CAPRD (gráfico 5.4).

Los emigrantes de ALC mantienen fuertes vínculos con sus países de origen, y envían a sus familias montos significativos de remesas, que representaron el 1,4 por ciento del producto regional en 2015 (gráfico 5.5). Como porcentaje del PIB, los flujos de remesas hacia los países de CAPRD y el Caribe eclipsan, en coherencia con el mayor número de migrantes de esos países, los recibidos por los países vecinos de América del Sur y también superan con creces los flujos recibidos por México (uno de los principales países receptores del mundo en términos nominales) y por las economías de mercados emergentes en promedio<sup>6</sup>. En cuatro países: El

<sup>6</sup>Incluso en países de América del Sur con grandes poblaciones de emigrantes, las remesas son muy bajas si se las compara con las

Salvador, Haití, Honduras y Jamaica, las remesas superan el 15 por ciento del PIB (gráfico 5.6).

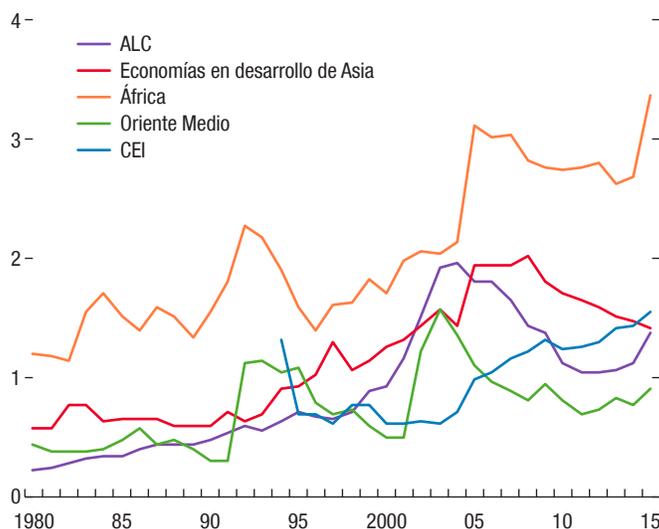
El comportamiento remesador de los inmigrantes de ALC en Estados Unidos varía en función de las características demográficas. Alrededor de una tercera parte de los inmigrantes de ALC envía remesas a sus países de origen. Esta proporción es algo mayor en el caso de CAPRD y se reduce con la edad. La probabilidad de que un inmigrante envíe remesas no parece estar relacionada con sus ingresos. No resulta sorprendente entonces que la probabilidad sea mayor en el caso de los inmigrantes casados pero cuyo cónyuge está ausente. En promedio, los inmigrantes de ALC envían a sus familias remesas por un monto de alrededor de USD 2.500 anuales. Cuando envían remesas, los inmigrantes en Estados Unidos con menores niveles educativos y de ingresos suelen enviar una mayor proporción de su ingreso, mientras que los inmigrantes del Caribe envían cantidades mucho menores que los de América Central (gráfico 5.7).

Las remesas hacia la región alcanzaron su nivel máximo de alrededor del 2 por ciento del producto regional antes de la crisis financiera mundial. Dado que los migrantes de ALC residen principalmente en Estados Unidos —el epicentro de la crisis—, las remesas cayeron drásticamente durante y tras la crisis, mucho más que en otras regiones del mundo. Los emigrantes procedentes de México y CAPRD se vieron particularmente golpeados por la crisis financiera mundial, ya que esta afectó profundamente a los sectores donde tradicionalmente se han empleado, lo que redujo drásticamente las remesas hacia estos países. Posteriormente, las remesas hacia la región comenzaron a recuperarse, pero se mantienen por debajo de los niveles máximos alcanzados antes de la crisis.

El costo de enviar remesas es sustancial, lo que reduce el monto de dinero recibido por las familias de los emigrantes (recuadro 5.2). La mayor parte de las remesas se depositan y reciben en efectivo ya sea a través de servicios de

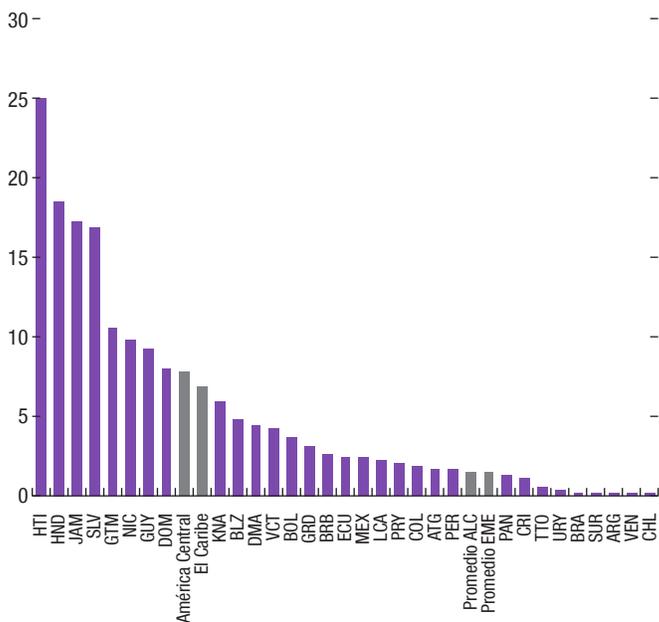
remesas de países de CAPRD que tienen similares poblaciones de emigrantes.

**Gráfico 5.5. Remesas, por regiones mundiales**  
(Porcentaje del PIB regional)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; Banco Mundial, base de datos de Word Development Indicators; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: ALC = América Latina y el Caribe; CEI = Comunidad de Estados Independiente.

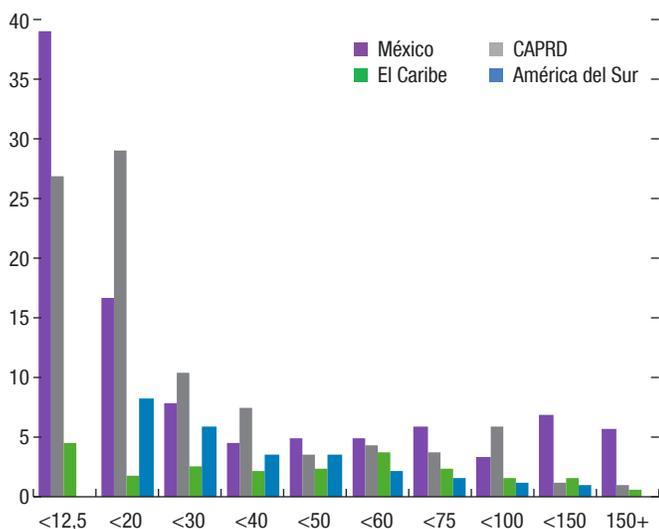
**Gráfico 5.6. Remesas, América Latina y el Caribe y economías de mercados emergentes, 2015**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; Banco Mundial, base de datos de Word Development Indicators; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: ALC = América Latina y el Caribe; CEI = Comunidad de Estados Independiente. Para consultar los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO) utilizados en las leyendas de datos, véase la página 143. ALC = América Latina y el Caribe; EME = economías de mercados emergentes.

transferencias monetarias (STM) o bancos. Los STM, de los cuales Western Union y MoneyGram son los más importantes, proporcionan el canal primordial a través del cual los migrantes envían remesas, con una cuota de mercado de más del 80 por ciento de los canales de remesas en ALC<sup>7</sup>.

**Gráfico 5.7. Montos remitidos por los migrantes en Estados Unidos como porcentaje del ingreso**  
(Cuando se envían; ingreso en dólares de EE.UU. de 2000)



Fuentes: Encuesta sobre la Comunidad Estadounidense (2008) y estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

## Estimación de los efectos de la migración y las remesas en el crecimiento

¿Cuáles son los efectos de la emigración y las entradas de remesas vinculadas con este fenómeno en la población que permanece en el país de origen? En general, nuestros resultados empíricos, que se detallan a continuación, parecen indicar que la migración exterior tiene un efecto negativo en el crecimiento per cápita de los países de ALC, mientras que las remesas parecen tener el

efecto contrario. El efecto neto de la migración y las remesas en el crecimiento tiende a ser negativo para la región del Caribe, pero es menos claro para otros grupos de países. Por un lado, la emigración probablemente tenga un efecto negativo en el país de origen ya que la salida de población en edad productiva reduce la fuerza de trabajo. Esta pérdida puede ser mucho mayor en caso de fuga de cerebros, ya que la pérdida de trabajadores altamente calificados puede implicar externalidades negativas para la economía en general, por ejemplo, dejando menos margen para la innovación. Por lo tanto, es probable que los efectos negativos de la emigración sean más pronunciados en el Caribe y América del Sur, de donde suele proceder una proporción relativamente importante de los emigrantes altamente calificados. Las entradas de remesas también pueden agravar la caída de la oferta de mano de obra, ya que los receptores sustituyen la renta del trabajo por los ingresos recibidos. Por el otro lado, las remesas pueden tener un efecto positivo en el crecimiento al proporcionar recursos financieros para la inversión y educación, y crear redes migratorias que pueden fomentar el comercio y la inversión<sup>8</sup>. Es probable que estos efectos positivos sean mayores en México y la región de CAPRD, los cuales reciben el mayor volumen de remesas como porcentaje del PIB.

Es difícil estimar de manera empírica el efecto de la emigración y las remesas en el crecimiento per cápita. Los estudios existentes se han centrado principalmente en las remesas, y no son concluyentes<sup>9</sup>. En cambio, este capítulo tiene por objetivo estimar el efecto neto de la emigración y las remesas en el crecimiento. En cualquier caso, la doble causalidad plantea un grave problema. La emigración y las remesas pueden responder a las condiciones económicas y también afectar a dichas condiciones (a través de los canales descritos anteriormente). Las regresiones simples con

<sup>7</sup>Sin embargo, estos datos provenientes de la base de datos del Banco Mundial sobre los precios de las remesas en todo el mundo, Remittance Price Worldwide (RPW), no tienen en cuenta el monto de remesas negociado en cada canal, lo que reflejaría mejor el uso relativo.

<sup>8</sup>Por ejemplo, Edwards y Ureta (2003) observan que las remesas tienen efectos positivos significativos en la retención escolar en El Salvador.

<sup>9</sup>Véanse otros estudios anteriores sobre el impacto de la migración y/o las remesas en el crecimiento, como por ejemplo, Barajas *et al.* (2008).

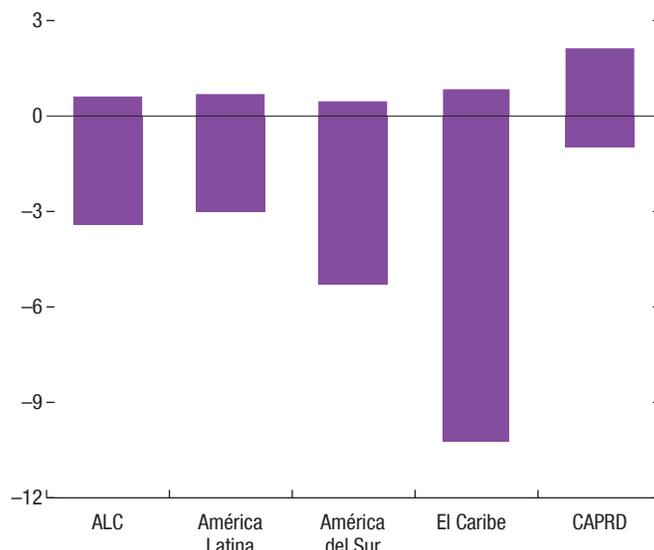
datos de panel por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) no reflejarían esta doble causalidad. Para atenuar estas inquietudes, también se estiman los efectos de la migración y las remesas en el crecimiento del PIB per cápita real utilizando el método de variables instrumentales<sup>10,11</sup>.

Como esperábamos, los resultados de nuestra estimación apuntan a que la migración exterior, considerada de forma aislada, tiene efectos negativos en el crecimiento, y parece que estos efectos son más pronunciados en las subregiones que experimentan una fuga de cerebros (cuadro del anexo 5.2.1). Las remesas parecen tener efectos positivos en el crecimiento (aunque no siempre son estadísticamente significativos), y estos efectos son mayores en las subregiones receptoras de grandes flujos de remesas. Sin embargo, es difícil cuantificar con precisión estos efectos separados porque la migración y las remesas están

<sup>10</sup>Se utiliza un método similar en todas las secciones siguientes, salvo en la relacionada con la distribución del riesgo de consumo.

<sup>11</sup>Las regresiones se estiman sobre el período 1980–2015 (muestra no equilibrada). Las regresiones por MCO incluyen los efectos fijos por país que representan las características del país no observables que no varían con el tiempo (y que atenúan las preocupaciones relacionadas con los datos faltantes no aleatorios en el panel no equilibrado, en la medida en que se trata de características del país de lento movimiento o que no varían con el tiempo). Las regresiones controlan por el contexto externo como el crecimiento del PIB real en Estados Unidos, otros factores que afectan al crecimiento como la inversión extranjera directa (IED) como porcentaje del PIB, el crecimiento de las exportaciones, la variación de los términos de intercambio, y el riesgo país y el número de emigrantes como porcentaje de la población nacional. Los resultados son robustos al controlar por la inversión y el PIB real per cápita rezagado. En este caso, las variables endógenas son las remesas y la migración, así como el gasto público y M2 como porcentaje del PIB. Estas variables se instrumentan utilizando sus promedios regionales (excluido el país en cuestión), el porcentaje de la población rural y el desempleo en los países de destino. Aunque los instrumentos basados en los promedios regionales pueden no ser estrictamente exógenos si el propio país es grande en relación con la región, es poco probable que esto constituya un problema para la mayoría de los países de la muestra. Las regresiones de variables instrumentales (IV, por sus siglas en inglés) se implementan utilizando mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS) e incluyen los efectos fijos por país pero no los efectos fijos temporales ya que incluyen controles como el crecimiento en Estados Unidos. Los estadísticos F de la primera etapa son superiores a 10 en todas las especificaciones salvo en el Caribe, donde el tamaño de la muestra es particularmente reducido. Las especificaciones pasan la prueba de restricciones sobreidentificadas. Lamentablemente, no se dispone de información sobre las edades y cualificaciones de los emigrantes con respecto a un período suficientemente largo para incluirla en las regresiones; la variación transversal de estos factores se vería neutralizada por los efectos fijos por país.

