

**Perspectivas económicas: Las Américas. Ajustando bajo presión**

Fondo Monetario Internacional (FMI)

Revista Iberoamericana de Gobierno Local  
Número 9, Granada, Noviembre, 2015  
ISSN: 2173-8254

Estudios económicos y financieros

# Perspectivas económicas

**Las Américas**  
**Ajustando bajo presión**

.....

**Oct 15**



Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

**Las Américas**

**Ajustando bajo presión**

.....

**15**

©2015 International Monetary Fund  
Edición en español ©2015 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**

Perspectivas económicas. Las Américas. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2006–

v. ; cm. — (Estudios económicos y financieros, 0258-7440)

Once a year.

Began in 2006.

Some issues have thematic titles.

1. Economic forecasting – North America – Periodicals. 2. Economic forecasting – Latin America – Periodicals. 3. Economic forecasting – Caribbean Area – Periodicals. 4. North America – Economic conditions – Periodicals. 5. Latin America – Economic conditions – 1982 – Periodicals. 6. Caribbean Area – Economic conditions – Periodicals. 7. Economic development – North America – Periodicals. 8. Economic development – Latin America. 9. Economic development – Caribbean Area. I. Title: Western Hemisphere. II. International Monetary Fund. III. Series: World economic and financial surveys.

HC94.A1 R445

ISBN: 978-1-51354-061-0 (edición impresa)

ISBN: 978-1-51350-820-7 (edición digital)

Pueden solicitarse ejemplares a:  
International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.  
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
Internet: [www.imf.org](http://www.imf.org)

# Índice

<b>Prefacio</b>	<b>v</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>vii</b>
<b>1. Estados Unidos, Canadá y el mundo: Perspectivas, riesgos y políticas</b>	<b>1</b>
Retroceso y repunte	1
Estados Unidos: La recuperación recobra firmeza	4
Canadá: La caída de los precios del petróleo pesa fuertemente en la economía	9
<b>2. Perspectivas y desafíos de política económica para América Latina y el Caribe</b>	<b>17</b>
Desaceleración prolongada	17
Economías financieramente integradas	23
Otros países exportadores de materias primas	31
América Central y la República Dominicana	34
El Caribe	38
Anexo 2.1. Aclaración acerca de los datos de Argentina	54
<b>3. Subir o no subir la tasa: ¿Puede elegir América Latina? Evaluando la autonomía de la política monetaria</b>	<b>55</b>
Comovimiento de las condiciones financieras: Una primera mirada	56
De las condiciones financieras mundiales a las tasas de interés internas: Cuantificando los vínculos	57
¿Qué puede esperar América Latina de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos?	62
Conclusiones e implicancias de políticas	65
Anexo 3.1. Detalles técnicos	67
<b>4. Integración comercial en América Latina y el Caribe: Entusiasmo, esperanza y realidad</b>	<b>69</b>
El contexto	70
Dados los fundamentos, ¿podría el desempeño comercial de ALC considerarse deficiente?	73
Heterogeneidad en ALC	74
La función de las cadenas de valor y los acuerdos comerciales	75
Conclusiones de políticas	77
<b>5. Promoción del desarrollo financiero en América Latina y el Caribe</b>	<b>81</b>
Medición del desarrollo financiero	81
Desarrollo financiero: ¿Cuál es la situación actual de ALC?	83

Desarrollo financiero y fundamentos macroeconómicos	85
El nexo entre el financiamiento, la estabilidad y el crecimiento: ¿Qué le espera a ALC en el futuro?	86
Conclusiones e implicancias de políticas	88
Anexo 5.1. Fuentes y procesamiento de datos	92
<b>Abreviaturas</b>	<b>95</b>
Países	95
Grupos de países	96
Regiones	96
<b>Referencias</b>	<b>97</b>
<b>Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental</b>	<b>103</b>
<b>Recuadros</b>	
1.1 ¿Cuán acomodaticia es la política monetaria de Estados Unidos?	14
2.1 Desaceleración de la actividad económica en ALC desde una perspectiva histórica	42
2.2 Fluctuaciones macroeconómicas en el Caribe: El rol de los precios del petróleo	44
2.3 Integración financiera en América Latina	46
2.4 Desigualdad y boom de las materias primas en América Latina	49
3.1 Condiciones financieras globales y flujos de cartera hacia América Latina	66
5.1 Inclusión financiera: América Latina y el Caribe	90

## Prefacio

La edición de octubre de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Hamid Faruquee y Marcello Estevão, bajo la dirección general y supervisión de Alejandro Werner y Krishna Srinivasan. El equipo estuvo integrado por Ali Alichí, Steve Brito, Carlos Caceres, Yan Carrière-Swallow, Bertrand Gruss, Dyna Heng, Kotaro Ishi, Anna Ivanova, Geoffrey Keim, Genevieve Lindow, Bogdan Lissovolik, Nicolas E. Magud, Rodrigo Mariscal, Koffie Nassar, Natalija Novta, Rania Papageorgiou, Uma Ramakrishnan, Fabiano Rodrigues Bastos, Udi Rosenhand y Joyce Wong. Además, Andrea Pescatori y Juan Solé contribuyeron al capítulo 1, Ahmed El Ashram, Sebastián Acevedo, Ravi Balakrishnan, Arnold McIntyre, Alla Myrvoda, Anayochukwu Osueke, Julien Reynaud y Marika Santoro contribuyeron al capítulo 2, y Ishak Demir, André Meier y Jaume Puig Forne contribuyeron al capítulo 3. María Salomé Gutiérrez e Irina Sirbu colaboraron en la producción, asistidas por Jermaine Ogaja; Joanne Creary Johnson, del Departamento de Comunicaciones, editó el manuscrito y coordinó la producción. Este informe refleja la evolución de los acontecimientos y proyecciones del personal técnico del FMI hasta principios de septiembre de 2015.



## Resumen ejecutivo

Después de registrar un retroceso a principios de 2015, el ritmo de la actividad mundial repuntó, pero las perspectivas de crecimiento siguen siendo moderadas, tanto a corto como a mediano plazo. La recuperación en las economías avanzadas se está fortaleciendo, pero es más débil de lo previsto. Tras un lento comienzo este año, la economía en Estados Unidos cobró ímpetu gracias a la resiliencia del consumo, mientras que en la zona del euro continúa recuperándose en forma paulatina y en Japón el crecimiento está retornando a un nivel positivo. Sin embargo, en los mercados emergentes el crecimiento continúa desacelerándose. En particular, China se encuentra en una etapa de transición hacia un crecimiento más lento a medida que reequilibra su economía. Al mismo tiempo, los precios internacionales de las materias primas, así como sus proyecciones, se mantienen débiles y muy por debajo de sus máximos registrados en 2011, incluyendo nuevas caídas del precio del petróleo. Si bien las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, las presiones financieras y la volatilidad en los mercados emergentes han aumentado, observándose cierta retracción de los flujos de capitales y presiones a la baja sobre los precios de los activos y las monedas. En general, los riesgos para las perspectivas mundiales se mantienen inclinados a la baja, en un contexto de incertidumbre con respecto al enlentecimiento del crecimiento de China y la perspectiva del despegue de las tasas de interés de Estados Unidos, así como de inquietud acerca del crecimiento mundial a mediano plazo y de un estancamiento prolongado.

En este contexto mundial, la actividad en América Latina y el Caribe (ALC) continúa desacelerándose. Se proyecta que el crecimiento del PIB real disminuya por quinto año consecutivo, tornándose ligeramente negativo en 2015 antes de repuntar levemente en 2016. Esto refleja la debilidad subyacente de tanto la demanda como la oferta agregada, en un contexto externo menos favorable. Si bien un crecimiento más sólido en Estados Unidos beneficiaría a la región, en especial a los países con vínculos más fuertes con esa economía en lo que se refiere al comercio, las remesas y el turismo (México, América Central y el Caribe), la caída de los precios de las materias primas seguirá dañando a los países exportadores netos de materias primas de América del Sur, provocando una reducción de los ingresos nacionales, una disminución de la inversión y un deterioro de los balances fiscales. Dado que se prevé que los precios de las materias primas continúen siendo bajos en el futuro próximo, las perspectivas para los importadores netos de materias primas (América Central y gran parte del Caribe) han mejorado, pero el panorama para la inversión a lo largo de la región ha empeorado y el potencial productivo ha declinado. Estas circunstancias, a su vez, entorpecerán el avance logrado en los últimos años en cuanto a la reducción de la pobreza y la desigualdad. Los principales riesgos a nivel global, incluyendo un ajuste brusco de las tasas de interés de Estados Unidos o un enlentecimiento adicional en China, podrían afectar de manera desproporcionada a América Latina.

Es probable que las mayores presiones en los mercados y el debilitamiento de los fundamentos económicos subyacentes pongan a prueba la credibilidad de los marcos de política y el compromiso de las autoridades. Esto se debe a que, además del shock a los términos de intercambio, diversos factores internos adversos también han jugado un papel fundamental en la desaceleración de la actividad en la región, interactuando con las cambiantes condiciones externas. Por ejemplo, algunas decisiones de política tomadas anteriormente han limitado el espacio disponible para respaldar el crecimiento en un contexto de precios de las materias primas más débiles, mientras que las tensiones políticas se han intensificado en algunos países. En las economías que se enfrentan a circunstancias más difíciles, intervenciones de política gravemente distorsivas y marcos macroeconómicos fallidos han dado lugar a grandes desequilibrios internos. Por último, diversas consideraciones

estructurales (por ejemplo, el alto grado de dolarización) han limitado aún más la eficacia con la que algunas economías pueden responder a los shocks externos. En estas circunstancias, los mercados de trabajo en general han venido deteriorándose, las tasas de desempleo están aumentando y el crecimiento de los salarios reales se está desacelerando, mientras que la confianza del sector privado se ha debilitado.

Desde el punto de vista de la política económica, la flexibilidad cambiaria sigue siendo la primera línea de defensa y debería facilitar el ajuste externo. El espacio fiscal continúa siendo limitado en la mayoría de los países, reduciendo el margen para implementar políticas contracíclicas. Sigue siendo adecuado, en términos generales, mantener una orientación de política monetaria acomodaticia en un contexto de términos de intercambio cambiantes y variaciones de los precios relativos asociadas a la depreciación de las monedas aunque, con la inflación por encima de la meta en muchas economías, es preciso supervisar cuidadosamente los posibles efectos de segunda ronda y las expectativas de inflación. Desde una perspectiva a más largo plazo, la desaceleración en curso subraya la importancia de aplicar reformas estructurales para aliviar las graves restricciones del lado de la oferta y estimular el crecimiento a largo plazo, incluidas aquellas reformas dirigidas a impulsar la productividad, subsanar las deficiencias de infraestructura y promover la diversificación de la economía.

Estas recomendaciones de política económica se aplican en términos generales a las *economías financieramente integradas*, con diferencias basadas en las circunstancias específicas de cada país. Brasil debe seguir impulsando el proceso de consolidación fiscal a fin de estabilizar la deuda pública, mientras controla la elevada inflación. Colombia y México están sintiendo el peso de la baja del precio del petróleo, pero la actividad económica continuará expandiéndose a pesar de la consolidación fiscal que se planea a fin de encauzar la deuda en una trayectoria descendente. Chile y Perú están enfrentando la caída de los precios de los metales habiendo partido con sólidas posiciones fiscales y monetarias, y sus marcos macroeconómicos les ayudarán a sortear la transición.

Dentro de los *otros países exportadores de materias primas*, las políticas insostenibles aplicadas en Venezuela (con pésimas consecuencias sociales) deben corregirse con urgencia. La rigidez cambiaria en Bolivia y, especialmente, en Ecuador —una economía completamente dolarizada— centra la carga del ajuste de lleno en la política fiscal, la cual debería seguir aplicándose en combinación con reformas estructurales. La eliminación de las distorsiones de precios y del tipo de cambio, junto con un ajuste fiscal y una política monetaria algo más restrictiva, elevarían la confianza del sector privado e impulsarían el crecimiento a mediano plazo en Argentina.

En *América Central*, un importador neto de petróleo, el entorno externo actual brinda la oportunidad de consolidar las cuentas fiscales y reforzar los regímenes monetarios a fin de anclar mejor las expectativas de inflación. La mayoría de los países del Caribe deberían utilizar el espacio generado por la caída de los precios de los combustibles para seguir controlando unas trayectorias de deuda insostenibles y afianzar los frágiles sectores financieros.

Este volumen de *Perspectivas económicas: Las Américas* incluye tres capítulos analíticos en los que se examinan los siguientes temas: la autonomía monetaria y la exposición a los shocks financieros globales en América Latina; la integración comercial regional y sus beneficios potenciales, y la relación entre la profundización financiera, el crecimiento y la estabilidad económica en la región. Las principales conclusiones son las siguientes:

- Al tiempo que la Reserva Federal parece encaminada a comenzar a elevar la tasa de política monetaria, algunos bancos centrales podrían encontrarse con poco margen para apoyar la actividad económica interna. El efecto real en las *tasas de interés* internas dependerá de si el despegue de las tasas en Estados Unidos es gradual y en línea con una mejora de las perspectivas económicas, o si es abrupto y viene acompañado de mayor incertidumbre, un aumento de la aversión al riesgo y una mayor prima por plazo. Asegurar la flexibilidad cambiaria, mejorar la credibilidad de las políticas y reducir la dolarización financiera incrementarían el grado de autonomía monetaria de la región.

- A pesar de los esfuerzos para profundizar la *integración comercial*, la región de ALC sigue siendo menos abierta al comercio exterior que otras regiones y la mayoría de los países de la región muestran un nivel de comercio menor de lo que sería de esperar dados sus fundamentos económicos. Los países exportadores con buen desempeño han sido capaces de penetrar los principales mercados, incluidos los de las economías avanzadas. Una integración más profunda en las cadenas mundiales de valor es beneficiosa, pero el impacto directo en el comercio probablemente sea limitado. Los acuerdos comerciales deberían centrarse en potenciar la competitividad en los mercados internacionales y evitar la creación de bloques comerciales regionales con un énfasis proteccionista.
- La región de ALC sigue mostrando un rezago respecto de otras economías emergentes en términos de desarrollo financiero, en especial en lo que se refiere a mercados. Los sistemas financieros de muchos países de esta región están subdesarrollados, en relación a sus fundamentos macroeconómicos. La prioridad a corto plazo es cerrar estas brechas. A más largo plazo, a medida que los fundamentos macroeconómicos siguen evolucionando, un mayor desarrollo financiero beneficiaría al crecimiento y la estabilidad de la región. Sin embargo, la secuencia y velocidad de las reformas son importantes, dado que un desarrollo excesivo del mercado sin las instituciones adecuadas podría poner en riesgo la estabilidad macroeconómica.



# 1. Estados Unidos, Canadá y el mundo: Perspectivas, riesgos y políticas

*El crecimiento mundial se mantiene moderado y desigual. Después de registrar un retroceso a principios de 2015, el ritmo de la actividad mundial repuntó, pero las perspectivas de crecimiento siguen siendo débiles en un horizonte tanto de corto como de largo plazo. Las economías del Hemisferio Occidental tuvieron un lugar prominente en esos acontecimientos y tendencias. En Estados Unidos, tras un lento comienzo este año, el renovado ímpetu de la recuperación estuvo sustentado por la resiliencia del consumo y de los mercados de trabajo, pero Canadá continuó perdiendo impulso a raíz de la caída de los precios del petróleo. En otros países, el crecimiento regional se volverá levemente negativo, en un contexto de menores precios de las materias primas, un endurecimiento de las condiciones financieras, factores internos desfavorables y perspectivas menos auspiciosas a mediano plazo. Los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja, en vista de un posible estancamiento en las economías avanzadas unido a un menor crecimiento potencial en los mercados emergentes. Por ello, la aplicación de políticas que eleven el potencial sigue representando una prioridad en muchas economías, con la inversión y las reformas estructurales siendo factores cruciales, también dentro de la región.*

## Retroceso y repunte

El crecimiento mundial fue decepcionante en el primer semestre de 2015, debido a un crecimiento más lento en los mercados emergentes y una recuperación más débil en las economías avanzadas. Según lo expuesto en la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), se proyecta que la economía mundial crezca 3,1 por ciento este año (alrededor de ¼ de punto porcentual por debajo de los pronósticos anteriores; véase el gráfico 1.1). En gran parte, esta reducción refleja un nivel de actividad inesperadamente débil en América del Norte durante el primer trimestre. Asimismo, el crecimiento mundial se ha enlentecido debido a una

Nota: Preparado por Hamid Faruqee junto con Ali Alichí, Kotaro Ishi, Andrea Pescatori y Juan Solé. Steve Brito, Rania Papageorgiou y Udi Rosenhand brindaron una excelente asistencia en la investigación.