**Gráfico 5.8. Efecto neto de la migración y las remesas en el crecimiento, 2003–13**  
(Puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Notas: El efecto neto se basa en las estimaciones de coeficientes a partir de las regresiones de efectos fijos y variables instrumentales, las variaciones en el número de migrantes y las remesas como porcentaje del PIB en 2003–13. ALC = América Latina y el Caribe; CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

estrechamente correlacionadas (en particular, no puede haber remesas sin inmigración). Además, las estimaciones en el caso de América del Sur ocultan un alto grado de heterogeneidad dentro de esta subregión: si bien la emigración y las remesas revisten una importancia limitada para algunos países, el número de emigrantes de Paraguay y Uruguay es considerable, y los flujos de remesas son significativos en el caso de Bolivia y Ecuador. No obstante, si se restringe la muestra a estos cuatro países, los resultados de la estimación no varían sustancialmente (no se ilustra).

La emigración y las remesas conjuntamente parecen haber tenido un efecto poco significativo y ambiguo en el crecimiento del PIB per cápita real de la región de ALC en conjunto, pero el efecto ha variado de una subregión a otra, debido probablemente a las diferentes características de los migrantes. El gráfico 5.8 muestra el efecto acumulado estimado *conjunto* en el crecimiento de los aumentos efectivos del número de emigrantes y de las remesas durante el período 2003–13,

utilizando los coeficientes estimados y los aumentos efectivos del número de emigrantes y de las remesas en cada subregión durante este período. Dadas las complicaciones debidas a la doble causalidad, el gráfico muestra los rangos en lugar de las estimaciones puntuales<sup>12</sup>. Este efecto conjunto o neto probablemente haya sido negativo en el Caribe y América del Sur, observándose en el primer caso grandes flujos de salidas de emigrantes y en ambas regiones una fuga de cerebros y entradas de remesas relativamente menos importantes. Por otro lado, el impacto neto parece ser poco significativo y posiblemente positivo para la región de CAPRD, la cual recibe un volumen mucho mayor de remesas<sup>13</sup>.

Para examinar el efecto neto de la emigración y las remesas a más largo plazo, se estima la misma especificación utilizando promedios de 5 años para tener en cuenta los rezagos y efectos dinámicos (cuadro del anexo 5.2.2). Estos resultados apuntan

<sup>12</sup>El efecto conjunto ‘real’ de la migración y las remesas en el crecimiento del PIB per cápita probablemente se ubicará entre los efectos instrumentados (que tratan de eliminar todos los efectos de causalidad invertida, pero solamente reflejan la variación de los instrumentos) que en el gráfico 5.8 aparecen en la parte inferior del rango y los efectos por mínimos cuadrados ordinarios (que mezclan parte del efecto real con la causalidad invertida) que corresponden a la parte superior del rango.

<sup>13</sup>En el caso de México, el efecto observado está en torno a cero, pero esto no es estrictamente comparable con los otros resultados porque se estima puramente a partir de la variación de la serie temporal y la muestra de datos es particularmente reducida (Beaton *et al.*, de próxima publicación). Los efectos son típicamente menos significativos en las subregiones que en ALC en su conjunto debido a que los tamaños de las muestras son más pequeños y a que dentro de las mismas subregiones hay menos variaciones. Los trabajos empíricos no son concluyentes con respecto a los efectos de las remesas en el crecimiento: Catrinescu *et al.* (2006), AFD (2007) y Banco Mundial (2005) observan efectos positivos; Giuliano y Ruiz-Arranz (2005) examinaron los efectos a más largo plazo y observaron importantes efectos positivos solamente en aquellos países con sectores financieros pequeños donde cabe suponer que las restricciones de crédito son más generalizadas. La edición de abril de 2005 del informe WEO del FMI no observa un efecto estadísticamente significativo, y Barajas *et al.* (2008) observan un efecto positivo y estadísticamente significativo solamente cuando la estimación excluye la inversión y sin efectos fijos por país. El método empírico utilizado en este caso es el más parecido al empleado en Barajas *et al.* (2008) y Abdih *et al.* (2009), aunque con la distinción crucial de que no controlan por la migración total o los flujos de migración. En este capítulo, el efecto positivo de las remesas en el crecimiento se estima controlando al mismo tiempo por la migración total y los flujos de migración y, por lo tanto, en relación con el escenario contrafáctico de “migración sin remesas”. El efecto positivo de las remesas en el crecimiento también se da al examinar el ING en lugar del PIB.

a que, si bien el orden de las subregiones sigue siendo similar, el efecto neto es más negativo a más largo plazo. Por lo tanto, es improbable que las remesas (y la migración) constituyan los motores de un crecimiento duradero.

## El papel estabilizador de las remesas

Aunque la emigración y las remesas puedan tener, en conjunto, implicaciones netas poco claras o negativas en el crecimiento, las remesas suelen considerarse como una fuente de estabilización económica, y este aspecto puede generar importantes beneficios para los países de origen de los migrantes. El análisis de esta sección parece indicar que las remesas han contribuido en efecto a la estabilización macroeconómica dentro de la región de ALC. Se observan efectos positivos estadísticamente significativos en especial en la región de CAPRD y el Caribe (cuadro 5.1). En estas subregiones, las remesas normalmente contribuyen a una mayor suavización del consumo, ayudan a generar ingresos fiscales y favorecen la estabilidad financiera. Análogamente, parece haber escasa evidencia que indique la existencia de efectos negativos de la enfermedad holandesa ya que su impacto en el tipo de cambio real y la inflación suele ser poco significativo. Además, la evidencia observada en México confirma que las remesas también pueden ayudar a reducir la pobreza y la desigualdad, sobre todo para atenuar el impacto de shocks negativos (recuadro 5.3).

Este papel estabilizador es especialmente importante cuando las remesas son contracíclicas, y aumentan en respuesta a shocks económicos negativos. Las remesas son una fuente importante y relativamente fiable de financiamiento externo para muchas economías emergentes y en desarrollo<sup>14</sup>. Son mayores que cualquier otro flujo externo hacia CAPRD y el Caribe. Mientras que para América del Sur los flujos de capital privado (que no constituyen inversión extranjera directa) han sido, por lo general, mayores que las remesas,

<sup>14</sup>Por ejemplo, Barajas *et al.* (2008) y Balli y Rana (2015) consideran que las remesas son resilientes y menos volátiles en comparación con otras fuentes de financiamiento externo.

**Cuadro 5.1. Efecto macroestabilizador de las remesas**

Efecto en:	A priori	Resultados
Ingresos fiscales	+	Sí, significativo para CAPRD y el Caribe.
Préstamos en mora	-	Sí, significativo para CAPRD.
Tipo de cambio real	+ (apreciación)	Resultados en general poco significativos y no son sólidos.
Inflación	+	Sí, significativos para CAPRD y el Caribe.

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase la información sobre los grupos de países en la página 143. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

los flujos de remesas han sido una fuente de financiamiento externo más estable para todas las subregiones de ALC.

**Suavización del consumo**

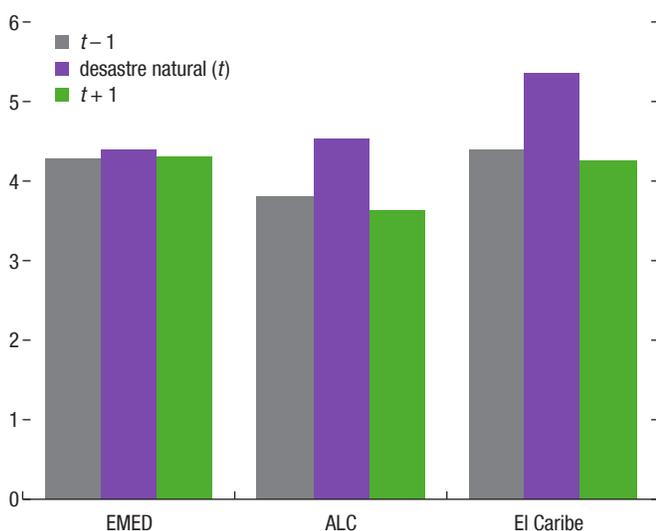
Los flujos de remesas pueden ayudar a suavizar el consumo en el país de origen ya que los emigrantes envían a sus países fondos adicionales para amortiguar shocks económicos. Esta propiedad estabilizadora de las remesas puede observarse en el gráfico 5.9, el cual muestra que las remesas (como porcentaje del PIB) aumentan cuando un desastre natural afecta al país receptor de remesas<sup>15</sup>. Este efecto parece ser mayor en ALC que en las economías de

mercados emergentes y en desarrollo en general, y parece ser especialmente importante en el Caribe —un grupo de países que es particularmente susceptible a grandes desastres naturales— y, en menor medida, en la región de CAPRD (que no figura en el gráfico)<sup>16</sup>.

En términos más generales, observamos que las remesas reducen la volatilidad de los ingresos en el país de origen. Como puede observarse en el gráfico del anexo 5.2.1, en la mayoría de los países de la región de ALC, el ingreso global, incluidas las remesas, es menos volátil que el ingreso interno (medido utilizando precios internacionales). Más allá de la contraciclicidad de las remesas mencionada anteriormente, este efecto estabilizador también refleja nuestra conclusión de que las remesas hacia ALC suelen definirse en dólares de EE.UU. Por lo tanto, si bien, por ejemplo, una depreciación pronunciada podría reducir el valor de los ingresos internos en precios internacionales, los ingresos por remesas amortiguarían este efecto incluso aunque estos no aumentaran en dólares de EE.UU.

Las remesas pueden favorecer la suavización del consumo no solo a través de su contraciclicidad directa, sino también porque respaldan la inclusión financiera y el acceso al crédito. Las remesas permiten a los receptores ahorrar en épocas de bonanza y aprovechar estos recursos cuando se contrae el ingreso interno. También pueden facilitar el acceso al crédito fortaleciendo la capacidad de reembolso de los prestatarios. Asimismo, los hogares receptores de remesas pueden variar la proporción de ingresos que

**Gráfico 5.9. Remesas y desastres naturales**  
(Remesas; porcentaje del PIB)



Fuentes: Base de datos Emergency Events y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

<sup>15</sup>Por ejemplo, las remesas en Granada aumentaron del 2 por ciento del PIB en 2003 al 4 por ciento del PIB en 2004, el año en

que el huracán Iván golpeó la isla, y luego se mantuvieron en el nivel de 2003 en los años siguientes.

<sup>16</sup>Véase un análisis formal de los factores que inciden en las remesas hacia ALC, el cual confirma la importancia de los desastres naturales, en Beaton *et al.* (de próxima publicación).

utilizan para el consumo. Al analizar el efecto global de las remesas en la estabilización del consumo privado, observamos que un mayor volumen de remesas (como porcentaje del PIB) está vinculado con una mayor suavización del consumo en los diferentes países cuando el producto se ve afectado por shocks idiosincrásicos. Concretamente, las remesas ayudan a desvincular el aumento del consumo específico de un país del crecimiento del producto específico de un país<sup>17</sup>. El gráfico del anexo 5.2.2 muestra que la correlación entre el crecimiento y el consumo es menor en los países con mayores niveles de remesas. También en este caso, estos efectos parecen ser relativamente pronunciados en ALC y, en particular, en el Caribe<sup>18</sup>. Además de las elevadas relaciones remesas/PIB, los importantes efectos observados en los países del Caribe probablemente reflejan su susceptibilidad a los desastres naturales, así como la respuesta contracíclica de las remesas a estos eventos.

Por último, en el gráfico 5.10 y el cuadro del anexo 5.2.3 se resumen los resultados de un análisis más formal de este último efecto<sup>19</sup>. Mientras que las EMED por lo general parecen suavizar el consumo ante shocks del producto, a través de vínculos financieros y de otra índole, las remesas parecen ser un canal relativamente importante para ALC<sup>20</sup>. En particular, gran parte de la suavización de los riesgos de consumo que tiene lugar en el Caribe parece estar relacionada con las remesas. Un análisis más detallado arroja luz sobre el impacto consumo-suavización de las remesas teniendo en cuenta la orientación fiscal y observa que este impacto se manifiesta principalmente durante períodos de consolidación fiscal y shocks fiscales, lo que indica que las

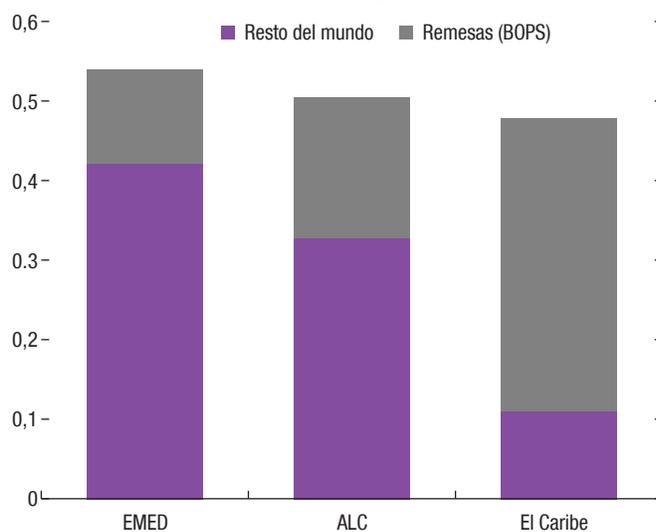
<sup>17</sup>Véase un análisis del papel que desempeñan las remesas en la mejora de esta distribución del riesgo de consumo entre países en Hadzi-Vaskov (2006), Balli y Rana (2015), Banco Mundial (2015) y De *et al.* (2016).