Gráfico 1.1

### Crecimiento mundial y precios de las materias primas

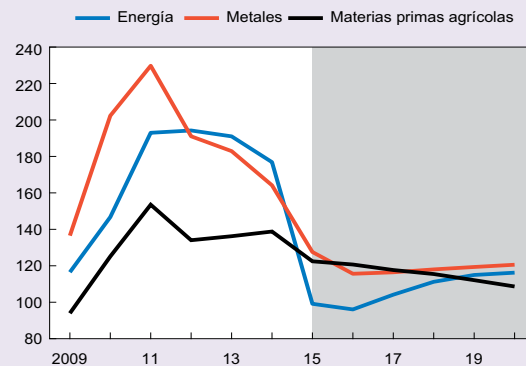
**El crecimiento mundial disminuyó en 2015, debido a la desaceleración del crecimiento en los mercados emergentes y una recuperación más débil en las economías avanzadas, mientras que los precios de las materias primas se mantienen moderados.**

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

	2013	2014	Proyecciones	
			2015	2016
<b>Mundo</b>	3,3	3,4	3,1	3,6
Economías avanzadas	1,1	1,8	2,0	2,2
Estados Unidos	1,5	2,4	2,6	2,8
Zona del euro	-0,2	0,9	1,5	1,7
Japón	1,6	-0,1	0,6	1,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,0	4,6	4,0	4,5
China	7,7	7,3	6,8	6,3
Rusia	1,3	0,6	-3,8	-0,6

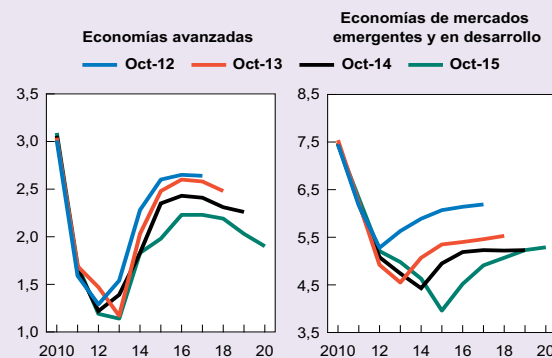
2. Precios mundiales de las materias primas

(Índice: 2005 = 100)



3. Crecimiento del PIB real en ediciones anteriores del informe WEO

(Porcentaje; tasa anual)



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

prolongada desaceleración en los mercados emergentes, incluida la transición hacia un crecimiento más lento en China y un desempeño más débil en los países exportadores de petróleo.

Se espera que la actividad mundial recobre cierto dinamismo en 2016, proyectándose un crecimiento de 3,6 por ciento. Se prevé que el crecimiento en las economías avanzadas se recupere moderadamente este año y el siguiente, impulsado por un fuerte repunte del crecimiento en Estados Unidos, una recuperación modesta pero en vías de fortalecimiento en la zona del euro y un retorno a un crecimiento positivo en Japón.

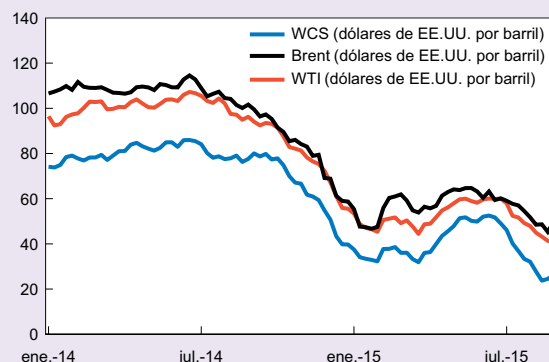
Esta recuperación sería neutralizada parcialmente por un menor crecimiento en los países exportadores de materias primas, tales como Canadá. En los mercados emergentes, también se vislumbra un repunte del crecimiento en 2016, pero principalmente como reflejo de una disipación de los shocks adversos. Específicamente:

- En *Estados Unidos*, la recuperación recobró firmeza, impulsada por el consumo privado gracias a una sostenida creación de empleo y un aumento del ingreso personal. En el futuro, el fortalecimiento de la inversión residencial y empresarial, así como un menor freno fiscal, debería inducir un sólido crecimiento en torno al 2¾ por ciento en 2016. Véase la siguiente sección.
- En la *zona del euro*, se prevé un crecimiento moderado en torno al 1½ por ciento para 2015–16, en vista de la caída de los precios del petróleo, las condiciones financieras más laxas y el cambio hacia una orientación fiscal neutra en líneas generales.
- En *China*, el crecimiento coincide prácticamente con los pronósticos anteriores y se proyecta que disminuya a 6¼ por ciento en 2016. Mientras tanto, se prevé una fuerte contracción en *Rusia* en 2015, debido a que el PIB se contrajo más de lo esperado en el primer semestre del año, para luego estabilizarse el producto de manera amplia en 2016.
- Al profundizarse la recesión en Brasil, se proyecta que en *América Latina y el Caribe* el crecimiento regional será levemente negativo

Gráfico 1.2

### Evolución del precio del petróleo

(Dólares de EE.UU. por barril)



Fuente: Haver Analytics.

Nota: WCS = Western Canada Select; WTI = West Texas Intermediate.

en 2015, marcando el quinto año consecutivo de reducciones en el crecimiento. Para 2016 se proyecta una modesta recuperación, pero ubicándose el crecimiento bien por debajo del nivel de tendencia (capítulo 2).

## Mercados de materias primas y financieros

En coincidencia con un menor crecimiento mundial, en general los precios de las materias primas han caído y las perspectivas siguen siendo débiles, muy por debajo de sus máximos registrados en 2011. Los precios del petróleo volvieron a bajar después de permanecer prácticamente estables en 2015:T2 (véase el gráfico 1.2). Esto reflejó la pujanza de la oferta (sobre todo, una fuerte producción en las economías de la OPEP así como en Estados Unidos y Rusia) y un debilitamiento de la demanda dado que la actividad mundial fue menor que la esperada. Los precios de los metales han caído debido a la preocupación acerca del nivel de demanda mundial, especialmente la desaceleración de la inversión y la actividad manufacturera en China, así como una mayor oferta (al entrar en funcionamiento la nueva capacidad de producción). Una mayor caída de los precios del petróleo generaría cierto estímulo adicional a la demanda en los países que son importadores netos, pero, hasta ahora,

la respuesta inducida por los menores precios en la demanda ha sido más débil de lo previsto.

Mientras tanto, la volatilidad del mercado ha aumentado fuertemente y las condiciones financieras se han vuelto más restrictivas para los mercados emergentes, si bien en grado diverso. En un contexto de mayor aversión al riesgo y preocupación acerca de las vulnerabilidades del crecimiento y de los mercados financieros (en particular, en lo que respecta a China después del anuncio de su nueva política cambiaria), los precios de los activos de los mercados emergentes están ahora sometidos a presión. Esto incluye un aumento de los diferenciales de los bonos en dólares y de los rendimientos de los bonos en moneda local, precios más bajos de las acciones, cierta retracción de los flujos de capital y presiones tendientes a la depreciación cambiaria.

Este panorama afecta particularmente a los países exportadores de materias primas donde los términos de intercambio menos favorables y la perspectiva de un crecimiento más débil pueden estar alimentando el giro en las expectativas de los mercados. Muchas economías también se encuentran en etapas tardías de sus ciclos de crédito en un momento en que se han reducido sus perspectivas de crecimiento, lo que las vuelve más vulnerables a condiciones de financiamiento externo más restrictivas, incluidas las asociadas con un aumento de las tasas de interés de Estados Unidos<sup>1</sup>.

Las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, especialmente en los países que ofrecen un refugio seguro, con bajas tasas de interés y diferenciales de riesgo comprimidos. Los riesgos a la estabilidad también se han moderado al mejorar las condiciones macroeconómicas, particularmente en Europa. La vigencia de tasas bajas durante un período prolongado, sin embargo, sigue siendo una preocupación allí donde la recuperación está más afianzada, incluido Estados Unidos.

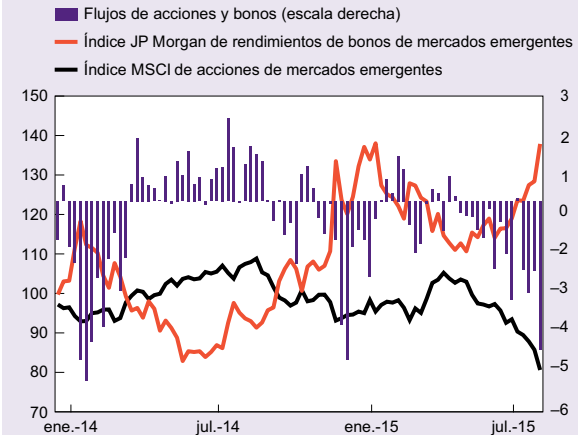
Más allá de la reciente turbulencia de los mercados, los movimientos del tipo de cambio entre las

<sup>1</sup> Véase la edición de octubre de 2015 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*).

Gráfico 1.3

**Mercados emergentes: Condiciones financieras y flujos de capitales**

(Índice, 2014 = 100; miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Haver Analytics; EPFR, y Bloomberg, L.P.  
Nota: MSCI = Morgan Stanley Capital International.

principales monedas durante los últimos seis meses han incluido una modesta apreciación efectiva real del dólar de EE.UU., el renminbi chino y el euro, y una depreciación del yen japonés. En el curso del último año, las presiones de apreciación cambiaria entre las monedas con tipo de cambio flotante han sido congruentes en líneas generales con un crecimiento relativamente fuerte y una mejora de los términos de intercambio, contribuyendo a facilitar el ajuste a nivel mundial.

**Riesgos y perspectivas (moderadas) de crecimiento**

Los riesgos para el crecimiento mundial continúan inclinados a la baja. Las condiciones externas suponen desafíos más complejos para muchos mercados emergentes, como la caída de los precios de las materias primas, junto con perspectivas menos favorables para el crecimiento<sup>2</sup>. Si bien el crecimiento más lento de China y el reequilibrio de

<sup>2</sup> Véase un análisis de los efectos de los menores precios de las materias primas en el crecimiento real y potencial en el capítulo 2 de la edición de octubre de 2015 del informe WEO.

su economía constituyen un hecho auspicioso, un posible escenario de “aterrizaje brusco” representa aún un riesgo que puede provocar efectos derrame de considerable magnitud. Una mayor volatilidad de los mercados puede generar desafíos en las economías avanzadas, pero un mayor impulso a su demanda resultante del abaratamiento de las materias primas es un riesgo al alza.

Más allá de los riesgos a corto plazo, las perspectivas de crecimiento a mediano plazo se mantienen moderadas, después de sucesivas revisiones a la baja, como se señala en informes anteriores (véase nuevamente el gráfico 1.1). Los repetidos reveses que afectaron la lenta recuperación de las economías avanzadas y una prolongada desaceleración del crecimiento en los mercados emergentes indican que en ello intervienen fuerzas subyacentes comunes, como un escaso crecimiento de la productividad tras la crisis, la herencia de un alto endeudamiento público y privado, la debilidad del sector financiero y una inversión persistentemente baja, así como las transiciones demográficas.

En el mediano plazo, el estancamiento económico es un riesgo para muchas economías avanzadas, particularmente si también merma la demanda en las economías de mercados emergentes, incluida la posibilidad de un crecimiento potencial mucho más lento en China.

### Desafíos de política económica

Elevar el producto y su potencial con medidas de apoyo a la demanda y reformas estructurales es todavía una prioridad para muchas economías. En las economías avanzadas, sigue siendo conveniente aplicar una política monetaria acomodaticia, vigilando al mismo tiempo los posibles riesgos a la estabilidad, y aún existe margen para flexibilizar la orientación fiscal en los países que cuentan con espacio suficiente, especialmente mediante un aumento de la inversión en infraestructura.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo generalmente tienen un espacio más limitado para aplicar políticas que den apoyo a la demanda, pero en lo posible deberían utilizarlo. La agenda de políticas varía, dadas las grandes diferencias en

materia de crecimiento, la sensibilidad a los shocks de precios de las materias primas y las vulnerabilidades externas. En muchas economías se necesitan con urgencia reformas estructurales para elevar la productividad y eliminar los cuellos de botella que restringen la producción.

En América Latina, muchos de estos temas son centrales en el contexto de una desaceleración prolongada. Varias economías de la región tienden a ser bastante sensibles a los precios de las materias primas y enfrentan debilidades estructurales, así como un grado limitado de integración comercial y de profundidad financiera (véanse los capítulos 4 y 5). Dadas las limitaciones para aplicar políticas de estímulo en el corto plazo, la carga de impulsar el crecimiento económico y la prosperidad deberá recaer entonces en las reformas estructurales.

### Estados Unidos: La recuperación recobra firmeza

La economía de Estados Unidos parece haber vuelto a afianzarse en el segundo trimestre de este año, creciendo un 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub> por ciento (tasa anual desestacionalizada). El fuerte repunte ocurrió tras registrarse un crecimiento inesperadamente débil en el primer trimestre (tasa anual desestacionalizada de 0,6 por ciento) a raíz de factores temporales adversos tales como las malas condiciones meteorológicas y una huelga portuaria en la costa oeste que complicó las exportaciones (véase el gráfico 1.4).

Gran parte de la resiliencia de la economía, sobre todo en el consumo privado, puede atribuirse a una sostenida creación de empleo y a un aumento del ingreso personal. Este año las incorporaciones a la nómina laboral ascendieron en promedio a más de 200.000 personas por mes, un ritmo vigoroso según estándares históricos. La tasa de desempleo ha caído a 5,1 por ciento y el ingreso personal disponible real crece a una tasa interanual de alrededor de 3 por ciento. No obstante, el crecimiento de los salarios no ha mejorado mucho. El desempleo de largo plazo y el trabajo a tiempo parcial se mantienen elevados y un número considerable de trabajadores que dejaron el mercado laboral no han encontrado aún empleo.

La caída de los precios del petróleo ha tenido sus pros y sus contras para la economía. Los precios más bajos han sumado alrededor de 1 por ciento del PIB al poder adquisitivo de los hogares desde mediados de 2014. En la primera parte del año, ese beneficio extraordinario se destinó mayormente al ahorro. Desde entonces, los consumidores han incrementado su gasto y la tasa de ahorro cayó por debajo de 5 por ciento, nivel en el que se ubicaba antes de que cayeran los precios del petróleo. Este ímpetu positivo de la demanda, sin embargo, ha sido neutralizado por una fuerte disminución de la inversión vinculada al petróleo, al caer los precios del crudo por debajo de los umbrales de equilibrio para muchos yacimientos de Estados Unidos. Los indicadores de inversión en el sector energético, sin embargo, ya han tocado fondo, una señal de que este freno al crecimiento está llegando a su fin.

Las exportaciones y el crecimiento de la inversión empresarial no petrolera han sido menos pujantes que lo esperado. Una débil demanda extranjera y la fortaleza del dólar han incrementado la competencia en el sector transable, con repercusiones negativas en la inversión empresarial. Pero factores estructurales también pueden estar deprimiendo la industria y la actividad manufacturera: la demanda está desplazándose hacia los servicios intensivos en mano de obra al envejecer la población estadounidense; el crecimiento de la productividad laboral ha declinado, posiblemente como resultado de una menor innovación, y la brecha del producto podría ser mayor que la estimada.

Si bien los indicadores del mercado de la vivienda siguen siendo dispares, la inversión residencial en el primer semestre (a una tasa promedio anualizada superior al 8 por ciento por trimestre) superó favorablemente las expectativas.

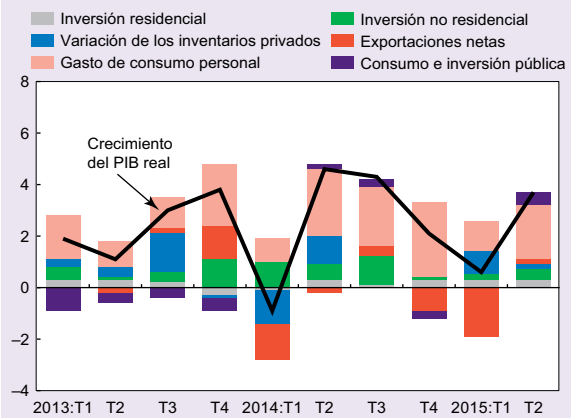
### Sólidas perspectivas de crecimiento

Se proyecta que en 2015 el crecimiento se ubique en torno al 2½ por ciento y que aumente a alrededor de 2¾ por ciento en 2016. El consumo probablemente continuará siendo la columna vertebral de la recuperación. Los factores que impulsan el robusto gasto de los hogares son la mayor firmeza que registra el mercado laboral, los bajos precios de la

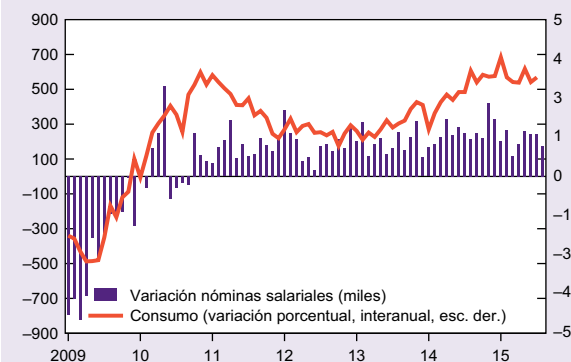
Gráfico 1.4

### Recuperación de Estados Unidos La recuperación económica en Estados Unidos volvió a terreno firme, impulsada por un sólido consumo y un aumento del empleo, y la actividad en el sector inmobiliario tendió a mejorar.

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

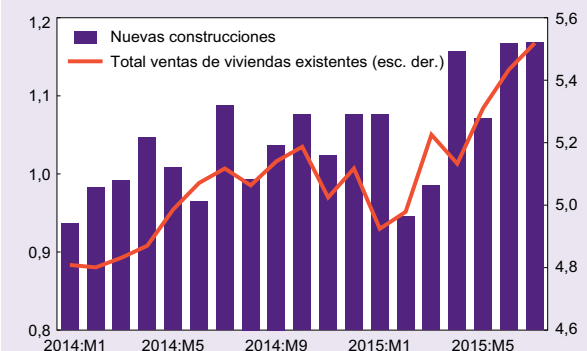


#### 2. Estados Unidos: Consumo y nóminas salariales



#### 3. Estados Unidos: Construcción de viviendas

(Millones de unidades, tasa anual desestacionalizada)



Fuentes: Haver Analytics, Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos y Oficina del Censo de Estados Unidos.

energía y una inflación subyacente controlada, todo lo cual eleva el ingreso real disponible. El crecimiento sostenido de los ingresos permitirá que se amplíe el proceso de recuperación:

*Vivienda.* A medida que la generación del milenio fortalece su situación en el mercado laboral, se prevé que aumente la formación de hogares y la inversión residencial. Las recuperaciones anteriores indican la posibilidad de un rápido aumento del inicio de nuevas construcciones y, por consiguiente, se espera que la inversión residencial estimule el crecimiento en 2016. De todos modos, las condiciones del mercado de la vivienda son inciertas y se prevé un aumento de las tasas de interés. Esto, junto con la incertidumbre acerca de la tasa de formación de hogares y cierta debilidad reciente en los precios de los inmuebles, supone riesgos para una recuperación sólida del sector.

*Inversión empresarial.* La combinación de una sólida demanda de consumo, un stock de capital envejeciendo y sustanciales reservas de efectivo en manos de las empresas debería dar sustento a una recuperación cíclica de la inversión. Como hecho alentador, los indicadores prospectivos (especialmente los pedidos de fabricación de bienes básicos de capital) han comenzado a recuperarse tras varios meses de debilidad. La fortaleza del dólar probablemente continuará y puede hacer que se pospongan algunas inversiones en el sector transable, pero esos efectos tenderán a menguar con el tiempo. La excepción es el sector energético, donde los bajos precios de la energía están erosionando la rentabilidad y pueden reprimir la inversión por algún tiempo.

Por último, la *consolidación fiscal* continuará este año, aunque a un ritmo más lento y generando una menor contribución negativa al crecimiento que el año pasado. Considerando todos los factores, se prevé que el afianzamiento de la demanda interna continúe y que el crecimiento subyacente aumente a alrededor de 3 por ciento en el corto plazo. En el mediano plazo, se prevé que el envejecimiento poblacional y un menor grado de innovación y de crecimiento de la productividad reduzcan el crecimiento potencial a alrededor de 2 por ciento<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Véase Alichí, 2015.

## Despegue de las tasas de interés de Estados Unidos

En este contexto de renovado ímpetu de la recuperación, el momento y la trayectoria de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos han atraído considerable atención, incluidos los efectos derrame que podrían ocasionar en la región (véase el capítulo 3). Las decisiones de política del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal deberían seguir dependiendo de la información disponible, esperándose para resolver el primer aumento de las tasas que haya indicios más contundentes de que la inflación sube de forma sostenida hacia el objetivo fijado para esa variable por el banco central y el mercado laboral sigue fortaleciéndose.

Actualmente, según se desprende de una amplia gama de indicadores, existe una notable mejora en el mercado laboral, pero escasa evidencia de presiones significativas sobre los salarios y los precios. Dejando de lado el momento del despegue, los datos indican que el ritmo de los aumentos subsiguientes de las tasas debería ser gradual.

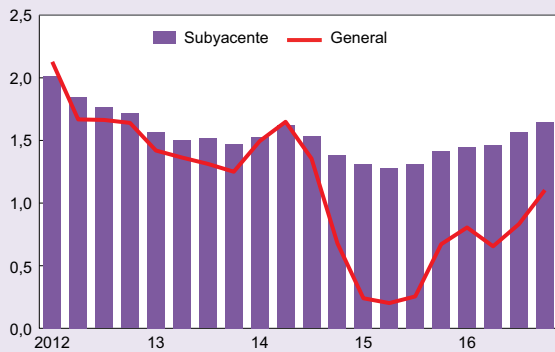
La inflación se mantiene moderada. La inflación general según el índice de gasto de consumo personal (GCP) ha sido temporalmente arrastrada a la baja por los menores precios del petróleo. La inflación subyacente del GCP disminuyó levemente a 1,2 por ciento interanual en julio, estando los efectos del aumento de la demanda más que compensados por la apreciación del dólar, la caída de los precios mundiales de los bienes transables y el traspaso residual del abaratamiento del costo de la energía.

Se proyecta que la inflación subyacente permanezca controlada. La inflación general debería repuntar después del verano (boreal) al traspasarse los efectos de la apreciación del dólar y los precios más bajos de la energía. Pero dado que la brecha del empleo es aún considerable, los aumentos salariales tenderán a permanecer moderados. Las presiones inflacionarias también están reprimidas por el espacio que tienen las empresas para absorber los aumentos de costos en sus márgenes de rentabilidad (actualmente sólidos). Por lo tanto, se proyecta que la inflación subyacente del GCP aumente solo gradualmente al cerrarse la brecha del producto,

Gráfico 1.5

**Estados Unidos: Inflación del GCP**

(Fin de período, variación porcentual interanual)



Fuentes: Haver Analytics, Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos y proyecciones del personal técnico del FMI.  
Nota: GCP = Gasto de consumo personal.

alcanzando el objetivo a mediano plazo de 2 por ciento, establecido por la Reserva Federal, para el final de 2017 (véase el gráfico 1.5).

En medio de presiones inflacionarias limitadas en el corto plazo, las tasas de interés a largo plazo se han mantenido en niveles bajos y siguen sustentando la política monetaria acomodaticia y la demanda interna. El hecho de que la prima por plazo esté comprimida refleja condiciones externas más débiles, un exceso de demanda de activos seguros y expectativas de una futura fortaleza del dólar, y puede pasar algún tiempo hasta que estos efectos se retraigan. Por ello, los mercados esperan una trayectoria muy gradual de normalización de las tasas de interés (véase el gráfico 1.6).

Ponderando esas consideraciones, la Reserva Federal ha explicado que será apropiado elevar el rango meta para la tasa de política monetaria cuando se compruebe que el mercado laboral sigue mejorando y se tenga un grado razonable de confianza de que la inflación retornará a su objetivo del 2 por ciento en el mediano plazo. La política monetaria puede entonces seguir siendo acomodaticia durante algún tiempo y los aumentos de las tasas serán probablemente graduales en vista de la trayectoria subyacente de las tasas neutras (véase el recuadro 1.1), el nivel moderado de inflación y algún grado de capacidad ociosa en los mercados laborales.

**Riesgos para la recuperación de Estados Unidos**

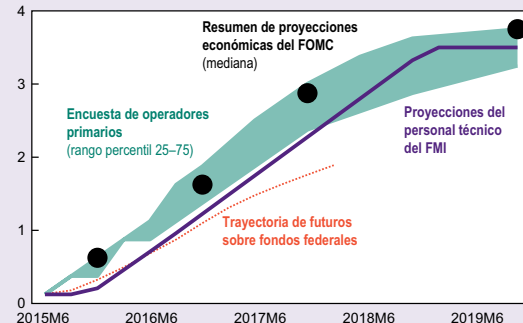
Aunque los acontecimientos señalan que la recuperación de Estados Unidos avanza con renovado ímpetu, existen varios riesgos a la baja:

- El dólar de EE.UU. podría seguir apreciándose debido a las divergencias cíclicas entre la economía del país y las de sus principales socios comerciales. Una fuerte alza del dólar, en particular, podría debilitar la rentabilidad y la producción en el sector transable interno y también ampliar el déficit de cuenta corriente.
- Un período prolongado de bajas tasas de interés y de búsqueda de rendimientos señala el surgimiento de ciertas vulnerabilidades financieras, tales como un rápido crecimiento de los activos del sector no bancario, signos de valoraciones exageradas en diversos mercados de activos y una mayor asunción de riesgo de mercado por compañías de seguros de vida.
- Las tasas de interés a largo plazo podrían subir abruptamente y dañar la recuperación. La compresión de las primas por plazo, relacionada en parte con acontecimientos de orden mundial, podría revertirse si los mercados regresaran a una modalidad de “apetito por el riesgo”. El despegue de las tasas por parte de la Reserva Federal desde el límite inferior cero podría ser

Gráfico 1.6

**Estados Unidos: Expectativas de la tasa de política monetaria**

(Porcentaje)



Fuentes: Reserva Federal; Bloomberg, L.P., y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Proyecciones a partir del 17 de junio de 2015, para el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) y los fondos federales, y de junio de 2015 para los operadores primarios.

otro disparador, aunque los ciclos anteriores de contracción monetaria han estado asociados generalmente con una reducción de las primas por plazo.

- En el frente fiscal, las actitudes políticas arriesgadas en lo referente al límite de deuda pública o el presupuesto de 2016 podrían elevar la prima por riesgo de la deuda soberana. El endurecimiento de las condiciones financieras se vincularía probablemente con una mayor volatilidad de los rendimientos y podría propagarse a otras clases de activos. Un fuerte incremento de las tasas hipotecarias puede ser un problema especial para quienes compran su primera vivienda y demorar más la recuperación del sector inmobiliario.
- Los desafíos a más largo plazo para el crecimiento podrían pasar a ocupar un primer plano. La productividad laboral se ha desplomado después de la crisis financiera mundial y podría no llegar a recuperarse. Existe asimismo la posibilidad de que la inversión empresarial permanezca estancada. Según cuáles de las razones mencionadas (por ejemplo, desplazamiento de la demanda hacia los servicios, falta de innovación) estén en juego, la debilidad de la inversión podría continuar y determinar un ritmo más lento de incremento del empleo y de crecimiento del ingreso.

### Prioridades de política económica para Estados Unidos

Después de un largo período de tasas de interés sumamente bajas, es preciso reforzar más la resiliencia del sector financiero. A pesar de los avances logrados en muchos frentes —se han fortalecido, por ejemplo, los balances de los hogares y la capitalización de los bancos— han surgido focos de vulnerabilidad, especialmente en el sector financiero no bancario. Las compañías de seguros de vida han asumido riesgo y su posición de capital es susceptible a un shock de tasas de interés; los riesgos de “corrida” y “rescate” han aumentado en el sector no bancario; y las profundas interconexiones entre las cadenas de financiamiento mayorista generan vulnerabilidades.

Para resolver esos desafíos será necesario completar las reformas regulatorias iniciadas con la ley Dodd Frank. Entre otras cuestiones, se puede fortalecer la vigilancia del riesgo sistémico, abordar los puntos ciegos en materia de datos, mejorar la supervisión de las aseguradoras y los administradores de activos, y actualizar las normas de gestión del riesgo. Se han formulado recomendaciones detalladas en el informe de 2015 sobre el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) de Estados Unidos.

En el mediano plazo, se estima que el crecimiento potencial de Estados Unidos será de alrededor de 2 por ciento, afectado por una desaceleración del crecimiento de la fuerza laboral y de la productividad. No se comprenden bien las razones subyacentes de la caída del crecimiento de la productividad total de los factores en Estados Unidos, pero es improbable que la dinámica cambie rápidamente.

Encarar estos desafíos para el crecimiento exigirá implementar una ambiciosa agenda de políticas del lado de la oferta en un contexto político fragmentado. Las políticas deben orientarse a elevar la participación en la fuerza laboral. Todo paquete de reformas debería incluir medidas que incentiven el trabajo ampliando el sistema de crédito impositivo por ingresos laborales y proporcionando ayuda para el cuidado infantil.

Se podría inducir mejor un proceso de innovación que eleve la productividad mediante reformas del régimen impositivo para las empresas. Simultáneamente, se podría fomentar el desarrollo de aptitudes a través de mejores programas de capacitación a nivel de los estados y asociaciones con la industria e instituciones de educación superior. Por último, en Estados Unidos pueden hacerse inversiones clave en infraestructura a un costo relativamente modesto a corto plazo pero con beneficios para el crecimiento en el largo plazo.

Finalmente, es necesario abordar los temas de sostenibilidad fiscal, ya que el ratio deuda pública-PIB continúa en una trayectoria insostenible. Un plan creíble debería incluir lo siguiente:

- *Reforma impositiva.* La reforma del código fiscal de Estados Unidos es un tema pendiente

desde hace largo tiempo. La complejidad y los vacíos del sistema han aumentado a través de los años, socavando la recaudación de ingresos y perjudicando la productividad. En su asesoramiento, el FMI ha expresado continuamente que las modificaciones se deberían focalizar en simplificar el sistema poniendo topes a las deducciones del impuesto sobre la renta de las personas físicas o eliminándolas; suprimir las preferencias, exclusiones y deducciones del impuesto sobre las empresas, y modificar el tratamiento impositivo para las empresas multinacionales con el objeto de limitar la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios. Asimismo, se deberían recaudar más ingresos mediante un impuesto de base amplia sobre el carbono, un impuesto federal más alto sobre el gas y la adopción de un impuesto al valor agregado (IVA) a nivel federal.

- *Reforma del sistema de pensiones.* Es preciso contrarrestar el agotamiento futuro del fondo fiduciario de la seguridad social mediante un aumento gradual de la edad jubilatoria, una mayor progresividad de las prestaciones, el aumento de la ganancia máxima imponible para las contribuciones a la seguridad social y la indexación de las disposiciones sobre prestaciones y contribuciones según un Índice de Precios al Consumidor encadenado.
- *Atención de la salud.* Las presiones de costos han disminuido pero se requieren más esfuerzos en este ámbito. Sería conveniente que la legislación se focalizara en garantizar una mejor coordinación de los servicios para los pacientes con enfermedades crónicas, medidas para contener el uso excesivo de costosos procedimientos y tecnologías tales como un grado mayor de reparto de los costos con los beneficiarios y la eliminación de rebajas impositivas para los planes de salud más generosos patrocinados por el empleador.

Un plan que corrija estos temas de sostenibilidad fiscal generaría espacio fiscal a corto plazo para financiar medidas del lado de la oferta que estimulen el crecimiento, la creación de empleo y la productividad.

## Canadá: La caída de los precios del petróleo pesa fuertemente en la economía

Después de registrar una sólida expansión en 2014, la economía de Canadá ha perdido ímpetu a raíz del shock de los precios del petróleo. En el primer semestre de 2015, la actividad económica se contrajo, por primera vez desde la recesión de 2008–09, alcanzando una tasa anual de  $\frac{3}{4}$  por ciento (véase el gráfico 1.7).

El debilitamiento de la inversión ha sido la causa principal de la desaceleración. Específicamente, la inversión empresarial no residencial ha generado un importante freno a la demanda, al caer un 8 por ciento desde 2014:T4. Junto con la disminución de los precios del petróleo y el deterioro de los términos de intercambio, la reducción de la inversión refleja una fuerte caída de la rentabilidad empresarial, particularmente en el sector energético (aunque últimamente las utilidades declaradas por otros sectores han sido más auspiciosas).

Por el lado de la oferta, la producción del sector del petróleo y el gas ha liderado el declive, cayendo casi 10 por ciento desde que los precios del petróleo comenzaron a bajar a mediados de 2014, generando una merma estimada de  $\frac{3}{4}$  de punto porcentual en el crecimiento del PIB. El sector de los servicios (que representa 70 por ciento del producto total), sin embargo, ha resistido relativamente bien.

Las exportaciones también han sido decepcionantes en el primer semestre del año. Tal como se esperaba, las exportaciones de materias primas (petróleo, gas y metales) han declinado en términos de valor en línea con la caída de sus precios. Al mismo tiempo, el aumento esperado de las exportaciones de bienes no energéticos, conjugado con un dólar canadiense más competitivo y la recuperación continua de Estados Unidos, no llegó a concretarse. Como resultado, el déficit comercial trepó a un nuevo máximo a principios de 2015. Los datos recientes sobre las exportaciones no energéticas, sin embargo, han sido más alentadores.

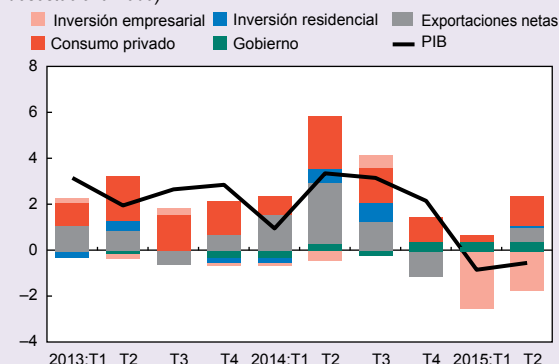
A pesar de la desaceleración de la actividad económica, el desempleo ha permanecido relativamente bajo (en torno al 7 por ciento a nivel nacional). Hasta

Gráfico 1.7

### Desaceleración de Canadá El crecimiento se desaceleró en Canadá debido al fuerte impacto de la caída de los precios del petróleo en la inversión y la producción en el sector energético.

#### 1. Canadá: Contribuciones al crecimiento del PIB

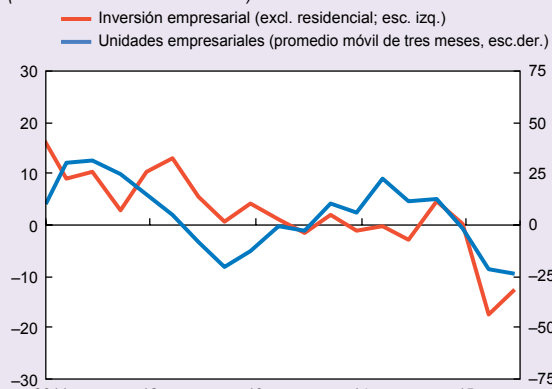
(Variación porcentual con respecto al trimestre anterior, tasa anual desestacionalizada)



Nota: Los componentes del gasto no incluyen inventarios ni discrepancias estadísticas.

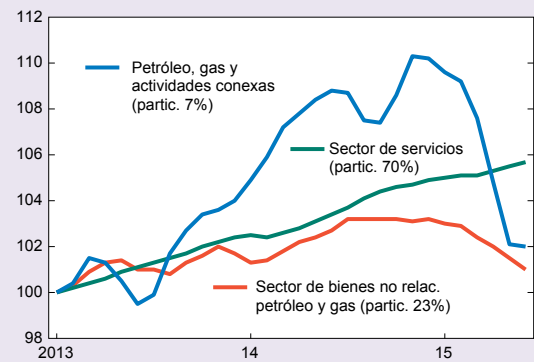
#### 2. Canadá: Inversión empresarial y utilidades

(Promedio móvil de tres meses)



#### 3. Canadá: Producción por industria

(Promedio móvil de tres meses; enero de 2013 = 100)



Fuentes: Statistics Canada, Banco de Canadá y Haver Analytics.

ahora, las reducciones de la nómina laboral se han restringido mayormente a la provincia de Alberta, donde la tasa de desempleo se elevó al 6 por ciento (alrededor de 1½ punto porcentual más que un año atrás). En otros sitios del país, el ritmo de empleo en realidad se ha acelerado. Ha habido un notable cambio en su composición desde fines de 2014. Se ha sumado a las nóminas un número mayor de trabajadores a tiempo completo en comparación con los trabajadores a tiempo parcial, que en los últimos dos años habían sido el principal determinante del aumento de la ocupación. Esto ha generado este año un fuerte crecimiento del ingreso disponible real.