<sup>18</sup>Las muestras son bastante limitadas y las relaciones no son estadísticamente significativas.

<sup>19</sup>Véanse más detalles sobre la especificación en el anexo 5.2.

<sup>20</sup>En el grupo de las economías de mercados emergentes y en desarrollo hay subgrupos de países, como los de la Comunidad de Estados Independientes, cuyas remesas también constituyen un importante canal de transmisión de riesgos.

**Gráfico 5.10. Parte del total de riesgos compartidos**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las estimaciones sobre la parte del total de riesgos compartidos se basan en coeficientes específicos de cada región obtenidos a partir de las regresiones de panel del aumento del consumo idiosincrásico sobre el crecimiento del producto idiosincrásico y sus interacciones con los indicadores de las remesas, el índice de apertura de la cuenta de capital (Chinn e Ito, 2006) y los indicadores de la integración financiera de facto (Lane y Milesi-Ferretti, 2007). ALC = América Latina y el Caribe; BOPS = Estadísticas de Balanza de Pagos del FMI; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

remesas y la política fiscal pueden actuar como sustitutos (véase Beaton, Cevik y Yousefi, de próxima publicación).

#### *Fortalecimiento de la estabilidad del sector financiero*

El impacto positivo de las remesas en el desarrollo del sector financiero puede ir más allá del consiguiente aumento de los depósitos y el acceso al crédito (Fajnzylber y López, 2008). Las remesas también pueden alterar la calidad del crédito y afectar a la estabilidad financiera. En teoría, el impacto de las remesas en la calidad del crédito es ambiguo. Por un lado, las remesas pueden impulsar un crecimiento excesivo del crédito privado, lo que puede deteriorar la calidad del crédito. Por otro lado, al reforzar la capacidad de reembolso de los prestatarios, pueden mejorar la calidad del crédito. Los resultados del cuadro 5.2, los cuales controlan por la causalidad invertida, indican que este efecto parece predominante en ALC ya que un mayor volumen de remesas está vinculado con una reducción de los préstamos en mora, aunque el

**Cuadro 5.2. Efectos de la relación remesas/PIB en variables macroeconómicas seleccionadas**

(Coeficientes clave en las regresiones de variables instrumentales)			
	ALC	El Caribe	CAPRD
Tipo de cambio real (TCER)	0,027 (0,03)	0,003 (0,016)	0,061*** (0,02)
Relación ingreso/PIB	0,44 (0,31)	1,16** (0,56)	0,39** (0,16)
Inflación <sup>1</sup>	21 (20,34)	2,52** (1,27)	3,37* (1,97)
Coefficiente de préstamos en mora	(0,48) (0,46)	n.a. n.a.	(0,45**) (0,22)

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Errores estándar entre paréntesis. Desviación estándar entre paréntesis debajo de los coeficientes. ALC = América Latina y el Caribe; CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana; n.a. = no se aplica.

<sup>1</sup>Especificación con variación rezagada de la relación remesas/PIB.

\* $p < 0,1$ ; \*\* $p < 0,05$ ; \*\*\* $p < 0,01$ .

efecto ww solamente es significativo en el caso de la región de CAPRD<sup>21</sup>.

Tomando como base estos resultados, un aumento de la relación remesas/PIB en la región de CAPRD de 1 punto porcentual provocaría una caída del coeficiente de préstamos en mora de casi 0,5 puntos porcentuales. Esto significa que el aumento de la relación remesas/PIB desde 2000 ha contribuido a la caída del coeficiente de préstamos en mora en 1 punto porcentual. En el caso del Caribe, no disponemos de suficientes observaciones. En América del Sur, otros determinantes (shocks a los términos de intercambio y factores cíclicos) parecen ser factores más importantes para los préstamos en mora que las remesas (que son reducidas en la mayoría de los países, y al restringir la muestra a un subgrupo de países con flujos relativamente mayores tampoco se observan efectos significativos).

#### *Aumento de los ingresos fiscales*

Además de suavizar el consumo privado, las remesas también pueden favorecer la estabilización económica a través de las cuentas fiscales. Las remesas pueden ayudar a aumentar los ingresos fiscales, aunque normalmente no se gravan en forma directa, dado que el gasto vinculado con las remesas forma parte de la base

de los impuestos indirectos<sup>22</sup>. El correspondiente aumento del espacio fiscal, a su vez, mejora el margen para la estabilización a través de políticas fiscales contracíclicas. Si bien los estudios empíricos han encontrado evidencia de la función que desempeñan las remesas en el aumento de los ingresos fiscales en Oriente Medio y Norte de África (OMNA) y Asia Central, este aspecto no se ha estudiado en el caso de los países de ALC<sup>23</sup>. Controlando por diferentes factores determinantes de los ingresos fiscales y la posible endogeneidad, se observa que las remesas ayudan a movilizar ingresos fiscales, y este efecto es particularmente importante y significativo en la región de CAPRD y el Caribe (cuadro 5.2)<sup>24</sup>.

Estas estimaciones implican que, por ejemplo, el aumento efectivo de la relación remesas/PIB desde 2000 en CAPRD, el cual refleja un flujo continuo y sustancial de emigración procedente de la región hacia Estados Unidos, es responsable de un aumento de los ingresos fiscales del 1

<sup>22</sup>Los pocos países que trataron de gravar las remesas en forma directa más adelante derogaron dichos impuestos. Entre los ejemplos, cabe mencionar Filipinas, Tayikistán y Vietnam.

<sup>23</sup>Véanse, por ejemplo, Ebeka (2010) y Abdih *et al.* (2009).

<sup>24</sup>Véanse las especificaciones empíricas en Beaton *et al.* (de próxima publicación). Al igual que con las regresiones ya mencionadas sobre los determinantes del crecimiento, las estimaciones numéricas de los coeficientes difieren un poco entre las regresiones de mínimos cuadrados ordinarios y las de variables instrumentales. Si bien las estimaciones de los efectos de las remesas son positivas y estadísticamente significativas para todas las especificaciones, se encuentran en un rango relativamente pequeño para el caso de CAPRD, pero están mucho más dispersas en el caso del Caribe.

<sup>21</sup>Véanse resultados similares para un grupo de países de mercados emergentes mundiales en Ebeke, Loko y Viseth (2014).

por ciento del PIB. Cabe señalar además que el aumento de la relación remesas/PIB de la región desde 2000 se concentra totalmente en el grupo de cinco países que reciben importantes flujos de remesas (por ejemplo, excluidos Costa Rica y Panamá)<sup>25</sup>. Otras regresiones posteriores (no incluidas en este análisis) indican que en el Caribe el aumento de las remesas está relacionado con una mejora de los balances fiscales, mientras que en la región de CAPRD está asociado con un incremento del gasto y no tiene un impacto significativo en los saldos fiscales. Este resultado sugiere que en la región de CAPRD los ingresos generados por las remesas han ayudado a crear margen para aumentar el gasto.

#### *Impacto limitado en la competitividad y la inflación*

Si bien las remesas respaldan la estabilidad a través de los canales mencionados, estos beneficios pueden verse contrarrestados por riesgos a la competitividad y la inflación. Se espera que las entradas de remesas impulsen el gasto de los hogares, las cuales a su vez pueden ejercer presión sobre los precios de los productos no transables y las tasas de interés, dando lugar a una apreciación del tipo de cambio real. Los trabajos empíricos existentes por lo general muestran que las remesas tienden a apreciar el tipo de cambio real, aunque algunos estudios no detectan este efecto o muestran que es poco significativo (Amuedo-Dorantes y Pozo, 2004; Fajnzylber y Lópe, 2008; Hassan y Holmes, 2013; Izquierdo y Montiel, 2006; y Barajas *et al.*, 2010). Análogamente, las entradas de remesas pueden ejercer presiones generalizadas sobre los precios internos, y en los estudios empíricos en general se han detectado estos efectos (Mishra, Narayan y Narayan, 2011; Ball *et al.* 2010; Caceres y Saca, 2006; y Balderas y Nath, 2008).

<sup>25</sup>Obviamente, el aumento acumulativo de los ingresos obedeció a diversos factores, a menudo específicos de los países, como las medidas relacionadas con el ingreso implementadas por las autoridades en varias ocasiones. Aun así, la evidencia que muestra el vínculo existente entre las remesas y los ingresos fiscales en la mayoría de los países de la región de CAPRD es extensa e incluye correlaciones de alta frecuencia en las regresiones de las series de tiempo a nivel de país (no incluidas en este análisis).

Nuestras estimaciones por lo general no muestran que las remesas tengan un impacto significativo sobre el tipo de cambio efectivo real en ALC. Es posible que esto obedezca a las considerables filtraciones de entradas de remesas a través de las importaciones dado el reducido tamaño y el grado de apertura relativamente alto de muchos países. Se observa que este efecto es significativo (pero reducido) solamente en CAPRD, la subregión con el mayor nivel de remesas en ALC (cuadro 5.2). Con respecto a los efectos de la inflación, se observa que la variación rezagada de la relación remesas/PIB está vinculada con el nivel algo más elevado de la inflación en el Caribe y en CAPRD (cuadro 5.2). Este resultado también refleja quizá la prevalencia de regímenes cambiarios fijos o estabilizados en muchos países de estas subregiones. El efecto contemporáneo de la relación remesas/PIB en la inflación parece ser significativo solamente en el Caribe.

## Los peligros de la dependencia de las remesas

La amplia dependencia de las remesas puede plantear riesgos, especialmente cuando la mayoría de los migrantes reside en un solo país. Si un shock económico negativo golpea a un país de acogida y provoca desempleo entre los trabajadores migratorios, la caída de las remesas amplificará los efectos de contagio negativos para los países de origen. Por lo tanto, como Estados Unidos es el país de acogida de la mayoría de los emigrantes de ALC, un cambio importante en el ciclo económico de este país y en la orientación de sus políticas puede tener repercusiones de gran alcance para la región.

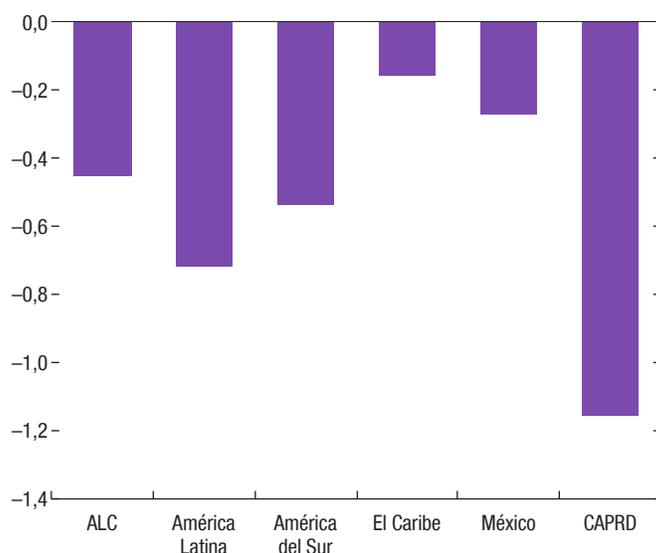
Así ocurrió durante la crisis financiera mundial de 2007–09, cuando un aumento del desempleo hispano en Estados Unidos de 5½ puntos porcentuales provocó una reducción de las remesas que afectó negativamente a los ingresos, los saldos externos y los ingresos fiscales en América Latina. En la región de CAPRD, por ejemplo, las remesas como porcentaje del PIB se redujeron más de 1 punto porcentual del PIB y la relación ingresos fiscales/PIB cayó más de

1 punto porcentual en 2008–10 frente a 2007. Las estimaciones econométricas atribuyen alrededor de la mitad de esta caída de los ingresos fiscales a la contracción de los flujos de remesas (gráfico 5.11)<sup>26</sup>. Además, España —el segundo país de destino más importante para los migrantes de ALC— también se vio especialmente golpeado por la crisis, lo que afectó principalmente a los ingresos y remesas de los migrantes de América del Sur.

Los shocks de naturaleza no económica, como cambios sustanciales en las políticas de inmigración y remesas, también pueden tener importantes consecuencias económicas para los países receptores. Por ejemplo, las deportaciones de extranjeros desde Estados Unidos aumentaron considerablemente durante la última década, ascendiendo a un total de 3,7 millones entre 2006 y 2015. Alcanzaron su nivel máximo de 434.000 en 2013, pero se han reducido desde entonces ya que las directrices procesales se reorientaron hacia aquellas personas que se consideran una amenaza para la seguridad nacional, fronteriza y pública. Alrededor de 2 millones de extranjeros podrían ser deportados por sus antecedentes penales. La mayoría de ellos viven legalmente en Estados Unidos (ya sea como titulares de una tarjeta verde o como extranjeros con un visado temporal), pero podrían ser deportados por sus antecedentes penales. Se estima que en Estados Unidos la población inmigrante no autorizada se ha mantenido estable desde 2009 en alrededor de 11 millones. En Estados Unidos, cerca del 80 por ciento de los inmigrantes no autorizados proceden de América Latina, principalmente de México. Se estima que en 2015 alrededor de la mitad de los inmigrantes originarios de México y dos terceras partes de los inmigrantes originarios de la región de CAPRD vivían en Estados Unidos sin autorización legal. Anticipando posibles cambios en la política de inmigración de Estados Unidos, y en el tratamiento de las salidas de remesas, las remesas hacia algunos países de América Latina, como El Salvador y México, han aumentado recientemente (gráfico 5.12).

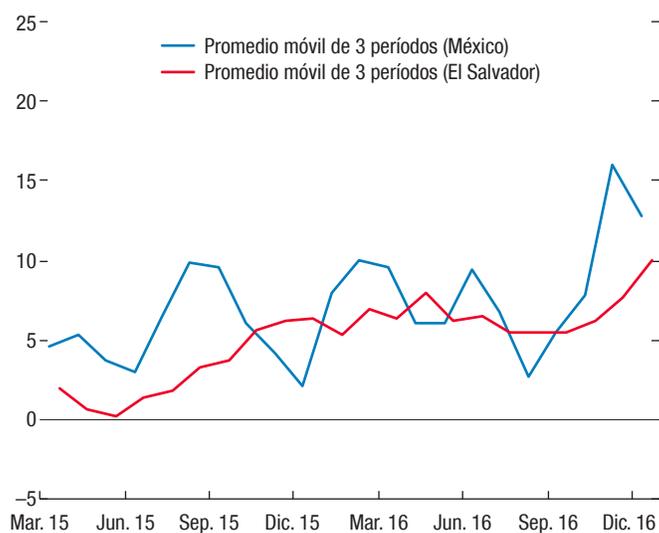
<sup>26</sup>Véanse más detalles en Beaton *et al.* (de próxima publicación).

**Gráfico 5.11. Variación de los flujos de remesas, 2008–10 con respecto a 2007**  
(Puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y Banco Mundial.  
Nota: ALC = América Latina y el Caribe; CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

**Gráfico 5.12. Remesas hacia México y El Salvador**  
(Variación porcentual interanual)



Fuentes: Banco de México; Banco Central de Reserva de El Salvador; y cálculos del personal técnico del FMI.

El cálculo del impacto de un aumento de la migración de retorno en los países de origen está sujeto a bastante incertidumbre. En el recuadro

2.1 del capítulo 2 se señala que la magnitud del impacto dependería de varios factores, entre ellos el grado en que los trabajadores de retorno se incorporen a la fuerza de trabajo. Las estimaciones empíricas presentadas anteriormente sugieren que el impacto en el crecimiento per cápita de una intensificación de la tendencia reciente de deportaciones podría ser desde positivo a negativo en las distintas subregiones de ALC y se inclinaría particularmente del lado negativo en CAPRD. Sin embargo, esta estimación supone implícitamente que los efectos de la migración pasada se aplican de forma simétrica a un retorno brusco de la migración y, por lo tanto, que una proporción significativa de los inmigrantes se incorporaría a la fuerza de trabajo en sus países de origen. Los efectos reales podrían ser más negativos dada la naturaleza distorsiva de un brusco aumento de la migración de retorno, con sus posibles efectos negativos en las cuentas fiscales, la pobreza, la estabilidad del sector financiero y las tasas de delincuencia.

También se ha mencionado la tributación de las transferencias electrónicas hacia algunos países de ALC como posible medida de política en Estados Unidos. La tributación de estas transferencias podría reducir en cierta medida las remesas, desviándolas hacia otros sistemas no electrónicos, como los bancos o cajas de ahorros, o canales informales. El uso de bitcoin o el envío de tarjetas de regalo también son formas viables de enviar fondos sin utilizar el sistema de transferencias electrónicas.

## Prioridades en materia de políticas

Ante la variedad de efectos beneficiosos y adversos de la emigración y las remesas, las políticas económicas de los países deberían orientarse a inclinar la balanza en una dirección favorable.

Las remesas ameritan políticas de apoyo, dado el papel clave que desempeñan en el financiamiento y la estabilización. Las medidas de política

deberían centrarse en reducir el costo de las remesas y facilitar la intermediación formal. Dados los recientes cambios en las relaciones de corresponsalía bancaria, el fortalecimiento de los marcos de la lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo (ALD/CFI) y la búsqueda de soluciones regionales para fomentar la cooperación pueden ayudar a mejorar el entorno regulatorio de los países de ALC y a mantener abiertos los canales financieros formales. El desarrollo y la mejora de los sistemas de pago (por ejemplo, a través de nuevas soluciones, como el dinero móvil) y el acceso de los proveedores de servicios de remesas a estos sistemas ayudarían a fomentar la competencia y a impulsar los precios a la baja. Asimismo, el respaldo de las políticas debería ayudar a controlar los riesgos derivados de la gran dependencia en las remesas, incluido el aumento de la resiliencia del sector financiero a la volatilidad y a las interrupciones súbitas que puedan sufrir las remesas. Educar a los consumidores sobre los costos de las remesas también puede ayudar a los usuarios a tomar decisiones bien fundamentadas y a elegir la opción más acertada. En este sentido, también convendría mejorar la transparencia sobre el costo de las remesas, como lo ha hecho el Banco Mundial con su base de datos sobre los precios de las remesas en todo el mundo (RPW, por sus siglas en inglés).

A corto plazo, las medidas dirigidas a contener la fuga de cerebros podrían minimizar los efectos negativos de la emigración. Como el tipo de emigración vinculado con la fuga de cerebros normalmente genera un volumen relativamente reducido de remesas, el efecto neto para estos países puede ser especialmente negativo (a pesar de ser beneficioso para la persona que emigra). Estos resultados justifican la aplicación de medidas para retener a posibles emigrantes, ya sea a través de reformas estructurales que fomenten las oportunidades laborales para los trabajadores muy calificados (por ejemplo, el desarrollo de una industria de turismo médico) o medidas para limitar los subsidios a la fuga de cerebros con fondos públicos (por ejemplo, mediante sistemas de vinculación a través de los cuales las personas que se hayan beneficiado de

financiamiento público para pagar su educación deben permanecer en su país de origen durante algunos años).

A nivel más general, la mejora del clima de negocios y el fortalecimiento del marco institucional pueden contribuir a elevar la productividad y limitar así los incentivos a la migración exterior. La productividad también puede beneficiarse de la aplicación de medidas orientadas a promover la migración de retorno de trabajadores cualificados, por ejemplo, a través del reconocimiento de cualificaciones y experiencia adquirida en el extranjero en los reglamentos profesionales y la contratación en el sector público, o la portabilidad de las prestaciones de seguridad social. La aplicación de políticas eficaces para mejorar la situación de seguridad en muchos países de América Central y algunos de la región del Caribe también puede ayudar a eliminar los principales cuellos de botella al uso productivo de las remesas, las cuales podrían emplearse en mayor medida, por ejemplo, para la inversión. Los países también deberían aprovechar los vínculos económicos con la diáspora, lo que estimularía la inversión extranjera directa y aumentaría los

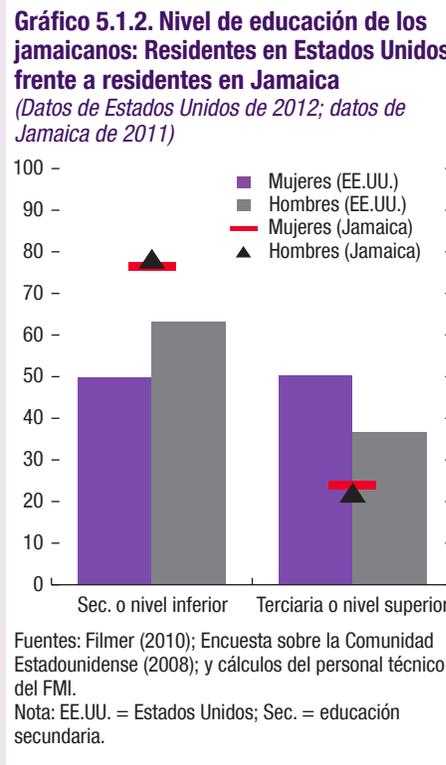
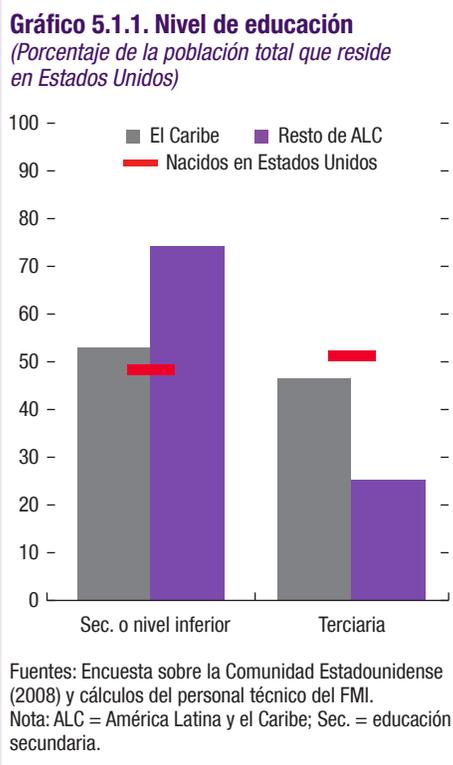
ingresos del turismo. Además, pueden adoptarse políticas orientadas a impulsar la oferta de mano de obra, incrementando en particular la participación de la mujer en el mercado de trabajo, a fin de contrarrestar los efectos de la emigración. El impacto negativo de una apreciación real en caso de un fuerte aumento de las entradas de remesas podría mitigarse adoptando medidas para reducir las rigideces en los mercados de trabajo y de productos y respaldando la concesión de crédito a las empresas.

Un cambio significativo en la política migratoria y de remesas de Estados Unidos puede tener un impacto importante, especialmente en los países más pequeños de América Central. Los ingresos fiscales podrían caer, la pobreza y la desigualdad podrían aumentar y la estabilidad financiera podría verse afectada. En los países con tipos de cambio flexibles, es primordial dejar que los ajustes del tipo de cambio actúen como mecanismo de absorción de shocks, al menos a corto plazo. A largo plazo, la disciplina fiscal, dando prioridad al mismo tiempo a los gastos de asistencia social, será importante para limitar los efectos negativos en la pobreza y la desigualdad.

### Recuadro 5.1. Fuga de cerebros en Jamaica

Casi la mitad de los emigrantes procedentes del Caribe que residen en Estados Unidos tiene una licenciatura o un nivel superior de estudios, tasa comparable a la de la población nacida en Estados Unidos (gráfico 5.1.1). En cambio, solo una cuarta parte del resto de los emigrantes de América Latina y el Caribe que viven en Estados Unidos ha finalizado una licenciatura o grado superior<sup>1</sup>. Sin embargo, para examinar realmente la fuga de cerebros que sufren los países de origen, no solo deben analizarse los niveles de educación del país de acogida, también es necesario comparar estos niveles con los del país de origen. En este sentido, muy pocos países del Caribe publican datos de los hogares que incluyan información detallada sobre el nivel de educación; Jamaica es uno de estos países.

En el caso de Jamaica, hay evidencia de que la fuga de cerebros es significativa, especialmente entre las mujeres. El 50 por ciento de las mujeres nacidas en Jamaica que viven en Estados Unidos tiene una licenciatura o un nivel superior de estudios (gráfico 5.1.2); esto representa el doble del nivel de educación de su país de origen, donde solamente una cuarta parte de las mujeres tiene educación universitaria<sup>2</sup>. Un cálculo rápido y sencillo implica que casi una tercera parte de todas las mujeres jamaicanas con una licenciatura o un nivel superior de estudios ha emigrado, frente a alrededor del 13 por ciento de las mujeres con educación secundaria o un nivel inferior. Estos patrones reflejan el significativo número de enfermeras y personal sanitario originario de Jamaica: el 65 por ciento de los inmigrantes jamaicanos trabaja en estos sectores frente al 7 por ciento de la población nacida en Estados Unidos. En el caso de los hombres, las estadísticas no son tan sorprendentes pero aun así hay evidencia de fuga de cerebros: si bien en Jamaica el 21 por ciento de los hombres tiene educación universitaria, en Estados Unidos el 37 por ciento de los hombres jamaicanos tiene una licenciatura o un nivel superior de estudios.



Este recuadro fue preparado por Joyce Wong.

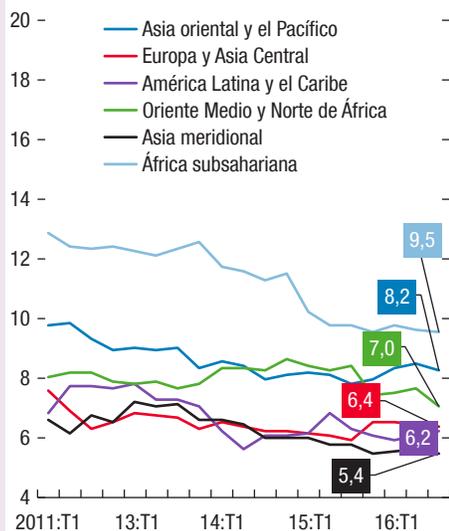
<sup>1</sup>Esta diferencia es estadísticamente significativa a un nivel de 99 por ciento.

<sup>2</sup>Esta diferencia es estadísticamente significativa a un nivel de 95 por ciento.