En un contexto de condiciones favorables del mercado de trabajo, el gasto de los hogares se ha mantenido sólido. El consumo privado se desaceleró en el primer trimestre, afectado por las inclemencias invernales, pero repuntó con fuerza en el segundo trimestre.

Las presiones inflacionarias han permanecido mayormente controladas. La inflación general del IPC se ha ubicado en torno a 1–1¼ por ciento —bien por debajo del punto medio de 2 por ciento del rango meta fijado por el banco central— como resultado de los moderados precios de la energía. Sin embargo, la inflación subyacente (el IPC excluidos la energía, los alimentos y otros componentes volátiles) ha aumentado un poco, impulsada por los efectos de traspaso de un dólar canadiense más débil, y oscila levemente por encima del nivel de referencia del banco central.

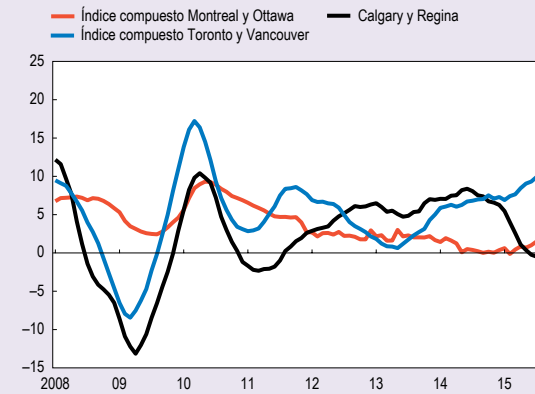
### Las vulnerabilidades del sector de la vivienda siguen siendo elevadas

Los mercados de la vivienda en general se mantienen pujantes, aunque las tendencias son ahora divergentes según las regiones. Los precios siguen aumentando fuertemente en las grandes áreas metropolitanas de Vancouver y Toronto, creciendo alrededor de 10 por ciento respecto de un año atrás (véase el gráfico 1.8). Esto refleja una fuerte demanda de viviendas unifamiliares de alta gama, así como limitaciones de oferta de terrenos. En cambio, los precios de las viviendas están moderándose en las regiones ricas en petróleo y en zonas rurales donde el crecimiento de los precios ha

Gráfico 1.8

**Canadá: Índice de precios de la vivienda, zonas metropolitanas**

(Variación porcentual interanual)



Fuente: Asociación Canadiense de Bienes Raíces.

descendido a alrededor de cero y las nuevas construcciones han caído abruptamente (por ejemplo, la región de las praderas).

Los préstamos hipotecarios, mientras tanto, se han desacelerado respecto del ritmo vigoroso registrado varios años atrás, pero todavía crecen en torno al 5 por ciento anual. La exposición de los bancos canadienses a las hipotecas y préstamos de consumo garantizados por inmuebles representa su mayor clase de activos (alrededor de 53 por ciento de los préstamos totales).

En cuanto a su composición, más de la mitad de las nuevas hipotecas no tienen hoy cobertura de seguro, a causa de las medidas regulatorias adoptadas anteriormente para endurecer las normas sobre hipotecas aseguradas. Aunque las hipotecas no aseguradas tienen una relación préstamo-valor relativamente baja y son, en principio, más seguras, en su Revisión del Sistema Financiero, el Banco de Canadá indicó que algunos pagos de anticipos pueden estar financiados mediante “acuerdos de co-préstamo” con prestamistas secundarios, y una pequeña proporción de la nueva deuda puede ser de alto riesgo y originada por prestamistas no regulados.

En este contexto, el endeudamiento de los hogares ha crecido hasta llegar a casi 160 por ciento del ingreso disponible bruto, un nivel históricamente alto en Canadá. Los costos por intereses,

sin embargo, permanecen en mínimos históricos, mitigando los efectos de los precios más altos de las viviendas en su asequibilidad (véase el gráfico 1.9). Pero esto también implica que los hogares podrían ser vulnerables a un aumento de las tasas de interés más rápido que el esperado. En el caso de que se materializara una fuerte corrección de los precios de las viviendas, tendría sustanciales efectos de riqueza en el consumo privado, desalentaría la inversión residencial y, debido a los numerosos vínculos macrofinancieros, perjudicaría la calidad de los activos bancarios.

Sin embargo, el impacto en los bancos de una profunda caída del mercado de la vivienda sería mitigado por la garantía pública que respalda las hipotecas aseguradas cubriendo tres quintas partes del crédito hipotecario pendiente de pago. Los bancos son asimismo rentables, están bien capitalizados y se encuentran adecuadamente regulados.

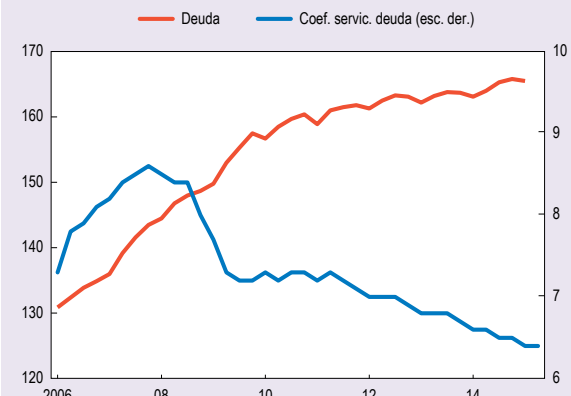
**Probable repunte del crecimiento, pero con riesgos a la baja**

Se proyecta que el crecimiento se recupere moderadamente en los dos trimestres restantes, hasta alcanzar una tasa anual de 1 por ciento en 2015. La proyección se basa en 1) el fortalecimiento de la recuperación de Estados Unidos, combinada con un dólar canadiense más competitivo, que impulsa

Gráfico 1.9

**Canadá: Deuda y servicio de la deuda de los hogares**

(Porcentaje del ingreso disponible)



Fuente: Statistics Canada.

las exportaciones de bienes no energéticos; 2) un crecimiento del consumo privado que permanece sólido con mercados laborales relativamente robustos y un crecimiento sostenido del ingreso de los hogares, y 3) la continuidad de las condiciones financieras acomodaticias.

En torno a esta línea de base, el balance de los riesgos se inclina a la baja:

- La incertidumbre con respecto a los precios del petróleo continúa planteando el riesgo más importante para la economía. La caída de los precios ya ha causado un daño particularmente severo a las actividades de extracción de petróleo no convencional porque el precio requerido para cubrir sus costos de largo plazo es alto (C\$50-C\$110 el barril). Por lo tanto, si los precios del petróleo permanecen en sus bajos niveles actuales durante un período prolongado, o si siguen cayendo, las empresas energéticas pueden tener que restringir su gasto de capital más de lo esperado.
- Las expectativas de los mercados pueden volverse más pesimistas, ya que muchos analistas ahora consideran que los precios más bajos del petróleo no solo perjudican a las compañías petroleras canadienses sino también a las empresas que exportan maquinaria y servicios relacionados con el petróleo. Los precios de las acciones de las compañías petroleras ya han caído sustancialmente desde sus niveles máximos.
- En el frente externo, los principales riesgos a la baja provienen de una recuperación más lenta de lo previsto en Estados Unidos, ya que los ciclos económicos de ambos países están estrechamente vinculados (alrededor de 75 por ciento de las exportaciones de Canadá tienen como destino Estados Unidos<sup>4</sup>). Una desaceleración en las economías emergentes de Asia, particularmente en China (país al cual va dirigido el

10 por ciento de las exportaciones canadienses), es otra fuente de preocupación incluido por medio de los mercados de materias primas.

- Los riesgos internos incluyen una fuerte corrección en el mercado de la vivienda, con efectos consiguientes en el balance de los hogares y la calidad de los activos bancarios. Una economía más débil, una elevada deuda de los hogares y la sobrevaloración de los mercados generan el riesgo de un ciclo de auge y caída en el mercado de la vivienda. Dada la extensa cantidad de seguros de hipotecas con respaldo del gobierno, el impacto de una drástica caída del sector en las cuentas fiscales podría ser considerable.

### Prioridades de política económica para Canadá

En un marco de precios del petróleo más bajos, un crecimiento más lento y cierta vulnerabilidad financiera, el desafío en materia de políticas consiste en apoyar el crecimiento a corto plazo impidiendo al mismo tiempo una mayor acumulación de desequilibrios sectoriales, y emprender vigorosamente reformas estructurales para elevar el potencial de crecimiento a largo plazo.

En el corto plazo, debe permitirse que operen los estabilizadores fiscales para atenuar los efectos de la desaceleración. Debe medirse la consolidación fiscal necesaria a nivel provincial. El gobierno federal puede mantener por ahora una orientación neutra, pero cuenta con margen de maniobra en caso de materializarse los riesgos a la baja respecto del crecimiento. En julio, el Banco de Canadá bajó su tasa de política monetaria por segunda vez en 2015, reduciéndola en 25 puntos básicos a 0,5 por ciento, medida que debería dar apoyo a la actividad económica tras un gran shock a los términos de intercambio.

Un período prolongado de bajas tasas de interés, sin embargo, puede provocar un mayor endeudamiento de los hogares y —dada la gran interconexión del sector de la vivienda con el resto de la economía— exacerbar los riesgos financieros. Desde hace varios años, las autoridades han venido adoptando múltiples medidas para reducir las vulnerabilidades del

<sup>4</sup> Un despegue de la tasa de política monetaria de Estados Unidos puede generar cierta volatilidad en los mercados financieros, pero los efectos adversos de derrame para Canadá serán probablemente compensados por una mayor demanda de sus exportaciones.

sector y recientemente elevaron la prima de seguro y las comisiones de garantía para los títulos valores con respaldo hipotecario. Si los riesgos del sector de la vivienda siguen aumentando, deberán considerarse nuevas medidas macroprudenciales para resguardar la estabilidad financiera.

Será importante fortalecer las políticas estructurales para elevar el potencial a largo plazo de

Canadá. Los esfuerzos de las autoridades en este aspecto han sido intensos y deberían continuar, entre otras cosas, fomentando la inversión en investigación y desarrollo para promover la innovación, reduciendo las restricciones a las asociaciones público-privadas, fortaleciendo la adecuación entre la demanda y la oferta de empleo y la competencia, diversificando los mercados de exportación de Canadá y ampliando la infraestructura energética del país.

Recuadro 1.1

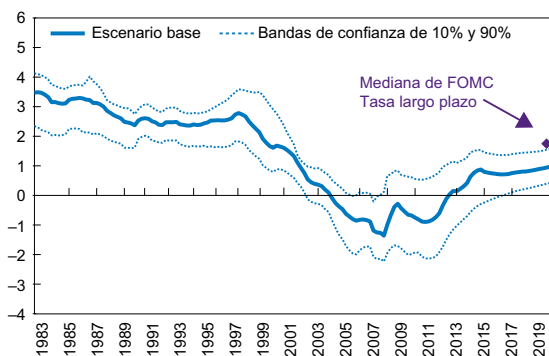
### ¿Cuán acomodaticia es la política monetaria de Estados Unidos?

El despegue de las tasas de interés y la trayectoria de la normalización monetaria en Estados Unidos dependen de la determinación del grado de acomodación de su política monetaria. Las tasas de interés reales en Estados Unidos se han ido reduciendo desde hace algún tiempo, pero lo que importa para determinar la orientación de dicha política es la desviación con respecto a la tasa de interés neutral, es decir, la tasa coherente con el objetivo de conseguir el pleno empleo y la estabilidad de precios a mediano plazo en la economía. De hecho, aunque la tasa real de los fondos federales se ha mantenido en niveles negativos en los últimos siete años, esto por sí solo no puede determinar en qué medida y con qué fuerza la economía se ha visto empujada hacia una situación que podría generar presiones de sobrecalentamiento y un aumento de la inflación, o viceversa. Para determinar en qué medida la política monetaria es acomodaticia, es preciso examinar la diferencia entre la tasa de interés efectiva y la tasa de interés neutral es decir, la “brecha de tasas de interés”.

Pescatori y Turunen (2015) apuntan a que la tasa de interés real neutral se ha reducido con el tiempo y probablemente fue negativa durante la crisis (véase el gráfico 1.1.1). La tendencia a la baja de la tasa real neutral parece estar impulsada en parte por una disminución gradual del crecimiento potencial de Estados Unidos en los años 2000 (véase el gráfico 1.1.2). Otros factores relevantes son el significativo aumento de la demanda de activos seguros de Estados Unidos —en parte como reflejo de los sustanciales aumentos de los superávits en cuenta corriente de los mercados emergentes durante este período— y una mayor aversión al riesgo durante la crisis<sup>1</sup>. Además, si en el proceso de estimación se tiene en cuenta el papel de las políticas monetarias no convencionales aplicadas tras la crisis financiera, las estimaciones de la tasa de interés neutral se reducen aún más<sup>2</sup>.

Gráfico 1.1.1

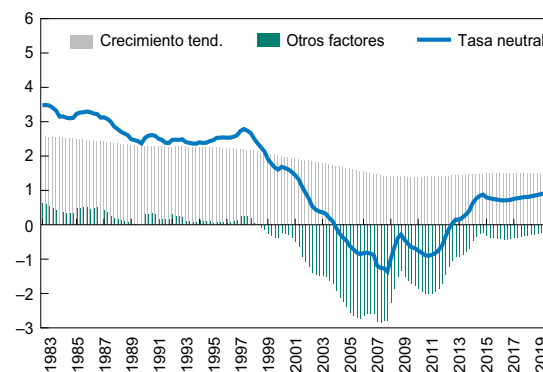
#### Estimaciones de las tasas neutrales (Porcentaje)



Fuente: Proyecciones del personal técnico del FMI.  
Nota: FOMC = Comité Federal de Mercado Abierto.

Gráfico 1.1.2

#### Componentes de las tasas neutrales (Porcentaje)



Fuente: Proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Andrea Pescatori.

<sup>1</sup> Véase un desglose más detallado de las tasas neutrales de Estados Unidos y un análisis de la metodología de estimación en Pescatori y Turunen (2015).

<sup>2</sup> Para tener en cuenta el efecto de las políticas monetarias no convencionales en la estimación de la tasa de interés neutral, es posible sustituir la tasa de los fondos federales por una tasa de política monetaria *paralela* como indicador alternativo que no está acotado en cero. A fin de construir esto, Pescatori y Turunen (2015) toman un promedio simple de tres tasas paralelas diferentes disponibles en la literatura (véanse Krippner, 2013; Lombardi y Zhu, 2014, y Wu y Xia, 2014).

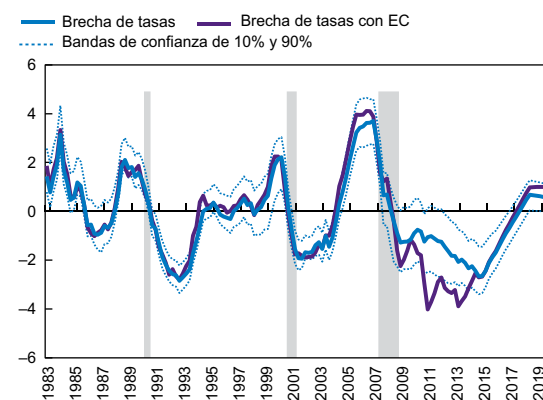
**Recuadro 1.1 (continuación)**

Tras tocar fondo poco después del comienzo de la crisis, la tasa de interés neutral parece mantener una tendencia al alza y las estimaciones apuntan a que probablemente se tornó positiva en 2014. De cara al futuro, el aumento proyectado de las tasas neutras está impulsado en gran medida por las reducciones de los superávits en cuenta corriente de los mercados emergentes y la disminución de los vientos en contra generados por la crisis financiera mundial, incluido el regreso a grados más normales de apetito por el riesgo. El pequeño repunte del crecimiento tendencial también ayuda a elevar la tasa de interés neutral. Por lo tanto, el análisis parece indicar que la tasa de interés neutral probablemente aumentará de manera muy gradual y se mantendrá muy por debajo de la mediana de la tasa real de política monetaria a largo plazo (de alrededor del 1,75 por ciento) proyectada por los participantes del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC).

Gráfico 1.1.3

**Brechas de tasas de interés**

(Porcentaje)



Fuente: Proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: EC = expansión cuantitativa.

La brecha de tasas de interés apunta a que la política monetaria ha sido acomodaticia desde que comenzó la crisis (véase el gráfico 1.1.3). Las políticas monetarias no convencionales probablemente han proporcionado un grado de acomodación adicional, del orden de 1 a 3 puntos porcentuales, aunque sus efectos se han ido atenuando<sup>3</sup>. En general, dado el reciente aumento de la tasa de interés neutral, la política monetaria sigue proporcionando un estímulo económico considerable. De cara al futuro, el personal técnico del FMI prevé que la Reserva Federal aumentará las tasas de política monetaria de manera gradual, lo que implica que la brecha de tasas de interés seguirá siendo negativa durante varios años a medida que la tasa de interés (real) neutral se incrementa lentamente por encima del 1 por ciento. Esta trayectoria sugiere que la política monetaria probablemente seguirá siendo bastante acomodaticia durante algún tiempo, lo que respaldará la recuperación económica.

<sup>3</sup> El grado de acomodación monetaria, incluidas las políticas monetarias no convencionales, se calcula como la diferencia entre la tasa de política monetaria paralela y la correspondiente tasa de interés neutral estimada utilizando las tasas de política paralelas. La mayor brecha o grado de acomodación refleja una tasa de política monetaria paralela considerablemente negativa después de la crisis (alrededor de -3 por ciento) que solo se compensa parcialmente con una estimación de la tasa de interés neutral más baja durante este período.



## 2. Perspectivas y desafíos de política económica para América Latina y el Caribe

*La actividad económica en América Latina y el Caribe (ALC) está atravesando una desaceleración prolongada, en tándem con una mayor debilidad de los fundamentos económicos subyacentes. Se proyecta que el crecimiento declina nuevamente en 2015, tornándose negativo antes de repuntar levemente en 2016. En el plano externo, la renovada debilidad de los precios de las materias primas ha profundizado el deterioro de los términos de intercambio de la región, que se refleja en una ampliación de los déficits de cuenta corriente, una depreciación del tipo de cambio y un debilitamiento de la inversión. Las tensiones en los mercados financieros también han aumentado en distintos grados, observándose un retiro de flujos de capitales que ejerce una presión a la baja adicional sobre las monedas, lo que pone a prueba la credibilidad de los marcos de política económica existentes. A nivel interno, los obstáculos para el crecimiento relacionados con factores específicos de los países también están aumentando. Las respuestas en materia de política económica dependen de las circunstancias de los países, como la profundidad de la desaceleración y el grado de rigideces internas. Algunos países ya han comenzado el ajuste de sus políticas económicas, pero otros tendrán que ajustar más sus políticas para abordar temas de sostenibilidad fiscal o externa. Los importadores netos de materias primas pueden usar el espacio generado por la caída de los precios de las materias primas para profundizar el ajuste fiscal. La flexibilidad cambiaria sigue siendo fundamental para el ajuste externo, y las reformas estructurales son cruciales para resolver el bajo crecimiento tendencial.*

### Desaceleración prolongada

La actividad económica en América Latina y el Caribe (ALC) se ha venido desacelerando sostenidamente desde 2010 (gráfico 2.1). Tras varios años de elevados

---

Nota: Preparado por Marcello Estevão y Nicolás Magud, con Ravi Balakrishnan, Carlos Cáceres, Geoffrey Keim, Bogdan Lissovlik, Alla Myrvoda, Koffie Nassar, Julien Reynaud y Marika Santoro, y contribuciones de Ahmed El Ashram, Sebastián Acevedo y Arnold McIntyre. Geneviève Lindow y Steve Brito brindaron una excelente asistencia en la investigación, con contribuciones de Anayochukwu Osueke.

precios de las materias primas y un crecimiento regional sólido (un período que se conoce como el “superciclo de las materias primas”), los precios de las materias primas han estado cayendo desde 2011, en tándem con la desaceleración de la actividad económica de China, lo que debilita los términos de intercambio de la región. Por otra parte, es probable que ese shock externo sea persistente. Además, las presiones en los mercados financieros han aumentado en distintos grados en las diversas economías, en función de sus fundamentos económicos. Simultáneamente, importantes vulnerabilidades o restricciones internas han aumentado el impacto en el crecimiento de economías clave.

En ese contexto, se proyecta una desaceleración abrupta de la actividad económica de ALC en 2015, que implica una leve contracción del PIB real ( $-1/4$  por ciento), seguida por un repunte moderado en 2016. La desaceleración refleja la debilidad subyacente de la demanda y la oferta agregadas, en un contexto externo menos benigno. Sin embargo, la magnitud y la duración de la desaceleración no son inusuales en términos históricos (recuadro 2.1). Obviamente, esta perspectiva amplia no se refiere a cada país de ALC en particular, ya que los importadores netos de materias primas de América Central y el Caribe se benefician de mejores términos de intercambio y una economía de Estados Unidos que se recupera.

### Shocks a los términos de intercambio

La caída a nivel mundial de los precios de la energía, los metales y los bienes agrícolas ha sido un factor clave detrás de la desaceleración. La reducción sostenida en los términos de intercambio de las materias primas de la región registrada en los últimos años ha reducido los ingresos nacionales, lo que ha afectado a la inversión privada<sup>1</sup> y el consumo. Por

---

<sup>1</sup> Capítulo 4 de la edición de abril de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

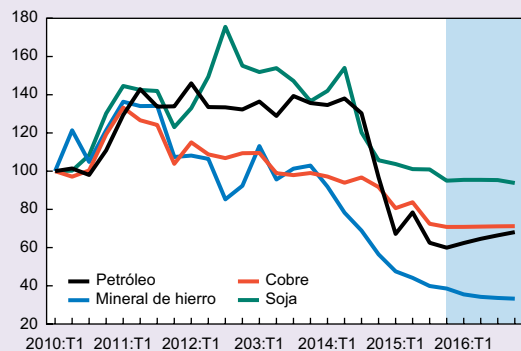
Gráfico 2.1

### Actividad económica en América Latina y el Caribe

**Los precios de las materias primas han venido deteriorándose y debilitando los términos de intercambio de la región y, por tanto, han desacelerado la actividad y reducido las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.**

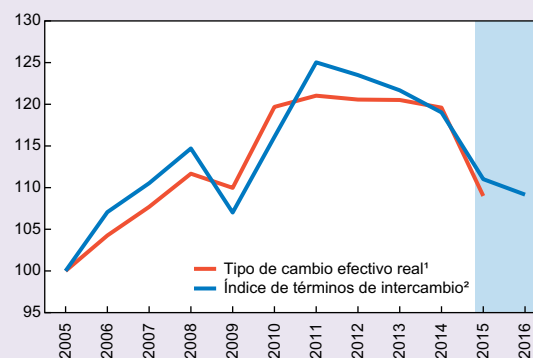
#### 1. Precios de las materias primas

(Índice: T1 de 2010=100)



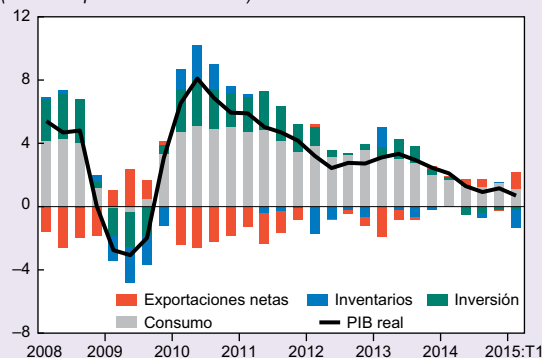
#### 2. ALC: Monedas y términos de intercambio

(Índice: 2005=100)



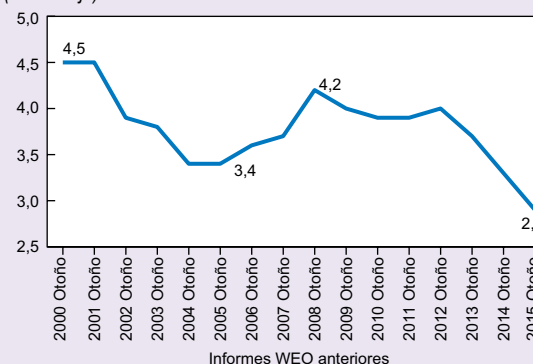
#### 3. Países seleccionados de América Latina: Contribuciones al crecimiento del PIB real<sup>3</sup>

(Variación porcentual interanual)



#### 4. ALC: Proyecciones de crecimiento del PIB real al final del horizonte temporal en ediciones anteriores del informe WEO, 2000-15

(Porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics; Primary Commodity Price System database FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO); autoridades nacionales, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Promedio ponderado por el PIB en función de la PPA de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. Los datos de 2015 son proyecciones.

<sup>2</sup> Promedio ponderado por el PIB en función de la PPA; la muestra incluye a los 32 países de ALC que cuentan con estimaciones de términos de intercambio del FMI.

<sup>3</sup> Desestacionalizado. Promedios ponderados por el PIB en función de la PPA de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Los inventarios incluyen discrepancias estadísticas. Véase más información sobre el PIB de Argentina en el anexo 2.1.

ejemplo, la caída de los términos de intercambio de las materias primas redundó en una pérdida de más de 20 puntos porcentuales del PIB para Venezuela, de casi el 10 por ciento para Ecuador, de alrededor del 7 por ciento para Bolivia y Chile, 5½ por ciento para Colombia y alrededor del 4 por ciento para Perú (gráfico 2.2). Los shocks a los términos de intercambio en Argentina, Brasil y México han sido menores, no mayores al 2 por ciento del PIB.

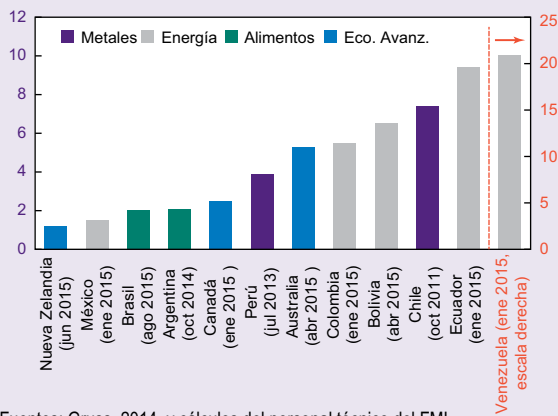
Por el lado de la oferta, las perspectivas más pesimistas sobre los precios de las materias primas han generado una nueva evaluación del potencial de crecimiento de la región<sup>2</sup>, que incluye el efecto

<sup>2</sup> Véase el capítulo 2 de la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), donde se concluye

Gráfico 2.2

**Variación en términos de intercambio entre punto máximo y mínimo**

(Puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Gruss, 2014, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Eco. Avanz.= Economías avanzadas. Período de punto mínimo del ciclo de términos de intercambio de las materias primas actual entre paréntesis para cada país. Excluye metales preciosos, excepto para Bolivia, Colombia y Perú.

de la desaceleración de la inversión sobre la acumulación de capital (gráfico 2.1). En la mayoría de las economías de la región, se ampliaron los déficits de cuenta corriente y comercial, y se debilitaron las monedas de manera significativa. El momento y el impacto del shock variaron entre países, en gran medida porque los precios de muchas materias primas se han estado debilitando desde 2011 (por ejemplo, los metales), mientras que otros comenzaron a caer más recientemente (como el petróleo, desde mediados de 2014). A su vez, el ajuste externo a los más débiles términos de intercambio de las materias primas se encuentran en distintas etapas (gráfico 2.3). Chile, por ser un gran exportador de cobre, por ejemplo, ya registró un ajuste significativo en su cuenta corriente externa, con un déficit que ya se ha cerrado. En contraposición, Colombia continúa en pleno ajuste por la caída más reciente del precio del petróleo, su principal exportación.

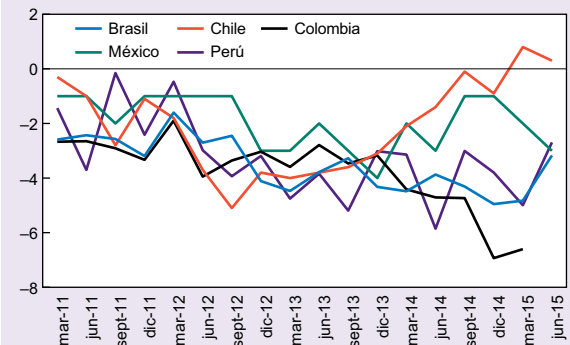
que el crecimiento del producto anual de los países exportadores de materias primas, y hasta cierto punto el crecimiento a mediano plazo, tiende a declinar durante fases descendentes de los precios de las materias primas.

Gráfico 2.3

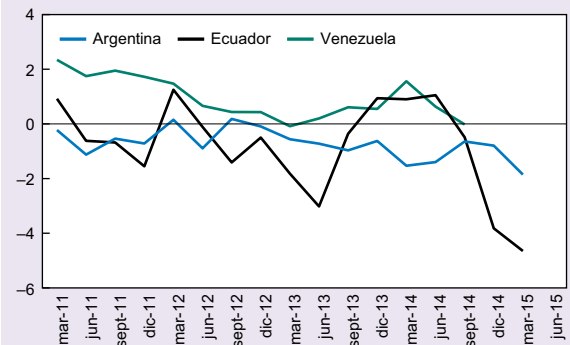
**Ajustes en la cuenta corriente**

*Los ajustes en las cuentas corrientes están ocurriendo a distintas velocidades dependiendo del tipo principal de materia prima exportada, así como del tamaño y momento del shock negativo de precios.*

**1. AL-5: Cuenta corriente (Porcentaje del PIB)**



**2. Otros exportadores de materias primas: Cuenta corriente (Porcentaje del PIB)**



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

El ajuste a las presiones de la cuenta externa se ha visto facilitado por los movimientos de las monedas. De hecho, la evolución de los tipos de cambio ha reflejado en parte la mayor debilidad de los términos de intercambio y el momento de los shocks de precios de las materias primas específicas de los distintos países, con más pronunciadas depreciaciones en países con mayor flexibilidad cambiaria. A su vez, esa mayor flexibilidad ha permitido una respuesta más rápida de las exportaciones y las importaciones a fin de suavizar el efecto de los términos de intercambio.

Algunos países (como Chile) que han permitido que su tipo de cambio responda de manera más

flexible al shock han registrado una reducción significativa de sus déficits externos, que eran elevados. El ajuste ha sido lento en los países en los que la depreciación del tipo de cambio ha sido más gradual, y las restricciones del lado de la oferta han disminuido temporalmente las exportaciones (por ejemplo, en Perú).

Por el contrario, los países con economías dolarizadas (como Ecuador) o atados al dólar de EE.UU. (por ejemplo, Bolivia) han tenido un menor margen de maniobra. En esos países se ha ampliado el déficit de cuenta corriente, haciéndolos más vulnerables. Los importadores netos de materias primas del Caribe (que tienen tipos de cambio fijo con el dólar de EE.UU., véase el recuadro 2.2.) y las economías dolarizadas de América Central se han beneficiado con los menores precios del petróleo, aunque mantienen abultados déficits de cuenta corriente.

### Obstáculos internos

Aunque el principal shock ha sido externo, los factores internos también han sido importantes en algunos países. Por ejemplo, la economía más grande de la región, Brasil (para quien el shock de términos de intercambio ha sido relativamente pequeño), por haber recurrido demasiado a políticas de estímulo a la demanda, el país tiene ahora un nivel limitado de margen de maniobra para aplicar políticas anticíclicas. Además, el país está en una situación difícil, con casos de corrupción y crisis política que están afectando negativamente la confianza, lo que tiene un rol clave en la profundización de la recesión. Sin embargo, el debilitamiento más reciente de la moneda ofrecería cierto alivio a los sectores transables de la economía.

Otros países están atrapados en una dinámica de intervenciones distorsivas y/o marcos y políticas macroeconómicas débiles. Venezuela es un caso extremo, donde las distorsiones microeconómicas, combinadas con políticas macroeconómicas insostenibles, han generado grandes desequilibrios, que incluyen un nivel muy elevado de inflación (de hecho, fue la tasa de inflación más elevada del

mundo en 2014), una profunda contracción de la actividad (la tercera más grande del mundo en 2014) y un creciente déficit fiscal (el segundo más grande del mundo en 2014).

En Argentina, la inflación sigue siendo elevada, debido a la monetización del déficit fiscal. La falta de acceso al mercado impacta en la actividad, y las políticas macroeconómicas y microeconómicas distorsivas están afectando los fundamentos económicos del país. Por esa razón, la inflación de Argentina fue la quinta más elevada del mundo en 2014.

### Presiones en los mercados financieros

Las condiciones financieras, por otra parte, han comenzado a endurecerse en respuesta al cambio del contexto externo, si bien con diferencias basadas en las circunstancias internas. En general, el deterioro de las perspectivas de crecimiento de las economías de ALC y el fortalecimiento de la recuperación de Estados Unidos —con sus consecuencias en términos del endurecimiento de la tasa de interés de la Reserva Federal (véase el capítulo 1)— han moderado los flujos de capitales netos destinados a la región, ejerciendo mayores presiones de depreciación del tipo de cambio (gráfico 2.4). Más allá de los términos de intercambio, la depreciación de la moneda ha variado dentro de la región, en función de los marcos macroeconómicos y los hechos específicos de cada país, que incluyen la estabilidad política y las decisiones en términos de políticas pasadas.