## Recuadro 5.2. Enviar remesas es costoso

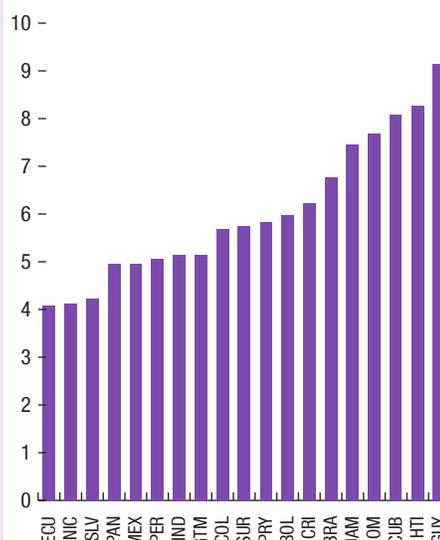
El costo de enviar remesas a ALC es más bajo que en otras regiones con la excepción de Asia meridional, pero sigue siendo sustancial, de 6,2 por ciento por una transacción de USD 200 (gráfico 5.2.1)<sup>1</sup>. Estos costos se han reducido considerablemente durante las últimas décadas, por ejemplo, alrededor del 40 por ciento en el caso de los flujos hacia El Salvador, Colombia y Guatemala, y del 15 por ciento en el caso de Jamaica, durante 2001–15 (Orozco, Porras y Yansura, 2016). Dentro de ALC, los principales países receptores de remesas de la región se benefician de los menores costos de transacción al igual que las economías dolarizadas, ya que la dolarización elimina el costo de conversión de moneda (gráfico 5.2.2). Los costos siguen siendo relativamente elevados para los países del Caribe en comparación con los de América Latina. Las remesas procedentes de Estados Unidos son las más rentables, probablemente gracias a la competencia entre los proveedores de servicios de remesas en los corredores más importantes de remesas de la región.

**Gráfico 5.2.1. Costo de enviar USD 200 en remesas: Promedios regionales**  
(Porcentaje de la cantidad de remesas)



Fuente: Banco Mundial, base de datos Remittance Prices Worldwide.

**Gráfico 5.2.2. Costo de enviar USD 200 en remesas: América Latina y el Caribe, 2016:T3**  
(Porcentaje de la cantidad de remesas, por destino)



Fuente: Banco Mundial, base de datos Remittance Prices Worldwide.

Nota: En las leyendas de datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 143.

El costo de enviar remesas se ha visto sometido a presiones al alza derivadas de la pérdida de relaciones de corresponsalía bancaria a nivel mundial (véase también el recuadro 2.3). La pérdida de estas relaciones ha afectado de manera desproporcionada a los servicios de transferencias monetarias (STM) —el principal canal a través del cual los migrantes de ALC envían remesas—, ya que estos se enfrentan ahora a mayores

Este recuadro fue preparado por Kimberly Beaton.

<sup>1</sup>Basado en los datos de Remittance Prices Worldwide (RPW) del Banco Mundial.

**Recuadro 5.2.** (continuación)

desafíos para cumplir las rígidas normas de “conozca de su cliente” en el marco de la lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo<sup>2</sup>. Según una encuesta realizada por el Banco Mundial (2015), los bancos internacionales han cerrado las cuentas en bancos corresponsales de los SMT, particularmente los más pequeños, de manera generalizada, limitando su capacidad para transmitir remesas. En algunos países y regiones, los bancos locales, que se están viendo sometidos a presiones similares, también se enfrentan a desafíos para mantener sus relaciones de corresponsalía bancaria, y el 60 por ciento de los miembros de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) han señalado que esto ha afectado a las remesas hacia ALC.

Los elevados costos de transacción de las remesas reducen el dinero recibido por las familias de los migrantes. Con un volumen de remesas registradas oficialmente hacia ALC de USD 68.000 millones en 2015, la reducción del costo de enviar remesas aumentaría significativamente los fondos recibidos por las familias de los migrantes en sus países de origen. Una prioridad de las Naciones Unidas es reducir estos costos de transacción. Reducir a menos del 3 por ciento los costos de transacción de las remesas de los migrantes y eliminar los canales de envío de remesas con un costo superior al 5 por ciento para 2030 es uno de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. Las iniciativas puestas en marcha para reducir los costos de transacción de las remesas se han centrado en mejorar la competencia en el mercado de proveedores de servicios de remesas, que sigue estando dominado por los STM, y fomentar el uso de nuevas tecnologías de pago para enviar remesas. El mayor uso de canales en línea o móviles para enviar remesas es especialmente prometedor para seguir reduciendo el costo de las remesas; los proveedores de servicios móviles de envío de remesas son los más rentables, con un costo del 3,5 por ciento por una transacción de USD 200.

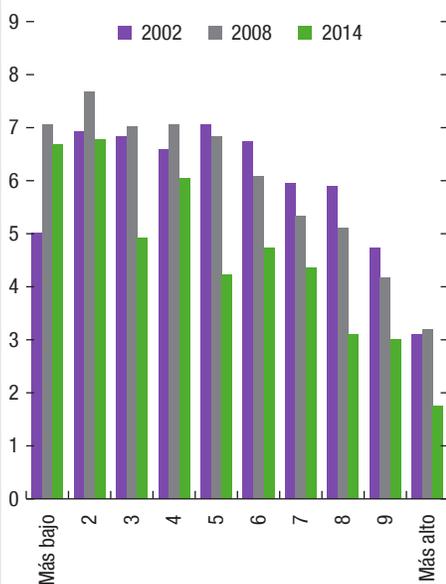
<sup>2</sup>La retirada de los bancos internacionales de las relaciones de corresponsalía bancaria se ha vinculado a sus análisis de costo-beneficio en respuesta a los requisitos prudenciales más rigurosos y las normas de ALD/LFT y de transparencia impositiva (Erbenová *et al.*, 2016).

### Recuadro 5.3. ¿Cómo afectan la migración y las remesas a la desigualdad? Estudio de caso de México

Si bien el efecto de la migración y las remesas en la reducción de la pobreza está bien documentado, los estudios no son concluyentes con respecto a sus efectos en la desigualdad<sup>1</sup>.

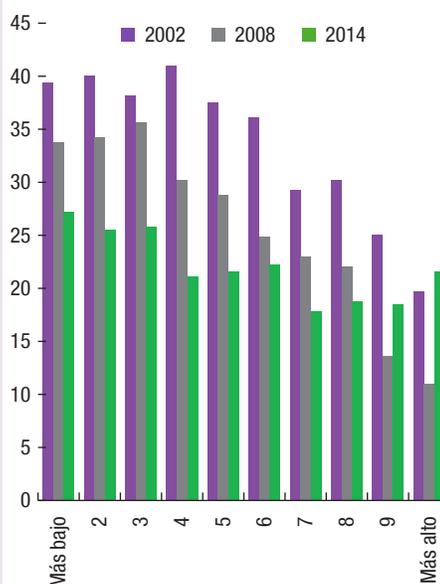
La evidencia a nivel microeconómico en el caso de México parece indicar que la migración y las remesas pueden reducir la pobreza y la desigualdad. Alrededor del 5 por ciento de los hogares mexicanos recibió remesas en 2014; en promedio, aproximadamente USD 290 al mes (USD 140 mediana)<sup>2</sup>. Los hogares más pobres tenían muchas más probabilidades de recibir remesas: los hogares receptores de remesas son más pobres que los hogares no receptores de remesas, aun si se incluyen las remesas en el ingreso de los hogares (gráfico 5.3.1), y para estos hogares más pobres las remesas constituían una proporción mayor de los ingresos (gráfico 5.3.2). Este patrón se hizo más pronunciado durante la crisis financiera mundial, y la probabilidad de recibir remesas aumentó para los hogares más pobres, y cayó para los hogares más ricos

**Gráfico 5.3.1. Proporción de hogares receptores de remesas, por decil de ingreso (Porcentaje)**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) y cálculos del personal técnico del FMI.

**Gráfico 5.3.2. Remesas como proporción del ingreso de los hogares, por decil de ingreso (Porcentaje)**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) y cálculos del personal técnico del FMI.

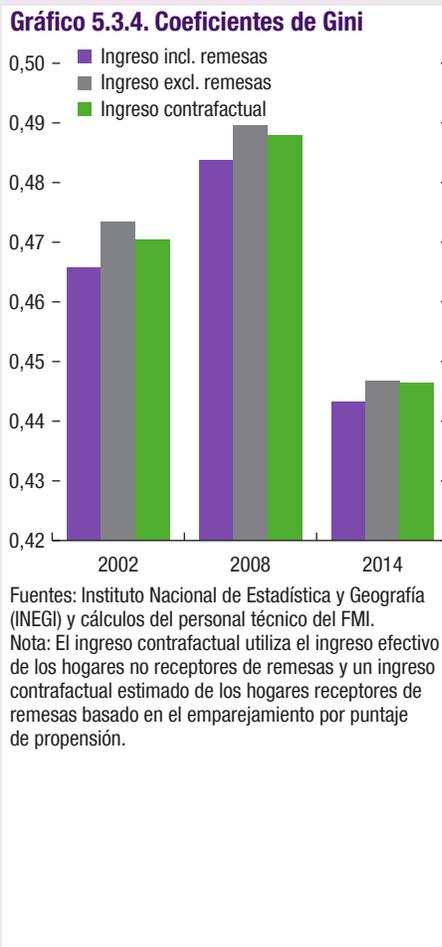
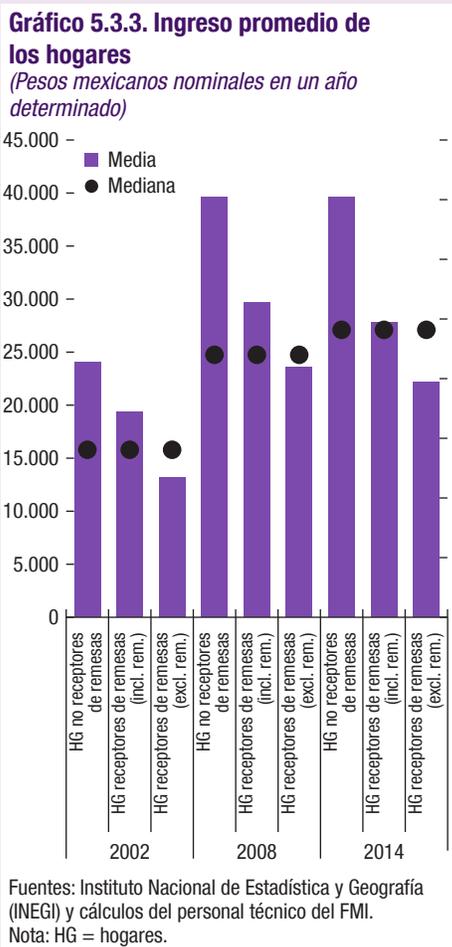
Este recuadro fue preparado por Zsoka Koczan y Franz Loyola.

<sup>1</sup>Véanse Acharyaa y Leon-González (2013), Acosta *et al.* (2008), Adams (2006), Adams, Cuecuecha y Page (2008), Barham y Boucher (1998), Beyene (2014), Bouoiyour y Miftah (2014), Brown y Jiménez (2007), Gubert, Lassourd y Mesplé-Somps (2010), Loritz (2008), Margolis *et al.* (2013), Möllers y Meyer (2014), Mughal y Anwar (2012), Stark y Lucas (1988) y Taylor *et al.* (2005).

<sup>2</sup>Si bien este conjunto de datos no puede utilizarse para examinar si los hogares con hijos tienen más probabilidades de recibir remesas, existe una amplia variedad de estudios sobre el efecto de los hijos en el comportamiento de las remesas. Por ejemplo, Lowell y de la Garza (2000) observan que los hogares con niños pequeños tienen aproximadamente un 25 por ciento menos de probabilidades de enviar remesas que los hogares sin niños pequeños, mientras que los inmigrantes que declaran tener niños pequeños que no residen en el hogar tienen más del doble de probabilidades de enviar remesas que los que no lo hicieron.

**Recuadro 5.3. (continuación)**

(gráfico 5.3.3), probablemente como reflejo del incremento del papel de seguro que desempeñan las remesas y la caída del envío de remesas por motivos de inversión. Este patrón de las remesas favorable a los pobres también parece traducirse en una menor desigualdad a nivel macroeconómico. Al comparar los coeficientes efectivos de Gini con aquellos basados en ingresos contrafácticos contruidos para los hogares receptores de remesas se observa que la desigualdad sería mayor si no existieran las remesas, incluso al tomar en cuenta el comportamiento (gráfico 5.3.4)<sup>3</sup>.



<sup>3</sup>Véanse más detalles en Koczan y Loyola (de próxima publicación).

## Anexo 5.1. Características de los migrantes de América Latina y el Caribe

**Cuadro del anexo 5.1.1. Características de los migrantes que entraron en Estados Unidos después de los 22 años de edad, 2014<sup>1</sup>**

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

	México	América Central	El Caribe	América del Sur
Proporción mujeres	52	55	59	58
Proporción casados	69	55	54	66
Proporción en un hogar con un adulto	17	22	24	19
Participación laboral femenina	46	58	63	61
Participación laboral masculina	79	81	68	81
Participación laboral de mujeres casadas	44	58	67	61
Participación laboral de hombres casados	81	82	71	82
Salario femenino por hora (dólar de EE.UU.)	9,06	10,43	17,56	14,27
Salario masculino por hora (dólar de EE.UU.)	12,34	13,33	19,34	21,05
Edad (media)	49	50	56	51
Años en Estados Unidos (media)	17	17	22	17
Edad de entrada (media) <sup>2</sup>	20	21,7	24,5	24,5
Proporción ciudadanos estadounidenses <sup>2</sup>	28,5	41,5	64,4	51,6
Tamaño de la familia <sup>2</sup>	4,1	3,5	3	3,2

Fuente: Series Integradas de Microinformación de Uso Público (IPUMS, por sus siglas en inglés), Encuesta sobre la Comunidad Estadounidense.