Las presiones de los mercados financieros, en términos más amplios, se han diferenciado en función de los fundamentos subyacentes. Los precios de las acciones bajaron (gráfico 2.5), mientras que los diferenciales de los bonos corporativos aumentaron, aunque las depreciaciones de las monedas *hasta ahora* no parecen haber causado dificultades significativas en sus hojas de balance provenientes de los posibles descalses entre los activos y pasivos corporativos denominados en

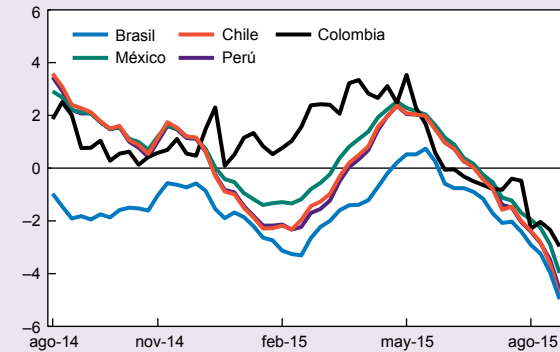
Gráfico 2.4

**Flujos de capitales**

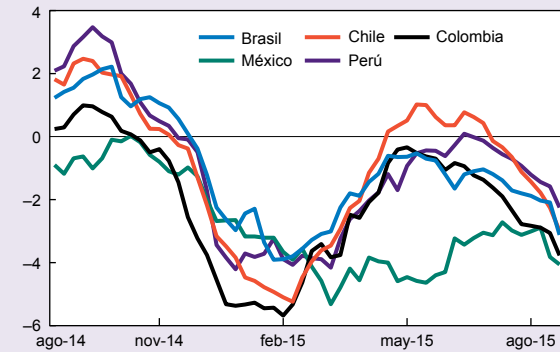
(Suma móvil de 3 meses, porcentaje del stock inicial)

**Algunos flujos de capitales pasaron a ser negativos recientemente.**

**1. Bonos: Datos semanales**



**2. Acciones: Datos semanales**



Fuentes: Haver Analytics, basado en EPFR Global, y cálculos del personal técnico del FMI.

dólares<sup>3</sup>. Las economías menos financieramente integradas se mantuvieron relativamente aisladas de la volatilidad en los precios de los activos

<sup>3</sup> El capítulo 3 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR) concluye que el apalancamiento corporativo aumentó en Chile, Brasil, México y Perú. El capítulo muestra que los factores mundiales han influido en gran medida en el crecimiento del apalancamiento de los mercados emergentes y los márgenes corporativos, lo que sugiere que, en general, esos países deben estar preparados para el endurecimiento de las condiciones financieras cuando la Reserva Federal de Estados Unidos comience a elevar las tasas. Esto es especialmente cierto para América Latina, que parece ser particularmente sensible a las condiciones financieras de Estados Unidos (capítulo 3).

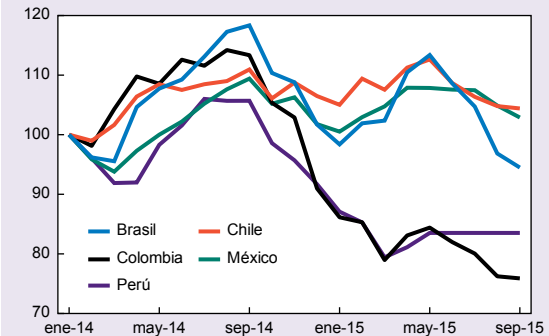
Gráfico 2.5

**Valuaciones y diferenciales de tasa de Mercado**

**Las cotizaciones del mercado de acciones están retrocediendo, en tándem con el aumento del riesgo.**

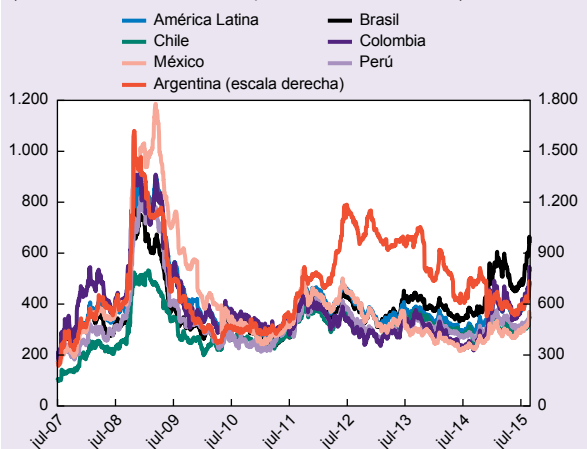
**1. AL-5: Índices de acciones**

(Índice: enero de 2014=100)



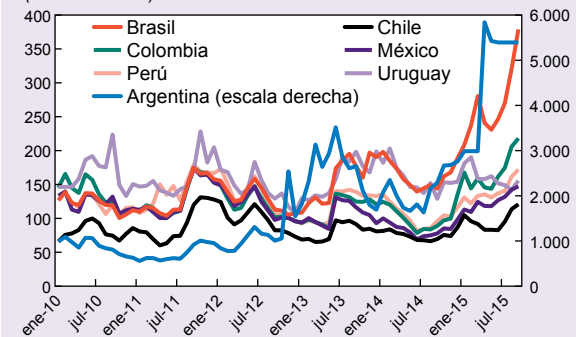
**2. ALC: Diferencial corporativo<sup>1</sup>**

(Puntos básicos, diferencial respecto de títulos soberanos)



**3. ALC: Swaps de incumplimiento crediticio soberanos<sup>2</sup>**

(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, L.P., y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Índices CEMBI Broad Diversified de JP Morgan; Bonos corporativos enominados en dólares de EE.UU.

<sup>2</sup> Diferencial de swaps de incumplimiento crediticio a 5 años.

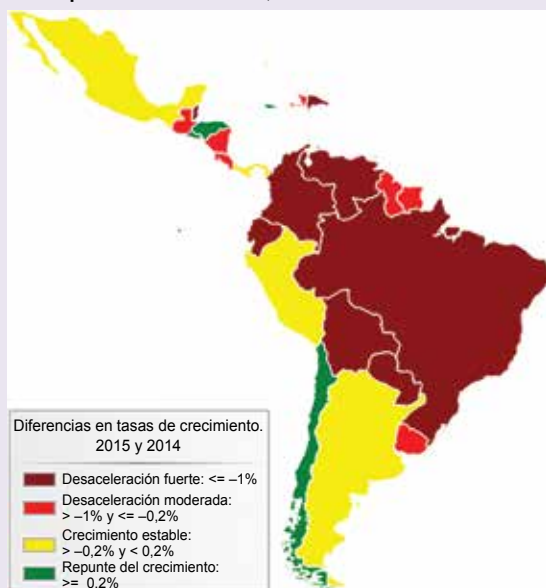
Gráfico 2.6

**Crecimiento de América Latina y el Caribe**  
**Se proyecta que la desaceleración del crecimiento regional que comenzó en 2010 siga en 2015.**

**ALC: Crecimiento del PIB real<sup>1</sup>**  
 (Porcentaje)

	2013	2014	Proyecciones	
			2015	2016
<b>ALC<sup>2</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>
Economías financieramente integradas (AL-6) <sup>3</sup>	4,0	2,4	1,5	2,1
Otros países exportadores de materias primas <sup>3</sup>	6,0	2,0	-0,6	0,1
CAPRD <sup>3</sup>	4,2	4,4	4,0	4,1
El Caribe				
Economías dependientes del turismo <sup>3</sup>	1,5	2,4	2,3	2,3
Países exportadores de materias primas <sup>3</sup>	2,8	2,5	2,0	2,5
<b>Partidas informativas:</b>				
Brasil	2,7	0,1	-3,0	-1,0
México	1,4	2,1	2,3	2,8

**ALC: Impulso de crecimiento, 2014–15**



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de las regiones en la página 95.  
<sup>1</sup> Véanse las definiciones de otros grupos de países y los detalles sobre el método de agregación en el cuadro 2.1.  
<sup>2</sup> Promedio ponderado por el PIB en función de la PPA.  
<sup>3</sup> Promedio simple.

financieros, pero han aparecido desequilibrios, que se han manifestado como un deterioro rápido de los balances fiscales y externos (por ejemplo, en Bolivia y Paraguay) y como escasez de bienes en Venezuela.

A nivel general, los cambios en las condiciones financieras de una gran parte de la región han aumentado la debilidad de los fundamentos

macroeconómicos. Las presiones de los mercados han afectado más la confianza de los consumidores y de las empresas, y a su vez han amplificado el ajuste a la baja en la actividad. Esas fuerzas subyacentes se han intensificado más recientemente, con la corrección a la baja de los mercados de las perspectivas de crecimiento económico y estabilidad financiera de China. Además de ser una fuente clave de demanda de materias primas, China también es un importante socio comercial de los países de la región, como Brasil, Chile, Perú, Uruguay y Venezuela. La volatilidad registrada en las condiciones financieras desde agosto ha acentuado el deterioro sostenido de las perspectivas económicas de la región (gráfico 2.6).

Como aspecto positivo, la recuperación económica de Estados Unidos ofrecerá cierto apoyo al crecimiento económico de ALC, en especial a los países con fuertes vínculos con esa economía, representados por el comercio (México y América Central), las remesas (América Central) y el turismo (el Caribe).

**Predominan los riesgos a la baja**

Los riesgos respecto del escenario de referencia se inclinan a la baja. Si la recuperación económica de Estados Unidos se detiene, las economías de México (la segunda más grande de ALC), América Central y el Caribe serían las más afectadas. Por supuesto, una mejora de la recuperación de Estados Unidos sería positiva para la economía mundial, y existe evidencia empírica que sugiere que los flujos de capitales hacia ALC podrían crecer si las tasas de la Reserva Federal aumentaran en función de una mejora de la dinámica de crecimiento, siempre y cuando la prima por plazo incorporada en los títulos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo no aumente (capítulo 3).

Es más importante destacar que el despegue proyectado de las tasas de interés de política monetaria de Estados Unidos plantea riesgos para la región. En general, los ciclos anteriores de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos se asociaron con una caída de

la prima por plazo sobre los rendimientos a largo plazo de Estados Unidos. No obstante, esa prima está actualmente muy por debajo de los promedios históricos (capítulo 1). Esa situación podría revertirse si los mercados perciben riesgos en términos de política económica a futuro. Un crecimiento más fuerte de los salarios u otro indicio de crecimiento de las presiones inflacionarias en Estados Unidos también podrían elevar la prima por plazo, además de generar una pendiente más empinada para los cambios esperados en las tasas a corto plazo. Un aumento más abrupto de los rendimientos de los bonos a largo plazo en Estados Unidos, vinculado con una mayor prima por plazo, generaría un endurecimiento de las condiciones financieras y reduciría el crecimiento económico en América Latina (capítulo 3).

La volatilidad registrada recientemente en el mercado de acciones de China y los cambios en la administración de su moneda ilustran el potencial de recibir shocks provenientes de Asia. Un aterrizaje más turbulento que el esperado en la economía de China tendría efectos negativos sobre la demanda externa de exportaciones de ALC y sobre los precios de las materias primas, en términos más amplios. El segundo aspecto afectaría adversamente a América del Sur, pero sería positivo para los importadores netos de materias primas de la región (principalmente los países de América Central y la mayor parte de los países del Caribe). Además, esto destaca la necesidad de reducir la dependencia de las materias primas a través de la diversificación. Mayor integración en las cadenas globales de valor podría aumentar la diversificación de las economías de ALC. Dicho lo cual, encontramos que el impacto directo en ALC de una mayor integración en las cadenas globales de valor sería probablemente pequeño (capítulo 4).

El potencial de distorsiones financieras provenientes de Europa sigue vigente, a pesar del avance positivo de las negociaciones de Grecia. No obstante, es probable que los efectos derrame directos sobre los precios de los activos de ALC sean menores, como ocurrió en episodios recientes, en parte por el nivel limitado de integración financiera de la región (recuadro 2.3).

## Economías financieramente integradas

### Evolución y perspectivas económicas

La actividad económica de las economías financieramente integradas de América Latina (AL-6: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay) muestra divergencias, ya que los factores externos e internos afectan de distinta manera a cada país (gráfico 2.7).

Tras estancarse en 2014, se proyecta que la economía de Brasil registre una clara contracción de un 3 por ciento en 2015 y de un 1 por ciento en 2016. Si bien algunos factores externos, como la caída del precio de las materias primas, explican parte de la contracción de la actividad, los factores internos representan el mayor freno. Brasil inició el segundo semestre de 2014 con importantes desequilibrios macroeconómicos, provenientes de un diagnóstico que indicaba que la desaceleración económica registrada desde 2010 fue producto de la falta de suficiente demanda agregada. Con la inflación muy por encima de la meta del banco central, las políticas públicas cambiaron correctamente para evitar una crisis económica más seria, emprendiendo un endurecimiento de la orientación monetaria y un ajuste fiscal tendientes a controlar las presiones inflacionarias y a estabilizar la trayectoria de la deuda pública.

Al mismo tiempo, una investigación por corrupción de amplio alcance en la principal empresa petrolera de Brasil, Petrobras, sus contratistas y los políticos; las denuncias sobre irregularidades en el financiamiento de la campaña de la elección presidencial de 2014, y la evaluación del Tribunal Federal de Cuentas que cuestiona las cuentas fiscales de 2014 activaron una gran crisis política. La interacción de las crisis política y económica impulsó la incertidumbre y llevó la confianza de los consumidores y de las empresas a niveles mínimos históricos, socavando todavía más la actividad económica actual y futura. La desaceleración económica dejó la recaudación fiscal muy por debajo de las expectativas iniciales de las autoridades, lo que, combinado con la falta de

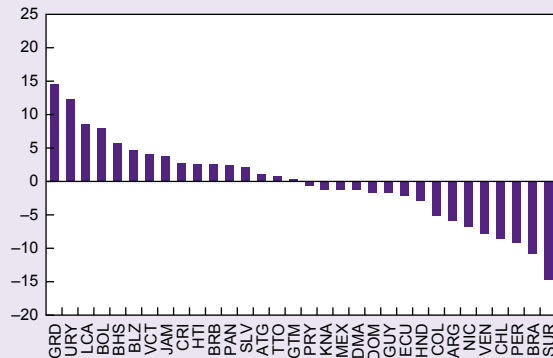
Gráfico 2.7

**Efectos del deterioro de los términos de intercambio**

**El deterioro de los términos de intercambio golpeó a América Latina, afectando al gasto en demanda interna y los salarios reales, impactando en la confianza del sector privado y debilitando el tipo de cambio real. Las economías vinculadas al crecimiento de Estados Unidos se mantienen a flote.**

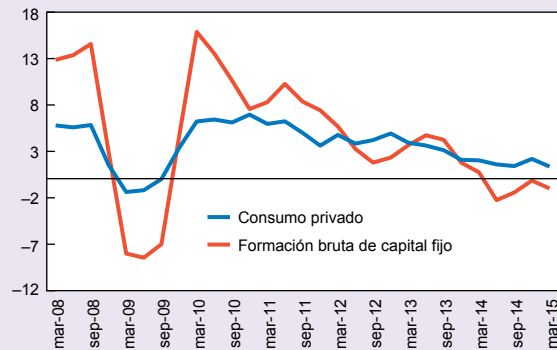
**1. Términos de intercambio, 2014 y 2011**

(Variación porcentual acumulada)



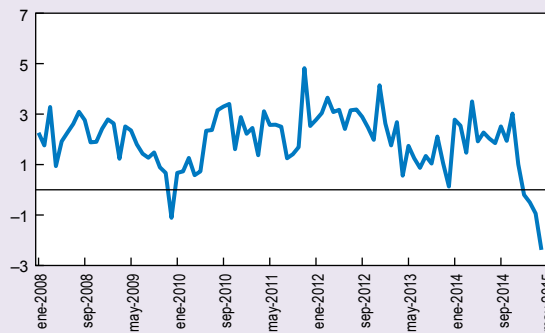
**2. AL-5: Consumo privado y formación bruta de capital fijo**

(Variación porcentual interanual)



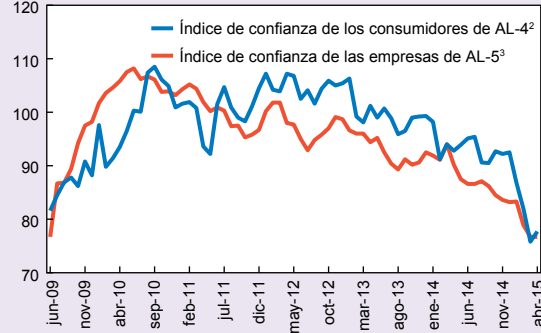
**3. América Latina: Crecimiento del salario real<sup>1</sup>**

(Variación porcentual de 12 meses, desestacionalizada)



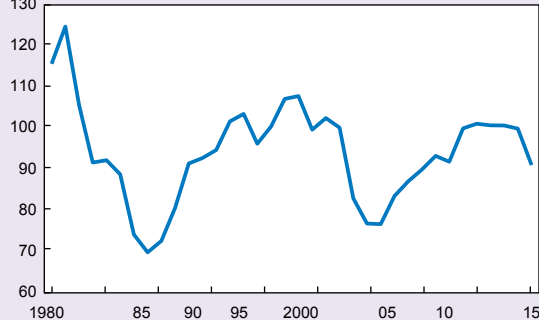
**4. América Latina: Índices de confianza**

(Índice: 2011=100)



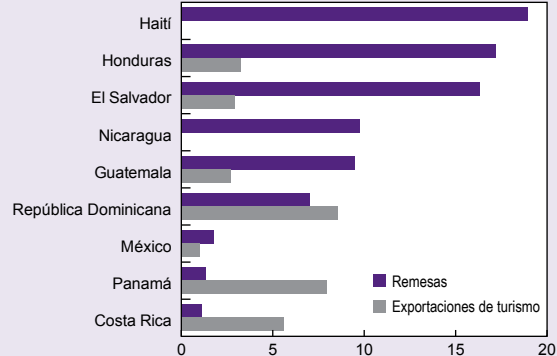
**5. América Latina: Tipo de cambio efectivo real<sup>4</sup>**

(Índice: 2010=100, aumento = apreciación)



**6. Remesas y exportaciones de turismo, 2013-14**

(Promedio, porcentaje del PIB)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de International Financial Statistics; FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; Comtrade de Naciones Unidas, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95.

<sup>1</sup> Promedios ponderados por el PIB en función de la PPA de Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Uruguay. Los datos de Perú corresponden al índice real de salario mínimo.

<sup>2</sup> Promedio ponderado por el PIB en función de la PPA de Brasil, Chile, Colombia y México.

<sup>3</sup> Promedio ponderado por el PIB en función de la PPA de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>4</sup> Promedio ponderado por el PIB en función de la PPA de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. Los datos de 2015 son proyecciones.

apoyo del Congreso para definir nuevos recortes del gasto, redundó en una corrección a la baja significativa de las metas fiscales de 2015–17. Esto reavivó los temores del mercado respecto de la sostenibilidad de la deuda pública e hizo que, en septiembre, una agencia de calificación crediticia redujera la calificación de los títulos soberanos al nivel de los títulos “basura”.<sup>4</sup> En función de esos cambios, los rendimientos de la deuda pública aumentaron de manera marcada desde julio.

En México, se proyecta que la economía registre una expansión del 2¼ por ciento en 2015, y de un 2¾ por ciento en 2016: más lenta que la que se proyectaba anteriormente. Esa recuperación, más gradual, se atribuye en gran medida a una nueva caída de la producción petrolera y una recuperación más débil que la esperada en el sector de la construcción. Se estima que la consolidación fiscal ha sido un obstáculo moderado para el crecimiento. De cara al futuro, el repunte proyectado en la actividad industrial en Estados Unidos impulsaría el producto manufacturero y el crecimiento general de México. Por otro lado, la caída de los precios del petróleo forzó al Gobierno a anunciar un presupuesto fiscal restrictivo para 2016, y resalta las recientes correcciones a la baja del potencial de crecimiento. Se espera que la ejecución de reformas estructurales funcione en la dirección opuesta e impulse la actividad económica a mediano plazo, a través del aumento de la inversión privada y de la productividad.

En Chile, algunos factores internos acentuaron la caída de la actividad como consecuencia de la reducción de los precios de las materias primas. Se espera que la demanda privada interna se mantenga en niveles bajos en 2015: la inversión

<sup>4</sup> Específicamente, el 9 de septiembre Standard and Poor cambió la clasificación soberana de Brasil a menor que grado de inversión. La clasificación de crédito de un número de bancos y corporaciones no bancarias también fue reducida, de acuerdo a las políticas de clasificación de crédito de otros emisores de deuda en relación con la clasificación de crédito soberana de Standard and Poor. A la fecha, Fitch y Moody's mantienen la clasificación del crédito soberano de Brasil como grado de inversión.

privada se vio afectada por una importante reducción de la confianza de las empresas, lo que refleja tanto los bajos precios del cobre (que cayeron aproximadamente un 20 por ciento en los tres meses transcurridos entre mayo y agosto de 2015) como los costos a corto plazo del programa de reforma estructural. La confianza de los consumidores también se debilitó en 2015, debido a una desaceleración del crecimiento del empleo y los salarios del sector privado. Se proyecta que el crecimiento del PIB real se incrementará levemente a 2¼ por ciento en 2015, reflejando en gran medida el gran estímulo fiscal de este año (en particular a través de un mayor gasto de capital). Para 2016 se proyecta un crecimiento de 2½ por ciento: ½ punto porcentual menos que lo proyectado en abril, a causa de la mayor debilidad de los precios del cobre. También se espera que la reciente depreciación del peso (un 15 por ciento desde mayo) desacelere el retorno de la inflación a la banda meta del banco central, pero las expectativas de inflación a mediano plazo siguen ancladas en torno de la meta del banco central, del 3 por ciento.

El crecimiento de Perú se desaceleró de manera abrupta el año pasado, debido a la caída de la inversión privada, así como la pública a nivel subnacional, y perturbaciones de oferta temporales en los sectores de pesca, minería y agricultura. Como algunos de esos shocks siguieron vigentes en 2015 y se vieron acentuados por la renovada caída de los precios de los metales, se espera que la economía de Perú crezca este año a un ritmo similar que el de 2014 (aproximadamente un 2½ por ciento). Se prevé que el crecimiento repunte y llegue a aproximadamente un 3¼ por ciento en 2016, gracias a una reactivación de la producción minera, aunque el nivel de incertidumbre es considerable, por ejemplo, en relación con un impacto negativo mayor que el esperado del fenómeno climático de El Niño.

Mientras que Chile y Perú se están ajustando a los precios más bajos de los metales desde 2013, la economía de Colombia se vio golpeada por la caída más reciente de los precios del petróleo. Se proyecta que el crecimiento del PIB real de 2015 se ubique en el 2½ por ciento: una reducción respecto

del 4,6 por ciento de 2014, ya que el considerable deterioro de los términos de intercambio registrado desde mediados de 2014 afectó al ingreso interno, la confianza de las empresas y la inversión privada. A medida que los precios del petróleo se estabilizan en 2015 y la economía de Estados Unidos sigue recuperándose, se proyecta que el crecimiento repunte modestamente en 2016. No obstante, la caída de los precios del petróleo aumenta los desafíos fiscales, a causa de la reducción del ingreso.

Se espera que los efectos derrame negativos de la debilidad de la actividad económica en Argentina y Brasil afecten al crecimiento de Uruguay, que de acuerdo con las proyecciones será del 2½ por ciento en 2015: aproximadamente un 1 por ciento más bajo que en 2014, desacelerándose a un 2¼ por ciento en 2016. A pesar de la desaceleración de la actividad económica registrada hasta el momento, la inflación se mantiene de manera persistente por encima de la banda meta del banco central.

Los mercados laborales se están debilitando (el veloz aumento de la tasa de desempleo de Brasil registrado en los últimos 12 meses es especialmente notable) y el crecimiento de los salarios reales se han desacelerado en la mayoría de los países desde fines de 2014 (gráfico 2.8). Sin embargo, a pesar del crecimiento de la capacidad ociosa del mercado laboral, otros indicadores, como los elevados déficits de la cuenta corriente externa y la inflación, relativamente alta, sugieren que existe poco margen para aplicar un estímulo activo a la demanda en las economías de AL-6. Los déficits de cuenta corriente se financiaron en gran medida con considerables flujos de IED, aunque las afluencias de cartera también contribuyeron, y la cantidad de activos internos de propiedad extranjera aumentó en la mayoría de los países (gráfico 2.9). Esto implica algunos riesgos, si las condiciones de financiamiento internacional cambiaran de manera abrupta.

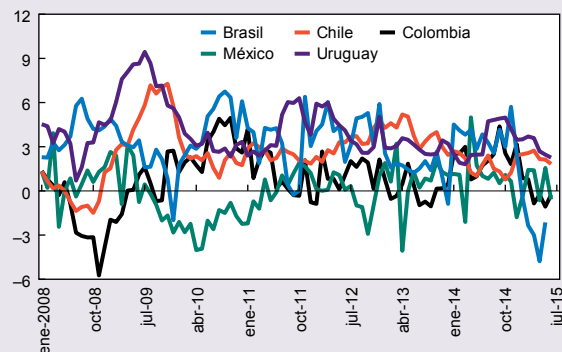
Todo indica que el sector financiero de AL-6 es relativamente sólido, con bajos niveles de préstamos en mora. Sin embargo, la deuda corporativa y de los hogares está creciendo en la mayoría de los países, lo que exige estar atento, en especial porque se espera que aumenten las tasas de interés internacionales<sup>5</sup>. Por ejemplo, en Brasil,

Gráfico 2.8

**Los salarios reales se están desacelerando.**

**AL-6: Crecimiento del salario real**

(Variación porcentual de 12 meses, desestacionalizada)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Excluye a Perú.

los préstamos en mora por al menos 90 días se mantienen en el 3 por ciento en todo el sistema; de todos modos, de los préstamos no consignados, que representan aproximadamente la mitad de los préstamos bancarios, los préstamos en mora se ubicaron en el 4,8 por ciento en julio, el nivel más alto en 19 meses. Se espera que la recesión en curso y el aumento del desempleo continúen afectando el desempeño de los préstamos en los próximos trimestres. Si bien los indicadores de solidez de los bancos siguen siendo fuertes, es probable que su rentabilidad se vea afectada por el estado general de la economía. Desde hace varios trimestres el crédito se está desacelerando, y, en términos reales, el crédito al sector privado dejó de crecer en julio.

El exceso de volatilidad del tipo de cambio podría plantear riesgos adicionales para los países con exposiciones considerables a créditos en moneda extranjera (por ejemplo, Perú y Uruguay). Además, una moneda más débil podría ayudar a impulsar las exportaciones notablemente en las economías más diversificadas (por ejemplo, Brasil), pero sus efectos podrían ser más limitados en otros países, al menos hasta que sea posible dirigir la inversión hacia otros sectores transables. El efecto ingreso negativo por la caída de los precios de las materias

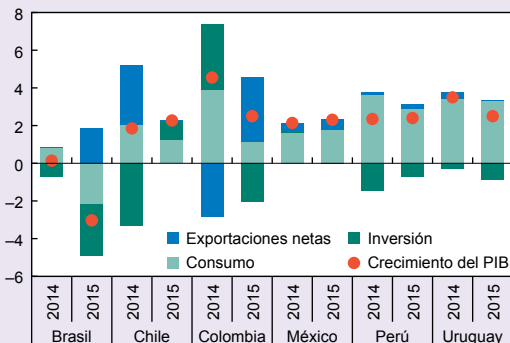
<sup>5</sup> Capítulo 3 de la edición de octubre de 2015 del informe GFSR.

Gráfico 2.9

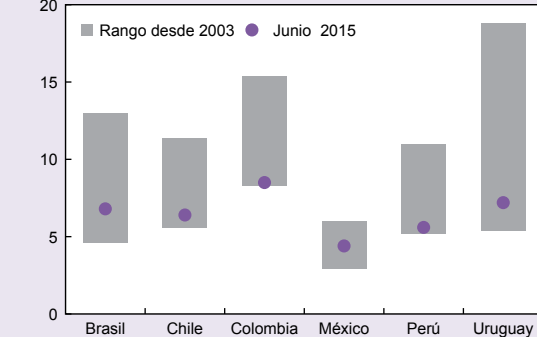
**Dinámicas de crecimiento y divergencia en medidas de capacidad ociosa y el ajuste**

**Las dinámicas de crecimiento en las economías financieramente integradas divergen, con distintos niveles de capacidad ociosa. Menores salarios sugiere un debilitamiento del mercado laboral, aunque los déficits de cuenta corriente se están ampliando a pesar de la depreciación de las monedas internas, debido al deterioro de los términos de intercambio, con cierto nivel de traspaso a la inflación.**

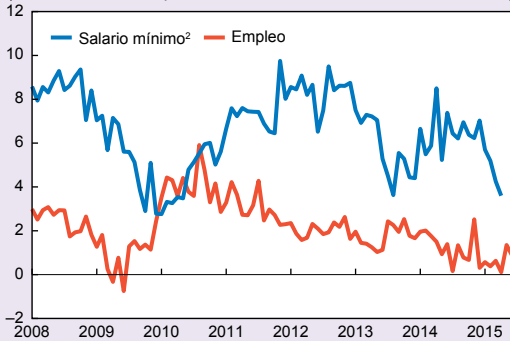
**1. AL-6: Contribuciones al crecimiento del PIB real**  
(Puntos porcentuales)



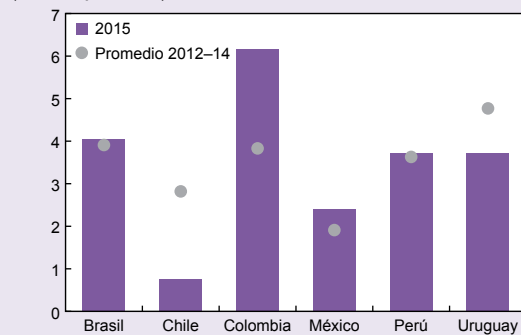
**2. AL-6: Tasa de desempleo<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



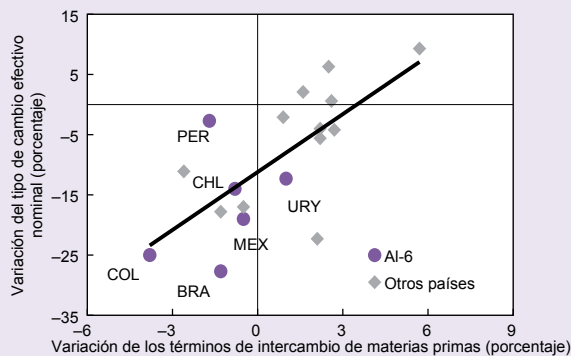
**3. AL-6: Crecimiento del salario nominal y el empleo**  
(Mediana, variación porcentual de 12 meses, desestacionalizada)



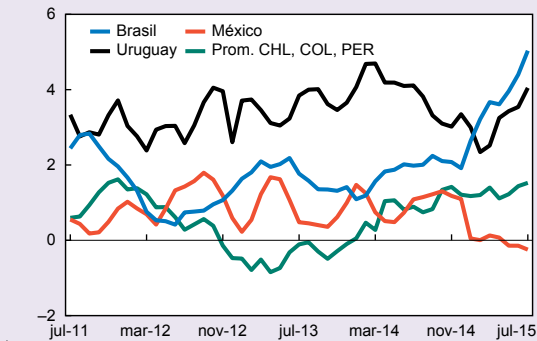
**4. AL-6: Déficit de cuenta corriente externa**  
(Porcentaje del PIB)



**5. AL-6: Variación del TCEN vs. variación de los términos de intercambio de las materias primas desde abril de 2013<sup>3</sup>**



**6. AL-6: Inflación general menos meta de inflación**  
(Variación porcentual de 12 meses)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos de *Information Notice System*; FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; Comtrade de Naciones Unidas, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95. TCEN = tipo de cambio efectivo nominal.

<sup>1</sup> Tasa desestacionalizada.

<sup>2</sup> Los datos de Perú corresponden al salario mínimo.

<sup>3</sup> Los datos corresponden a fines de julio de 2015. Otros países incluye Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, Polonia, Rumania, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Los términos de intercambio de las materias primas se ponderan por la proporción de exportaciones/importaciones de materias primas a PIB, por lo cual un aumento del 1 por ciento se puede interpretar como una ganancia de ingresos de aproximadamente un 1 por ciento del PIB. Los índices excluyen los metales preciosos, excepto para Colombia y Perú. Véase también Gruss, 2014.

primas y la disminución del poder adquisitivo a nivel interno podría contrarrestar parte del efecto positivo de las exportaciones que tendría una depreciación de la moneda. La experiencia de América Latina sugiere que los beneficios netos de una depreciación de la moneda asociada a la caída de los precios de las materias primas

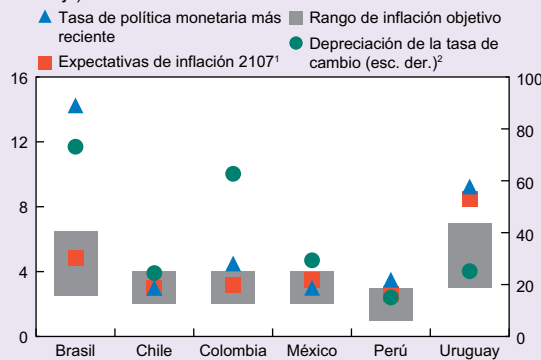
son, de hecho, limitados<sup>6</sup>. En AL-6, las tasas de inflación están en el límite superior de la banda meta de inflación o lo superan, pero los mercados proyectan que en 2017 la inflación vuelva a los rangos (gráfico 2.10) con la excepción de Uruguay, lo que sugiere que, hasta ahora, la depreciación tendría moderados efectos de segunda ronda.

Gráfico 2.10

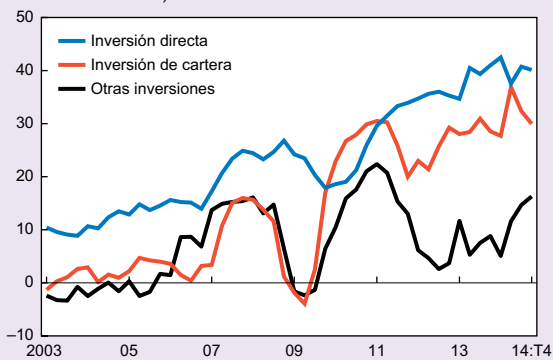
**Política monetaria, inflación y flujos de capitales**

**La inflación va en aumento, pero las expectativas de inflación están bien ancladas. Aunque las entradas de capitales se están moderando, han seguido financiando los déficits, cada vez más grandes, de cuenta corriente externa de AL-6. Las elevadas proporciones de tenencias de deuda interna por parte de no residentes representan un riesgo. No obstante, los altos niveles de reservas internacionales y la flexibilidad cambiaria ofrecen cierta protección ante shocks externos.**

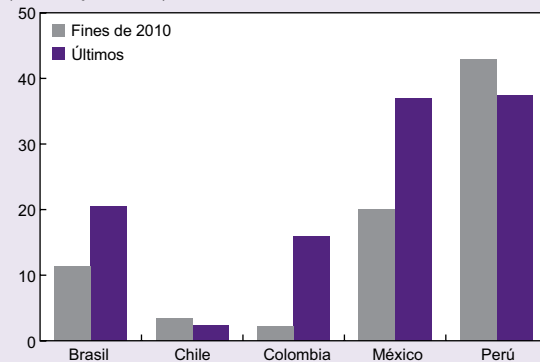
**1. AL-5: Tasas de política monetaria<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



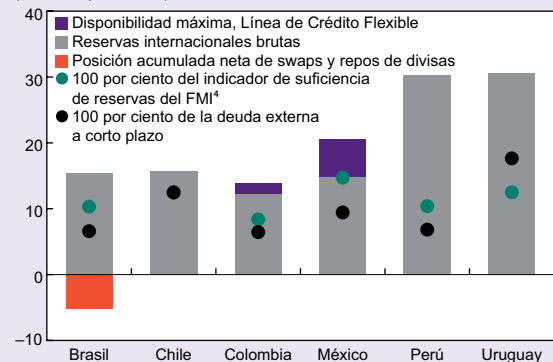
**2. AL-6: Entradas brutas de capitales<sup>3</sup>**  
(Miles de millones de dólares de EE.UU., promedio móvil de cuatro trimestres)



**3. AL-5: Tenencias de deuda interna de no residentes**  
(Porcentaje del total)



**4. AL-6: Reservas oficiales en moneda extranjera, 2014**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, base de datos de *Balance of Payments Statistics Yearbook*; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95.