<sup>1</sup>Elegimos la edad de 22 años para reflejar mejor el grupo de personas que emigraron a Estados Unidos después de finalizar sus estudios (22 años suele ser la edad de finalización de 4 años de estudios universitarios).

<sup>2</sup>Incluye la muestra completa.

## Anexo 5.2. Resultados empíricos

### Crecimiento

Véanse los cuadros del anexo 5.2.1 y 5.2.2.

### Suavización del consumo

La relación entre el consumo privado idiosincrásico (específico de cada país) y el crecimiento del producto idiosincrásico (específico de cada país) se estima de la siguiente manera<sup>1</sup>:

$$\Delta \tilde{c}_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{it} + \gamma_1 \Delta \tilde{y}_{it} + \gamma_2 R_{it} \Delta \tilde{y}_{it} + \gamma_3 KA_{it} \Delta \tilde{y}_{it} + \gamma_4 FI_{it} \Delta \tilde{y}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{donde } \Delta \tilde{c}_{it} = \Delta c_{it} - \Delta \bar{c}_t, \Delta \tilde{y}_{it} = \Delta y_{it} - \Delta \bar{y}_t$$

donde  $\Delta c_{it}$  es el crecimiento del consumo privado real del país  $i$  en el tiempo  $t$ ,  $\Delta y_{it}$  representa el

crecimiento del PIB real del país  $i$  en el tiempo  $t$ ,  $\Delta \bar{c}_t$  y  $\Delta \bar{y}_t$  las variables mundiales, y  $\Delta \tilde{c}_{it}$  y  $\Delta \tilde{y}_{it}$  las variables idiosincrásicas;  $R_{it}$  es la relación remesas/PIB,  $KA_{it}$  y representa el índice del grado de apertura financiera de la economía *de jure* tomado de Chinn e Ito (2006) y  $FI_{it}$  los indicadores *de facto* del grado de integración financiera tomados de Lane y Milesi-Ferretti (2007). En esta especificación, el grado de suavización del consumo ante shocks del producto idiosincrásico (denominado “distribución del riesgo de consumo” en otros estudios sobre este tema) está representado por  $1 - \gamma_1 - \gamma_2 - \gamma_3 - \gamma_4$ , donde  $\gamma_2$  mide el grado en que las remesas facilitan la distribución del riesgo de consumo desvinculando el consumo específico de cada país del producto. La estimación utiliza regresiones de panel por MCO con efectos específicos de cada país y efectos fijos temporales.

<sup>1</sup>Esta especificación se basa en Sorensen *et al.* (2007) y especificaciones similares que incluyen las remesas en Hadzi-Vaskov (2006), Banco Mundial (2015) y De *et al.* (2016).

Cuadro del anexo 5.2.1. Efectos en el crecimiento a corto plazo

	América Latina y el Caribe		América del Sur		El Caribe		América Central, Panamá y República Dominicana	
	MCO	IV	MCO	IV	MCO	IV	MCO	IV
Variación de los emigrantes/población	2,478** (0,937)	-13,97*** (4,734)	2,848 (2,472)	-33,63** (13,68)	2,295 (1,767)	-27,14 (31,75)	12,85*** (2,982)	-6,108 (25,36)
Remesas/PIB	-0,0174 (0,0863)	0,990*** (0,305)	-0,657 (0,515)	1,220 (1,461)	-0,062 (0,0793)	2,277 (2,018)	0,129 (0,0722)	0,0297 (0,241)
Gasto/PIB	-0,0223 (0,0979)	0,179 (0,352)	0,00965 (0,159)	0,405 (0,390)	-0,031 (0,0962)	-0,566 (0,516)	-0,298 (0,333)	-1,291* (0,716)
M2/PIB	0,126 (2,988)	-9,243 (10,17)	5,006 (4,296)	-77,66** (34,53)	-8,991** (3,973)	-14,29 (13,52)	-1,695 (9,707)	13,11 (32,58)
PIB per cápita, PPA	0,167 (0,164)	0,199 (0,280)	0,308** (0,116)	0,740* (0,448)	-0,0891 (0,168)	0,678 (0,722)	0,364*** (0,0770)	0,187 (0,243)
Crecimiento del PIB real en economías avanzadas/Estados Unidos	0,537*** (0,104)	0,577*** (0,163)	0,561** (0,215)	0,507 (0,309)	0,626** (0,275)	0,561 (0,459)	0,739*** (0,137)	0,769*** (0,177)
IED/PIB	-0,0499 (0,145)	0,297** (0,151)	0,254 (0,202)	0,538* (0,292)	-0,298** (0,108)	-0,154 (0,194)	-0,275* (0,129)	-0,427 (0,381)
Crecimiento de las exportaciones	-6,3E-05 (0,000191)	-6,3E-05 (0,000556)	-9,3E-05 (0,000209)	0,000654 (0,000741)	0,0435 (0,0266)	-0,0417 (0,0925)	0,00373 (0,0346)	-0,0345 (0,0240)
Variación de los términos de intercambio	0,0485*** (0,0128)	0,0400 (0,0256)	0,0392*** (0,0101)	-0,0202 (0,0456)	0,0239 (0,0217)	0,00691 (0,0894)	0,0119 (0,0256)	-0,0468 (0,0653)
Riesgo país	0,133** (0,0468)	0,181*** (0,0582)	0,173* (0,0749)	0,188* (0,104)	0,0699 (0,0468)	-0,172 (0,302)	0,0691 (0,0773)	0,0465 (0,0990)
Emigrantes/población	0,290 (0,209)	-0,404 (0,322)	0,382 (0,253)	4,727*** (1,432)	0,0699 (0,0468)	-0,172 (0,302)	0,179 (0,386)	0,755 (0,849)
Número de observaciones	361	361	170	170	152	152	105	105
R cuadrado ajustado	0,157		0,186		0,262		0,343	

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EA = economías avanzadas; IED = inversión extranjera directa; IV = variables instrumentales; M2 = dinero en sentido amplio; MCO = mínimos cuadrados ordinarios; PPA = paridad del poder adquisitivo.

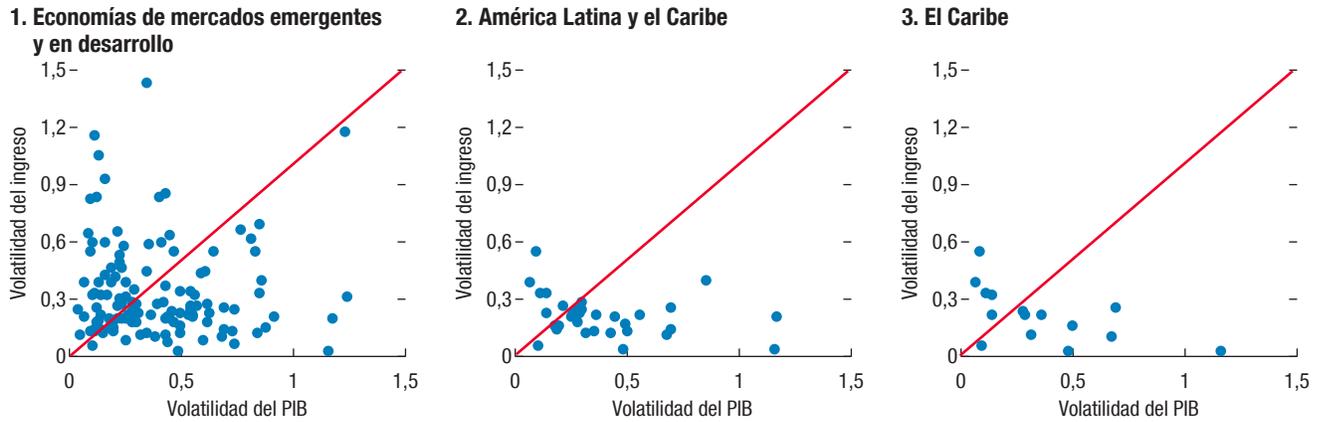
**Cuadro del anexo 5.2.2. Efectos en el crecimiento a largo plazo**

	América Latina y el Caribe		América del Sur		El Caribe		América Central, Panamá y República Dominicana	
	MCO	IV	MCO	IV	MCO	IV	MCO	IV
Variación de los emigrantes/ población	-1,019 (1,644)	-10,06** (4,756)	-19,91*** (5,106)	-22,46** (9,446)	2,483 (1,647)	2,446* (1,249)	3,214 (10,64)	-3,948 (10,51)
Remesas/PIB	-0,339** (0,130)	-0,427* (0,219)	0,297 (0,461)	0,292 (1,005)	0,277 (0,163)	0,356*** (0,128)	-0,349** (0,0935)	-0,255* (0,144)
Gasto/PIB	0,0253 (0,0596)	0,446 (0,312)	-0,134 (0,0781)	-0,0535 (0,113)	0,0251 (0,138)	0,122 (0,0914)	0,477** (0,128)	0,979*** (0,354)
M2/PIB	0,702 (3,935)	10,24 (8,029)	-9,443** (3,285)	-20,21** (8,034)	-11,33*** (2,577)	-12,96*** (2,916)	2,788 (4,933)	-13,11 (11,92)
PIB per cápita, PPA	-0,122 (0,148)	-0,611* (0,317)	0,221** (0,0920)	0,267** (0,134)	0,0107 (0,111)	0,0123 (0,103)	-0,260** (0,0753)	-0,225 (0,162)
Crecimiento del PIB real en economías avanzadas/Estados Unidos	-0,662** (0,305)	-1,047** (0,443)	-0,882* (0,448)	-0,959** (0,408)	-0,0577 (0,499)	-0,078 (0,421)	-0,0942 (0,193)	-0,0559 (0,247)
IED/PIB	-0,373 (0,266)	-0,0609 (0,249)	-0,00465 (0,289)	0,0966 (0,306)	-0,239* (0,130)	-0,214** (0,0885)	-0,830** (0,251)	-1,034*** (0,266)
Crecimiento de las exportaciones	0,00185*** (0,000410)	0,00245 (0,00167)	-0,00032 (0,000891)	-0,00059 (0,00106)	0,168*** (0,0451)	0,210*** (0,0465)	-0,0477 (0,0287)	-0,039 (0,0277)
Variación de los términos de intercambio	0,00917 (0,0742)	-0,267 (0,194)	-0,185 (0,119)	-0,245 (0,194)	-0,242* (0,133)	-0,242** (0,0968)	0,248*** (0,0555)	0,351*** (0,129)
Riesgo país	0,150*** (0,0452)	0,296*** (0,100)	0,121* (0,0606)	0,123 (0,0765)			0,0206 (0,116)	-0,067 (0,106)
Emigrantes/población	0,364** (0,145)	0,0971 (0,270)	1,820*** (0,385)	2,318*** (0,428)	-0,0531 (0,0482)	-0,0665 (0,0485)	0,264 (0,299)	-0,192 (0,359)
Número de observaciones	83	83	39	39	37	37	23	23
R cuadrado ajustado	0,370	.	0,712	.	0,379	.	0,490	.

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EA = economías avanzadas; IED = inversión extranjera directa; IV = variables instrumentales; M2 = dinero en sentido amplio; MCO = mínimos cuadrados ordinarios; PPA = paridad del poder adquisitivo.

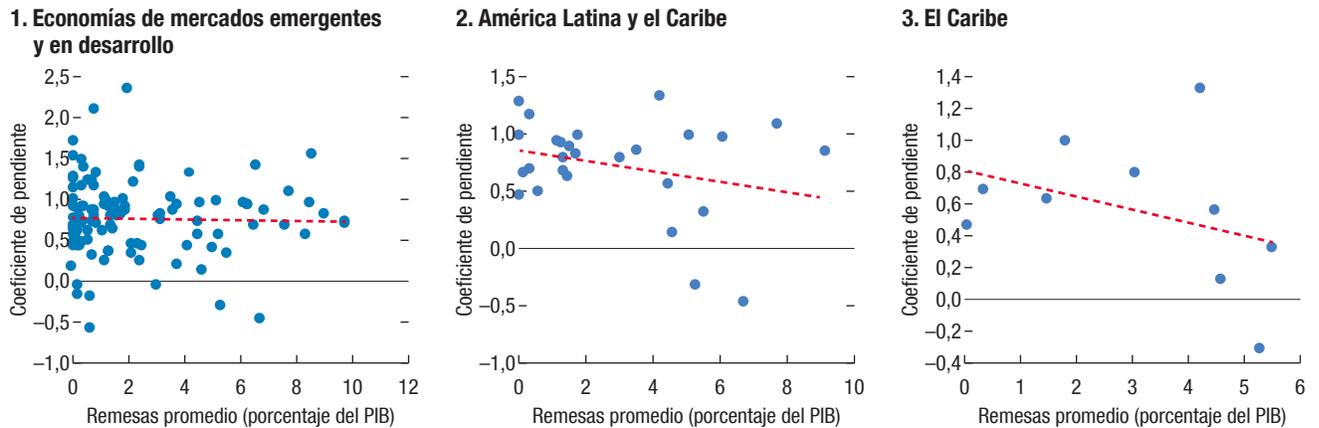
**Gráfico del anexo 5.2.1. Remesas y volatilidad del ingreso**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las desviaciones estándar del ingreso (ingreso interno más remesas) se presentan en el eje vertical y las desviaciones estándar del PIB en el eje horizontal. Los puntos por debajo de la línea de 45 grados indican que las remesas reducen la volatilidad del ingreso.

**Gráfico del anexo 5.2.2. Remesas y desviación con respecto a la distribución perfecta del riesgo**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los coeficientes de pendiente obtenidos a partir de las regresiones de series temporales específicas de cada país del aumento del consumo idiosincrásico sobre el crecimiento del producto idiosincrásico se representan en el eje vertical, y los niveles promedio de remesas como porcentaje del PIB se representan en el eje horizontal. Una relación negativa indica que un aumento de las remesas promedio está asociado con menores desviaciones con respecto a la distribución perfecta del riesgo.

**Cuadro del anexo 5.2.3. Remesas y distribución del riesgo**

	EMED	ALC	El Caribe
$R_{it}$	0,000513 (0,515)	-0,000278 (0,806)	-0,00151 (0,536)
$\Delta \tilde{y}_{it}$	0,895*** (0)	0,999*** (1,35e-09)	1,290*** (0,000926)
$KA_{it} \Delta \tilde{y}_{it}$	-0,0493 (0,253)	-0,0302 (0,648)	0,0516 (0,733)
$R_{it} \Delta \tilde{y}_{it}$	-0,0298** (0,0216)	-0,0428* (0,0565)	-0,0718* (0,0964)
$F_{it} \Delta \tilde{y}_{it}$ (volumen)	0,0989 (0,122)	-0,0215 (0,781)	-0,132 (0,763)
$F_{it} \Delta \tilde{y}_{it}$ (capital)	-0,371** (0,0171)	-0,149 (0,476)	-0,217 (0,809)
Constante	-0,0132*** (0,000443)	-0,00750 (0,195)	0,00222 (0,880)
Observaciones	2,012	679	284
R cuadrado	0,113	0,094	0,053
Número de países	117	29	12

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

## Referencias

- Abdih, Y., R. Chami., M.T. Gapen y A. Mati. 2009. "Fiscal Sustainability in Remittance-Dependent Economies". IMF Working Paper 09/190, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Acharyaa, C.P., y R. Leon-Gonzalez. 2013. "The Impact of Remittances on Poverty and Inequality: A Micro-Simulation Study for Nepal". *Asian Journal of Empirical Research*, 3 (9): 1061–80.
- Acosta, P., C. Calderon, P. Fajnzylber y H. Lopez. 2008. "What Is the Impact of International Remittances on Poverty and Inequality in Latin America?". *World Development*, 36 (1): 89–114.
- Adams, R.H. Jr. 2006. "Remittances and Poverty in Ghana". World Bank Policy Research Working Paper 3838, Banco Mundial, Washington, D.C.
- , A. Cuecuecha y J. Page. 2008. "The Impact of Remittances on Poverty and Inequality in Ghana". World Bank Policy Research Working Paper 4732, Banco Mundial: Washington, D.C.
- AFD. 2007. "Migration and Development: Mutual Benefits?". Actas de la cuarta conferencia de AFD-EUDN, 2006.
- Amuedo-Dorantes, C., y S. Pozo. 2004. "Worker's Remittances and the Real Exchange Rate: A Paradox of Gifts". *World Development*, 32 (8).
- Balderas, J., y K. Nath. 2008. "Remittances, Relative Price Variability and Inflation in Mexico". *Applied Economics Letters*, 15 (3).
- Ball, C., M. Cruz-Zuniga, C. Lopez y J. Reyes. 2010. "Remittances, Inflation and Exchange Rate Regimes in Small Open Economies". MPRA Paper 22648, Munich.
- Balli, F., y F. Rana. 2015. "Determinants of Risk Sharing Through Remittances". *Journal of Banking and Finance*, 55: 107–16.
- Banco Mundial. 2005. "Global Economic Prospects 2006: Economic Implications of Remittances and Migration". Banco Mundial, Washington, D.C.
- . 2015. "Report on the G20 Survey on De-Risking Activities in the Remittance Market". Washington, D.C.
- Barajas, A., R. Chami, D. Hakura y P. Montiel. 2010. "Worker's Remittances and the Equilibrium Real Exchange Rate: Theory and Evidence". IMF Working Paper 10/287, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Barajas, A., R. Chami, T. Cosimano, C. Fullenkamp, M. Gapen y P. Montiel. 2008. "Macroeconomic Consequences of Remittances". IMF Occasional Paper 259, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Barham, B., y S. Boucher. 1998. "Migration, Remittances, and Inequality: Estimating the Net Effects of Migration on Income Distribution". *Journal of Development Economics*, 55 (2): 307–31.
- Beaton K., S. Cerovic, M. Galdamez, M. Hadzi-Vaskov, F. Loyola, Z. Koczan, B. Lissovolic, J. Martijn, Y. Ustyugova y J. Wong. De próxima publicación. "Migration and Remittances in Latin America and the Caribbean: Engines of Growth or Macroeconomic Stabilizers?". IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Beaton, K., S. Cevik y S.R. Yousefi. De próxima publicación. "Smooth Operator: Remittances and Fiscal Shocks". IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Beyene, B.M. 2014. "The Effects of International Remittances on Poverty and Inequality in Ethiopia". *Journal of Development Studies*, 50 (10): 1380–96.
- Bouoiyour, J., y A. Miftah. 2014. "The Effects of Remittances on Poverty and Inequality: Evidence from Rural Southern Morocco". MPRA Paper 55686, Munich.
- Brown, R.P.C., y E. Jiménez. 2007. "Estimating the Net Effects of Migration and Remittances on Poverty and Inequality: Comparison of Fiji and Tonga". UNU-WIDER Working Paper 23.
- Caceres, L. R., y N. N. Saca. 2006. "What Do Remittances Do? Analyzing the Private Remittance Transmission Mechanism in El Salvador". IMF Working Paper 06/250, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Catrinescu, N., M. Leon-Ledesma, M. Piracha y B. Quillin. 2006. "Remittances, Institutions and Economic Growth". IZA Discussion Paper 2139, Instituto para el Estudio del Trabajo, Bonn.
- Chin, M. D., y H. Ito. 2006. "What Matters for Economic Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions". *Journal of Development Economics*. 81: 163–92.
- De, S., E. Islamaj, M.A. Kose y S.R. Yousefi. 2016. "Remittances over the Business Cycle: Theory and Evidence". KNOMAD Working Paper 11, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Ebeke, C. 2010. "Remittances, Value Added Tax and Tax Revenue in Developing Countries". CERDI, Etudes et Documents, E 2010.30, Centro de Estudios e Investigación sobre el Desarrollo Internacional, Clermont Ferrand, Francia.
- Ebeke, C., B. Loko y A. Viseth. 2014. "Credit Quality in Developing Economies: Remittances to the Rescue?". IMF

- Working Paper 14/144, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Edwards, A., y M. Ureta. 2003. "International Migration, Remittances, and Schooling: Evidence from El Salvador". *Journal of Development Economics*, 2003, 72 (2): 429–61.
- Erbenová, M., Y. Liu, N. Kyriakos-Saad, A. López-Mejía, G. Gasha, E. Mathias, M. Norat, F. Fernando y Y. Almeida. 2016. "The Withdrawal of Correspondent Banking Relationships: A Case for Policy Action". IMF Staff Discussion Note 16/06, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Fajnzylber, P., y J.H. Lopez. 2008. "Remittances and Development: Lessons from Latin America". Banco Mundial, Washington, D.C.
- Filmer, D. 2010. "Education Attainment and Enrollment around the World: An International Database". Banco Mundial, Washington, D.C.
- Giuliano, P., y M. Ruiz-Arranz. 2005. "Remittances, and Financial Development, and Growth". IMF Working Paper 05/234, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Gubert, F., T. Lassourd y S. Mesplé-Somps. 2010. "Do Remittances Affect Poverty and Inequality? Evidence from Mali". DIAL Working Paper 2010/08, Développement, Institutions et Mondialisation.
- Hadzi-Vaskov, M. 2006. "Workers' Remittances and International Risk-Sharing". Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series 06–19, Escuela de Economía de Utrecht, Utrecht.
- Hassan, G.M., y M.J. Holmes. 2013. "Remittances and the Real Effective Exchange Rate". *Applied Economics*, 45 (45), 4959–70.
- Izquierdo, A., y P. Montiel. 2006. "Remittances and Equilibrium Real Exchange Rates in Six Central American Countries". Inédito. Williams College.
- Koczan, Z., y F. Loyola. De próxima publicación. "How Do Migration and Remittances Affect Inequality? A Case Study of Mexico". IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Lane, P. R., y G. M. Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004". *Journal of International Economics*, 73: 233–50.
- Loritz, J. 2008. "The Incidence of Remittances in Latin America and Effects on Poverty and Inequality". Escuela de Política Pública de la Universidad de Maryland, College Park, Maryland.
- Lowell, L.B., y R.O. de la Garza. 2000. "The Developmental Role of Remittances in U.S. Latino Communities and in Latin American Countries". Diálogo Interamericano, Washington, D.C.
- Margolis, D., L. Miotti, E. Mouhoub y J. Oudinet. 2013. "To Have and Have Not: Migration, Remittances, Poverty and Inequality in Algeria". IZA Discussion Paper 7747, Instituto para el Estudio del Trabajo, Bonn.
- Mishra, S., P. K. Narayan y S. Narayan. 2011. "Do Remittances Induce Inflation? Fresh Evidence from Developing Countries". *Southern Economic Journal*, 77 (4): 914–33.
- Möllers, J., y W. Meyer. 2014. "The Effects of Migration on Poverty and Inequality in Rural Kosovo". *IZA Journal of Labor & Development*, 3 (16).
- Mughal, M., y A.I. Anwar. 2012. "Remittances, Inequality and Poverty in Pakistan: Macro and Microeconomic Evidence". CATT Working Paper 2, Université de Pau et des Pays de l'Adour, Francia.
- Organización de los Estados Americanos. 2011. *Migración Internacional en las Américas*. Washington, D.C.
- Orozco, M., L. Porras y J. Yansura. 2016. "The Costs of Sending Money to Latin America and the Caribbean". Diálogo Interamericano, Washington, D.C.
- Sorensen, B. E., Y. T. Wu, O. Yosha y Y. Zhu. 2007. "Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated at Birth". *Journal of International Money and Finance*, 26: 587–605.
- Stark, O., y R.E.B. Lucas. 1988. "Migration, Remittances, and the Family". *Economic Development and Cultural Change*, 36 (3): 465–81.
- Taylor, J. E., J. Mora, R. Adams y A. Lopez-Feldman. 2005. "Remittances, Inequality and Poverty: Evidence from Rural Mexico". Working Paper 05–003, Universidad de California, Davis.

# Grupos de países y abreviaturas de países y regiones

## Grupos de países

CAPRD	Países caribeños exportadores de materias primas	Países caribeños dependientes del turismo	América Central	Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU)	AL-7	AL-6	América del Sur
Costa Rica	Belice	Antigua y Barbuda	Belice	Anguila	Argentina	Brasil	Argentina
El Salvador	Guyana	Barbuda	Costa Rica	Antigua y Barbuda	Brasil	Chile	Bolivia
Guatemala	Suriname	Las Bahamas	El Salvador	Barbuda	Chile	Colombia	Brasil
Honduras	Trinidad y Tobago	Barbados	Guatemala	Dominica	Colombia	México	Chile
Nicaragua		Dominica	Honduras	Granada	México	Perú	Colombia
Panamá		Granada	Nicaragua	Montserrat	Perú	Uruguay	Ecuador
República Dominicana		Jamaica	Panamá	Saint Kitts y Nevis	Uruguay		Guyana
		Saint Kitts y Nevis		Santa Lucía			Paraguay
		San Vicente y las Granadinas		San Vicente y las Granadinas			Perú
		Santa Lucía					Suriname
							Uruguay
							Venezuela

## Abreviaturas de las regiones

África subsahariana	AS	Economías emergentes y en desarrollo de Asia	EEDA
Asia meridional	AM	Economías emergentes y en desarrollo de Europa	EEDE
Economías de mercados emergentes y de mediano ingreso	EMEMI	Europa y Asia Central	ECA
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	EMED	Oriente Medio y Norte de África	OMNA

## Lista de abreviaturas de países

Antigua y Barbuda	ATG	Guyana	GUY
Argentina	ARG	Haití	HTI
Las Bahamas	BHS	Honduras	HND
Barbados	BRB	Jamaica	JAM
Belice	BLZ	México	MEX
Bolivia	BOL	Nicaragua	NIC
Brasil	BRA	Panamá	PAN
Canadá	CAN	Paraguay	PRY
Chile	CHL	Perú	PER
Colombia	COL	República Dominicana	DOM
Costa Rica	CRI	Saint Kitts y Nevis	KNA
Dominica	DMA	San Vicente y las Granadinas	VCT
Ecuador	ECU	Santa Lucía	LCA
El Salvador	SLV	Suriname	SUR
Estados Unidos	USA	Trinidad y Tobago	TTO
Granada	GRD	Uruguay	URY
Guatemala	GTM	Venezuela	VEN



# Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, abril de 2016 a marzo de 2017

## IMF Cluster Reports

### IMF Country Report No. 17/66

*Cluster Report—Trade Integration in Latin America and the Caribbean*

Valerie Cerra; Kimberly Beaton; Metodij Hadzi-Vaskov; Rosalind Mowatt

## IMF Working Papers

### WP/16/80

*Understanding Corporate Vulnerabilities in Latin America*

Carlos Caceres; Fabiano Rodrigues Bastos

### WP/16/82

*Structural Reform and Growth: What Really Matters? Evidence from the Caribbean*

Kevin Greenidge; Meredith Arnold McIntyre; Hanlei Yun

### WP/16/85

*Power It Up: Strengthening the Electricity Sector to Improve Efficiency and Support Economic Activity*

Gabriel Di Bella; Francesco Grigoli

### WP/16/101

*Estimating the Effects of the Trans-Pacific Partnership (TPP) on Latin America and the Caribbean (LAC)*

Diego A. Cerdeiro

### WP/16/108

*Global Financial Conditions and Monetary Policy Autonomy*

Carlos Caceres; Yan Carriere-Swallow; Bertrand Gruss

### WP/16/121

*Income Polarization in the United States*

Ali Alich; Kory Kantenga; Juan Solé

### WP/16/122

*What's Up with U.S. Wage Growth and Job Mobility?*

Stephan Danninger

### WP/16/124

*What is Keeping U.S. Core Inflation Low: Insights from a Bottom-Up Approach*

Yasser Abdih; Ravi Balakrishnan; Baoping Shang

### WP/16/125

*U.S. Dollar Dynamics: How Important Are Policy Divergence and FX Risk Premiums?*

Ravi Balakrishnan; Stefan Laseen; Andrea Pescatori

**WP/16/129**

*Outside the Band: Depreciation and Inflation Dynamics in Chile*

Esther Pérez Ruiz

**WP/16/159**

*Inflation and the Black Market Exchange Rate in a Repressed Market: A Model of Venezuela*

Valerie Cerra

**WP/16/160**

*Testing Piketty's Hypothesis on the Drivers of Income Inequality: Evidence from Panel VARs with Heterogeneous Dynamics*

Carlos Góes

**WP/16/185**

*Highways to Heaven: Infrastructure Determinants and Trends in Latin America and the Caribbean*

Valerie Cerra; Alfredo Cuevas; Carlos Góes; Izabela Karpowicz; Troy Matheson; Issouf Samake; Svetlana Vtyurina

**WP/16/192**

*How to Improve Inflation Targeting in Canada*

Maurice Obstfeld; Kevin Clinton; Ondra Kamenik; Douglas Laxton; Yulia Ustyugova; Hou Wang

**WP/16/195**

*U.S. Monetary Policy Normalization and Global Interest Rates*

Carlos Caceres; Yan Carriere-Swallow; Ishak Demir; Bertrand Gruss

**WP/16/197**

*Central Banking in Latin America: The Way Forward*

Yan Carriere-Swallow; Luis I. Jacome H.; Nicolás E. Magud; Alejandro M. Werner

**WP/16/199**

*Gone with the Wind: Estimating Hurricane and Climate Change Costs in the Caribbean*

Sebastián Acevedo Mejía

**WP/16/200**

*Assessing Liquidity Buffers in the Panamanian Banking Sectors*

Andras Komaromi; Metodij Hadzi-Vaskov; Torsten Wezel

**WP/16/201**

*Estimating Potential Output in Chile: A Multivariate Filter for Mining and Non-Mining Sectors*

Patrick Blagrave; Marika Santoro

**WP/16/206**

*National Insurance Scheme Reforms in the Caribbean*

Koffie Nassar; Joel Okwuokei; Mike Li; Timothy Robinson; Saji Thomas

**WP/16/208**

*Dominican Republic: Sectoral Financial Positions and Macroeconomic Vulnerabilities*

Svetlana Cerovic; Jose Saboin

**WP/16/218**

*To Bet or Not to Bet: Copper Price Uncertainty and Investment in Chile*

Fabio Comelli; Esther Pérez Ruiz

**WP/16/226**

*A Balancing Act: Reform Options for Paraguay's Fiscal Responsibility Law*

Antonio David; Natalija Novta

**WP/16/229**

*Non-Performing Loans in the ECCU: Determinants and Macroeconomic Impact*

Kimberly Beaton; Alla Myrvoda; Shernnel Thompson

**WP/16/236**

*Macro-Financial Linkages and Heterogeneous Non-Performing Loans Projections: An Application to Ecuador*

Francesco Grigoli; Mario Mansilla; Martín Saldías

**WP/16/240**

*Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through*

Bertrand Gruss; Fabián Valencia; Nicolás E Magud; Yan Carriere-Swallow

**WP/16/244**

*Inequality and Growth: A Heterogeneous Approach*

Evelio Paredes; Francesco Grigoli; Gabriel Di Bella

**WP/16/246**

*Does Gross or Net Debt Matter More for Emerging Market Spreads?*

Metodij Hadzi-Vaskov; Luca Antonio Ricci

**WP/16/250**

*Potential Output Growth Estimates for Central America and the Dominican Republic*

Roberto García-Saltos; Iulia Ruxandra Teodoru; Fan Zhang

**WP/17/1**

*Benefits of Global and Regional Financial Integration in Latin America*

Bennett W Sutton; Diva Singh; Luc Eyraud

**WP/17/9**

*Financial Deepening in Mexico*

Alexander Herman; Alexander D. Klemm

**WP/17/27**

*The Impact of Natural Resource Discoveries in Latin America and the Caribbean: A Closer Look at the Case of Bolivia*

Frederik G Toscani

**WP/17/29**

*Terms-of-Trade Cycles and External Adjustment*

Alejandro M. Werner; Gustavo Adler; Nicolás E. Magud

**WP/17/34**

*Women at Work in Latin America and the Caribbean*

Joyce Wong; Natalija Novta

**WP/17/35**

*The Growth Return of Infrastructure in Latin America*

Sergi Lanau

**WP/17/42**

*Composition of Trade in Latin America and the Caribbean*

Metodij Hadzi-Vaskov; Xiaodan Ding

**WP/17/46**

*Revisiting the Link between Trade, Growth and Inequality: Lessons for Latin America and the Caribbean*

Aliona Cebotari; Andras Komaromi; Kimberly Beaton

**WP/17/47**

*Trade Liberalization in Peru: Adjustment Costs Amidst High Labor Mobility*

Elin Baldárrago; Gonzalo Salinas

**WP/17/50**

*Spillovers from U.S. Monetary Policy Normalization on Brazil and Mexico's Sovereign Bond Yields*

Carlos Góes; Herman Kamil; Jeremy Zook; Mercedes García-Escribano; Phil De Imus; Roberto Perrelli; Shaun K. Roache

**WP/17/53**

*Pension Reform Options in Chile: Some Tradeoffs*

Marika Santoro

**WP/17/54**

*Labor Force Participation in Chile: Recent Trends, Drivers, and Prospects*

Patrick Blagrove; Marika Santoro

## **Selected Issues Papers**

### **Argentina**

*How Large Is Argentina's Capital Accumulation Gap and How Can It Be Reduced? Lessons from Past Investment Surges*

Jorge Iván Canales-Kriljenko

*Argentina's Fiscal Adjustment: How Can It Be Done?*

Diva Singh; Paolo Dudine

*Argentina's Pension and Social Security System: A Sustainability Analysis*

Paolo Dudine

*Disinflation Under Inflation Targeting: A Small Macro Model for Argentina*

Jorge Ivan Canales-Kriljenko

*Enhancing The Effectiveness of Inflation Targeting in Argentina*

Luis Jacome

*Argentina's Exports and Competitiveness: A Sectoral View On Trends and Prospects*

Lusine Lusinyan; Mariano Ortiz Villafañe

*Medium-Term Prospects for Argentina's External Balance Sheet*

Alex Pienkowski; Jose Luis Saboin

## Barbados

*Data Issues and Post-Crisis Growth in Barbados*

Thomas Dowling; Judith Gold

*Understanding Tourism Flows in Barbados*

Nkunde Mwase; Judith Gold

## Belize

*Toward A Better Understanding of Macro-Financial Linkages*

Jacques Bouhga-Hagbe; Dmitriy Kovtun; Joel Okwuokei; Kalin Tintchev; Chady El Khoury; Gomiluk Otokwala; Annamaria Kokenyne-Ivanics; Aditya Gaiha

## Brasil

*Financial and Business Cycles in Brazil*

Ivo Krznar; Troy Matheson

*Consumption in Brazil: Where to Next?*

Troy Matheson; Carlos Góes

*Fiscal Challenges of an Aging Population in Brazil*

Izabela Karpowicz; Carlos Mulas-Granados

*Stretching the Limits: The Evolution of Subnational Public Finances in Brazil*

Izabela Karpowicz; Carlos Mulas-Granados

*Effectiveness of Intervention in Brazil*

Christian Saborowski

*Upgrading Brazil's Inflation Targeting Framework*

Silvia Domit

*Assessing Banking Sector Health in the Economic Downturn*

Ivo Krznar

## Costa Rica

*Macro-Financial Linkages*

Valentina Flamini

*Financial Sector Vulnerabilities*

Valentina Flamini

*Monetary Policy Stance*

Valentina Flamini; Rodrigo Mariscal Paredes

*Financial Deepening in Costa Rica*

Anna Ivanova; Rodrigo Mariscal; Joyce Wong

*Financial Inclusion in Costa Rica*

Anna Ivanova; Yixi Deng; Joyce Wong

*Recent Fiscal Developments and Medium-Term Sustainability*

Jaume Puig-Forné

*Balance Sheet Analysis*

Jaume Puig-Forné

*Selected Real Sector Issues*

Lennart Erickson; Iulia Teodoru; Dmitry Plotnikov

*Female Labor Force Participation in Costa Rica*

Anna Ivanova; Ryo Makioka; Joyce Wong

## Colombia

*Monetary and Financial Conditions in Colombia*

Francisco Roch

*Colombian Corporate Vulnerabilities and Macroeconomic Implications*

Mohamed Afzal Norat; David Jutrsa

*Inflation Dynamics in Colombia*

Sergi Lanau; Christina Kolerus

## Dominica

*A Savings Fund for Natural Disasters: An Application to Dominica*

Alejandro Guerson

*Credit Unions in Dominica: Financial Importance and Policy Challenges*

Saji Thomas

*Economic Impact of Tropical Storms*

Wayne Mitchell; Ke Wang

## El Salvador

*Puzzling Out the Salvadorian Growth, Migration, and Remittance Nexus*

Bogdan Lissovlik

*El Salvador: Potential Growth*

Iulia Teodoru

*A Fiscal Responsibility Law and Fiscal Rule for El Salvador: A Cross-Country View*

Bogdan Lissovlik

*The Salvadorian Pension System: In Search of Sustainability*

Bogdan Lissovlik

*Financial Developments in El Salvador: Deepening & Inclusion and Crowding Out*

Lukas Kohler; Joyce Wong; Diana Mikhail; Yixi Deng

## Guatemala

*Guatemala Real Sector Issues*

Iulia Ruxandra Teodoru

*Fiscal Policy: Sustainability and Social Objectives*

Carlos Janada

*Monetary Policy Management*

Iulia Ruxandra Teodoru; Rodrigo Mariscal Paredes

*Macro Financial Linkage: Assessing Financial Risks*

Iulia Ruxandra Teodoru

*Macro Financial Linkage: Financial Development and Inclusion*

Anna Ivanova; Victoria Valente

## Honduras

*Benchmarking Social Spending Using Efficiency Frontiers*

Javier Kapsoli

*Corruption, Violence, and Economic Growth*

Dmitry Plotnikov

*Macroeconomic Impact of Lower Oil Prices in Honduras*

Diego Cerdeiro; Dmitry Plotnikov

*Banking Sector Stability in Honduras*

Garth P. Nicholls

*A Balance Sheet Approach to Macroeconomic Vulnerabilities*

Garth P. Nicholls; Giovanni Ugazio

## México

*The Transmission of Monetary Policy Rates to Lending and Deposit Rates*

Alexander Klemm

*Global Conditions and Capital Flows to Emerging Markets: How Sensitive Is Mexico?*

Damien Puy

*Welfare Gains from Hedging Oil-Price Risk*

Chang Ma; Fabián Valencia

*Evaluating the Stance of Monetary Policy*

Alexander Klemm; Damien Puy

## Paraguay

*A Balancing Act: Reform Options for Paraguay's Fiscal Responsibility Law*

Antonio C. David; Natalija Novta

*Paraguay's Credit Growth and Banking System Vulnerabilities—An Assessment*

Geoffrey Keim; Marika Santoro

## Panamá

*Assessing the Effectiveness of Panama's Fiscal Framework*

Fang Yang

*Assessing Liquidity Buffers in the Panamanian Banking Sector*

Metodij Hadzi-Vaskov; Andras Komaromi; Torsten Wezel

*Economic Effects of Panama's Offshore Banking Sector*

Metodij Hadzi-Vaskov

*Inclusive Growth in Panama*

Metodij Hadzi-Vaskov

*Spillovers from the Panama Canal Expansion*

Ana Ahijado; Metodij Hadzi-Vaskov; Andras Komaromi; Diego Cerdeiro

## Perú

*The Adjustment to Commodity Price Shocks in Chile, Colombia and Peru*

Francisco Roch

*Fiscal Multipliers and Institutions in Peru: Getting the Largest Bang for the Sol*

Svetlana Vtyurina; Zulima Leal

*The Missing Link? Exchange Rate Volatility and De-Dollarization in Peru*

Greetje Everaert

*Selected Issues in International Taxation*

Roberto Schatan

## Trinidad y Tobago

*Fuel Subsidies in Trinidad and Tobago: Fiscal, Distributional, and Environmental Impacts*

Xin Li; Elie Canetti

## Uruguay

*Balance Sheet Analysis in Uruguay—High Dollarization but Limited Risks*

Frederik Toscani

*Stress-Testing the Banking Sector*

Frederic Lambert

*Uruguay's Neutral Interest Rate*

Frederic Lambert

*Increased Social Inclusion—The Role of Government Policies*

Bengt Petersson

*The Challenges of Population Aging for Pensions in Uruguay*

Frederic Lambert