<sup>1</sup> Los datos provienen de las autoridades nacionales, encuestas y participantes del Mercado.

<sup>2</sup> Moneda doméstica por dólar de EE.UU. Cambio porcentual del promedio de junio de 2014 a el promedio de septiembre de 2015.

<sup>3</sup> No incluye a Perú.

<sup>4</sup> Metodología descrita en *Assessing Reserve Adequacy, Specific Proposals*, FMI, 2015.

<sup>6</sup> Capítulo 2 de la edición de abril de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

## Prioridades de política económica

Los precios persistentemente débiles de las materias primas cambiaron las perspectivas de las economías de AL-6. Se espera que las condiciones financieras se endurezcan, y las monedas podrían seguir debilitándose. En este contexto, las autoridades deben continuar permitiendo la flexibilidad cambiaria, que apunte a facilitar el ajuste externo, sin dejar de prestar atención a las metas de inflación.

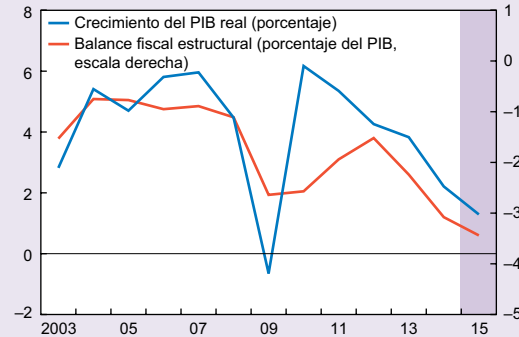
La depreciación de las monedas regionales refleja un shock de precios relativos y un deterioro de los fundamentos económicos subyacentes, por lo que debería ser aceptada por las autoridades monetarias. No obstante, los bancos centrales deberían prestar atención a los posibles efectos de segunda ronda (por ejemplo, una aceleración de las demandas salariales o la posibilidad de que las expectativas de inflación dejen de estar ancladas) y endurecer la postura monetaria si es necesario, a fin de preservar la credibilidad de sus marcos de metas de inflación. Por el momento, las expectativas de inflación a mediano plazo siguen dentro de los rangos meta (gráfico 2.9). Sin embargo, la flexibilidad cambiaria implica cierto riesgo, en especial en los casos en los que la exposición a deuda denominada en moneda extranjera, en un contexto de incremento del apalancamiento, es significativa. Si bien por ahora hay pocos indicios de grandes descalces de los balances corporativos en los países de AL-6, las autoridades de las economías más dolarizadas (Perú y Uruguay) deben prestar especial atención al exceso de volatilidad del tipo de cambio. Si es necesario, la intervención en los mercados cambiarios debe ser transitoria y debe limitarse a suavizar las fluctuaciones a corto plazo de los tipos de cambio, con el objetivo de evitar un exceso de volatilidad, posiblemente a través de una operación esterilizada y basada en reglas. Si bien las perspectivas de deuda actuales de la mayoría de los países de AL-6 son, en general, manejables, la reversión incompleta del estímulo fiscal aplicado durante la crisis redujo las reservas fiscales necesarias para enfrentar posibles desaceleraciones (Celasun *et al.*, 2015). La deuda pública en la mayoría de estos países sigue por encima de los niveles previos a la crisis (gráfico 2.11), los balances primarios se deterioraron y, a pesar de

Gráfico 2.11

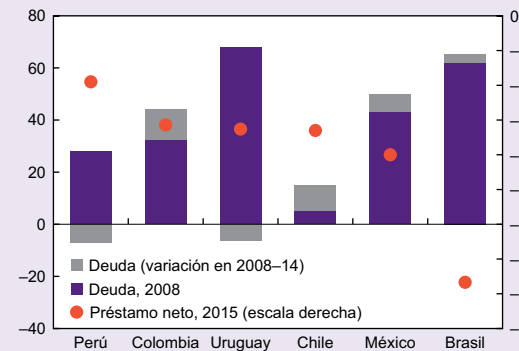
### Deterioro de las posiciones fiscales

**Los déficits fiscales anticíclicos aumentaron la deuda pública en los últimos años.**

#### 1. AL-5: Crecimiento del PIB real y balance fiscal estructural<sup>1</sup>



#### 2. AL-6: Deuda bruta del gobierno general y préstamos netos<sup>2</sup> (Porcentaje del PIB del año fiscal)



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

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de las regiones en la página 95.

<sup>1</sup> Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>2</sup> Véanse las definiciones sobre la cobertura del gobierno en el cuadro 2.2.

las condiciones financieras aún favorables a nivel mundial, la diferencia entre las tasas de interés y el crecimiento del PIB es aún mayor que antes. Esto acentúa las vulnerabilidades ante posibles shocks y presiones de gasto, como los pasivos sociales a largo plazo, las garantías para empresas públicas y los desastres naturales, y al mismo tiempo pone a prueba la credibilidad y la solidez de los marcos de políticas existentes. Teniendo en cuenta estos riesgos, existe un fundamento claro para recomponer las reservas fiscales en los países de AL-6. También es necesario aumentar el espacio fiscal para poder mantener las políticas de redistribución del ingreso que han funcionado bien en los países de AL-6 en la última década (recuadro 2.4).

Más específicamente, en Brasil, el foco de las políticas macroeconómicas debería estar puesto en impulsar la credibilidad y en la resolución de las restricciones del lado de la oferta. La consolidación fiscal debería avanzar sin demoras, y la política monetaria debe mantenerse apretada, a fin de acercar la inflación una vez más hacia la meta del banco central.

Es necesario fortalecer los marcos de política fiscal y monetaria y resolver los cuellos de botella estructurales para impulsar la inversión, la productividad y la competitividad. Dentro de este contexto amplio, la flexibilidad cambiaria deberá seguir utilizándose como el principal amortiguador ante shocks externos. La intervención cambiaria en curso, basada en operaciones de swap de monedas, podría reducirse gradualmente y limitarse a los episodios de volatilidad excesiva en el mercado. Los préstamos de los bancos públicos deberían concentrarse únicamente en los mercados vacíos de crédito (*missing markets*), lo que en la práctica implica reducciones en el nivel actual de creación de créditos. Los riesgos para los balances de los bancos de los efectos de la recesión exigen una supervisión atenta.

En México, se mantuvo una adecuada política monetaria acomodaticia, ya que la inflación se ubica levemente por debajo de la meta del banco central, y el producto está por debajo de su nivel potencial. La depreciación del tipo de cambio refleja el deterioro de los precios del petróleo (y su impacto sobre la inversión petrolera en el futuro). Con la orientación de política monetaria bien calibrada en relación con las condiciones del ciclo económico, la consolidación de la política fiscal (coherente con el contexto de los precios mundiales del petróleo más bajos) es fundamental para ubicar el ratio de deuda en una tendencia descendente. Es crucial lograr una ejecución sostenida y transparente de las reformas estructurales propuestas.

Existe margen para que la política monetaria siga siendo acomodaticia en Chile (dados los riesgos a la baja en la actividad económica y las expectativas de inflación, que siguen bien ancladas), sin dejar de prestar atención a los efectos de segunda ronda de la depreciación de la moneda en curso. Se hace necesaria una consolidación fiscal, tras el considerable impulso fiscal aplicado este año, tendiente a anclar las

expectativas de inflación y a restaurar la confianza. El programa de reforma estructural debe diseñarse e implementarse con el objetivo de minimizar los posibles efectos negativos a corto plazo, incluidos aquellos relacionados con la incertidumbre en términos de política. Aunque el sector financiero es en general saludable, podría ser necesario contemplar medidas prudenciales, si la deuda corporativa sigue creciendo rápidamente. El fortalecimiento del marco regulatorio y de supervisión de las empresas de seguros de vida y los conglomerados financieros reforzaría el sector financiero de Chile.

La política monetaria enfrenta desafíos similares en Perú, donde la economía también se ha estado ajustando a la caída prolongada de los precios internacionales de los metales. Es sensato permitir cierto grado de traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios de los consumidores, pero la política monetaria debe mantener su capacidad de respuesta a las expectativas de inflación y a cambios a nivel externo. La flexibilidad cambiaria debe ser la primera línea de defensa contra cualquier presión externa adicional, aunque es posible que se necesite intervenir para evitar un exceso de la volatilidad de mercado, dada la dolarización. Los esfuerzos de desdolarización en curso deben mantenerse, siendo las medidas macroprudenciales útiles para fortalecer el sistema financiero mientras avanza la desdolarización. La profundización de las reformas estructurales tendientes a elevar la productividad y la diversificación económica apalancaría los beneficios de las depreciaciones monetarias cuando el sector de materias primas se viera golpeado por un shock. Aunque Perú tiene margen para aplicar más políticas si la desaceleración persiste, la prioridad debería ser la implementación eficaz de las medidas de estímulo existentes. La aceleración de la ejecución de la inversión pública es urgente, al tiempo que deberían evitarse los aumentos del gasto corriente no prioritario. A medida que se consolida la recuperación, sería apropiado retirar gradualmente el estímulo fiscal.

La economía de Colombia está en una etapa de desaceleración anterior a la de las economías de Chile y Perú. Así, hasta ahora, una orientación de política monetaria mayormente neutral sería

coherente con el objetivo de cumplir con la meta de inflación entre el corto y el mediano plazo, a pesar de que existe cierta presión inflacionaria a corto plazo, relacionada con la depreciación de la moneda. Sin embargo, es preciso supervisar cuidadosamente las expectativas de inflación. No obstante, se necesitará cierto grado de endurecimiento fiscal dado que se esperan menores ingresos a causa de la caída de los precios del petróleo. Una reorganización de los ingresos debe utilizarse para proteger el gasto social y en infraestructura, lo que incluye una reforma impositiva (que aumente la base imponible y la alícuota del IVA) y un mejor nivel de cumplimiento. El ambicioso programa de infraestructura de Colombia, basado en asociaciones público-privadas, es positivo, aunque es preciso evaluar cuidadosamente los riesgos fiscales contingentes de esas asociaciones. La profundización de las actividades financieras del país implica la necesidad de fortalecer la supervisión de la intermediación financiera no bancaria, y el régimen regulatorio del mercado de derivados podría simplificarse más.

En Uruguay, donde la inflación es superior al rango meta desde 2010, se necesita una estrategia integral para que la inflación vuelva al punto medio del rango meta. Esa estrategia incluiría una orientación de política monetaria más apretada, el avance hacia una política fiscal más restrictiva y la reducción del grado de indexación salarial retrospectiva. Si bien la flexibilidad cambiaria sigue siendo una variable de ajuste clave, sería útil fortalecer las ponderaciones de riesgo de los préstamos en moneda extranjera para prestatarios sin cobertura, e incorporar un escenario con mayor tensión cambiaria en las pruebas de tensión de supervisión.

## Otros países exportadores de materias primas

### Evolución y perspectivas económicas

La caída de los precios de las materias primas también ha afectado a la mayoría de los demás exportadores de estos productos de América del Sur, que están menos integrados financieramente (gráfico 2.12). La brusca caída del precio del

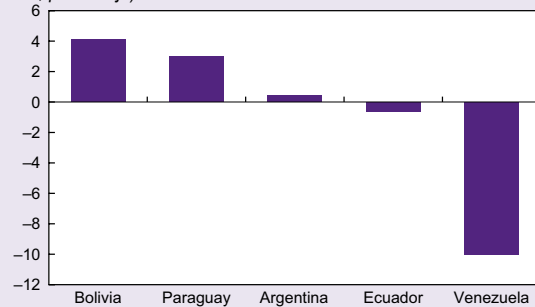
Gráfico 2.12

### PIB real, tipo de cambio y diferenciales de crédito soberano

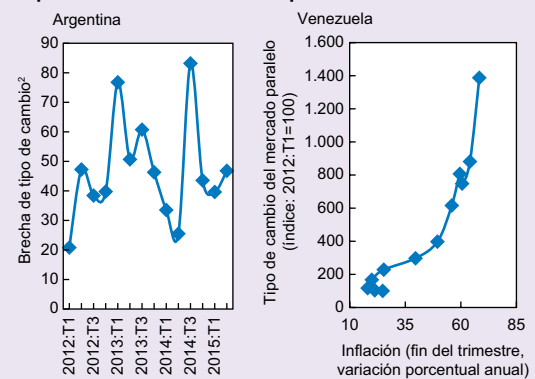
**La caída de los precios de las materias primas afectaron notablemente a los otros países exportadores de materias primas. A su vez, los términos de intercambio más débiles se amplificaron en los países con mayores desequilibrios.**

#### 1. Otros países exportadores de materias primas: Crecimiento real del PIB

(2015, porcentaje)

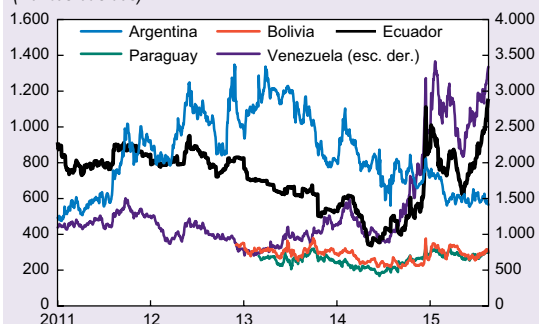


#### 2. Tipo de cambio del mercado paralelo 2012:T1–2015:T1<sup>2</sup>



#### 3. Otros países exportadores de materias primas: Diferenciales de crédito soberano<sup>3</sup>

(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Los datos más recientes de Venezuela corresponden al cuarto trimestre de 2014.

<sup>2</sup> Diferencia entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial como porcentaje del tipo de cambio oficial.

<sup>3</sup> Se refiere al Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan.

petróleo registrada desde mediados de 2014, por un lado, ha tenido un impacto pronunciado, especialmente en Venezuela, pero también en Bolivia y Ecuador. Por otra parte, los menores precios del petróleo han beneficiado a Paraguay, un fuerte importador de hidrocarburos.

Venezuela ha aplicado políticas macroeconómicas insostenibles durante varios años, sumadas a distorsiones microeconómicas generalizadas. Esto se ha derivado en una inflación elevada y de rápido crecimiento (que, según se prevé, será de aproximadamente un 200 por ciento en 2015 y 2016), una severa escasez de bienes y un tipo de cambio en el mercado informal que actualmente es 100 veces mayor al tipo de cambio oficial más bajo (en un sistema de tipos de cambio múltiples, pero en el que el 95 por ciento de las transacciones se realizan al tipo de cambio oficial más bajo). En este contexto, Venezuela se vio gravemente afectada por la caída repentina de sus términos de intercambio (lo cual también redujo los ingresos fiscales provenientes de Petróleos de Venezuela, PDVSA, la productora de petróleo de propiedad del Gobierno), la confianza del sector privado se derrumbó y la economía se encuentra en una profunda recesión desde 2014. Se prevé que el PIB de Venezuela se contraiga en cerca de un 10 por ciento en 2015 y un 6 por ciento en 2016.

Las perspectivas económicas y financieras de Ecuador se han deteriorado de manera sustancial. Tras una expansión del 3,8 por ciento de la actividad económica durante 2014, se prevé que el PIB se contraiga en aproximadamente  $\frac{1}{2}$  por ciento en 2015 y que no crezca en 2016. Esta desaceleración pronunciada se debe principalmente a la firme respuesta fiscal aplicada ante la caída de los precios del petróleo, pero también a la contracción de la liquidez del sistema financiero y al debilitamiento de la confianza del consumidor. El shock petrolero y el empeoramiento de los términos de intercambio, en un contexto de dolarización, ocasionaron un marcado deterioro de la cuenta corriente externa, lo que llevó a las autoridades a imponer restricciones comerciales

En Argentina, un enorme impulso fiscal contribuyó a estabilizar la actividad económica en 2015, pero los

desequilibrios macroeconómicos han empeorado. El gasto público alentó el consumo privado y la actividad en el sector de la construcción, en tanto que la caída de la producción industrial cesó en junio y julio (en términos interanuales) después de dos años de contracción. Las presiones sobre la balanza de pagos se han mantenido relativamente bajo control en lo que va de 2015, aunque la brecha entre los tipos de cambio oficial y paralelo se amplió hasta aproximadamente un 50 por ciento en septiembre, a pesar de los intentos del banco central de aumentar la oferta de divisas y respaldar la demanda del peso argentino incluso mediante tasas de depósito más altas. La combinación de política monetaria y fiscal continúa siendo insostenible y los desequilibrios macroeconómicos, alimentados por la mayor monetización de los déficits fiscales y la sobrevaluación del tipo de cambio, han empeorado en 2015. Se prevé que el crecimiento siga siendo aproximadamente  $\frac{1}{2}$  por ciento en 2015, con intensos controles cambiarios que continúan deprimiendo la inversión y las importaciones, mientras que el debilitamiento de los términos de intercambio, la recesión en curso de Brasil (el principal socio comercial de Argentina) y la apreciación real del peso afectan a las exportaciones y contribuyen a profundizar la caída del superávit comercial.

En Bolivia, debido a los menores precios de los hidrocarburos, se prevé que el crecimiento se modere hasta alcanzar un aún vigoroso 4 por ciento en 2015, descendiendo del  $5\frac{1}{2}$  por ciento que alcanzara en 2014. Se estima que la cuenta corriente externa, que se deterioró a partir del superávit del  $3\frac{1}{2}$  por ciento del PIB de 2013 hasta llegar a un equilibrio en 2014, siga deteriorándose hasta alcanzar un déficit significativo de aproximadamente un  $4\frac{1}{2}$  por ciento del PIB en 2015. La desaceleración de la economía y las exportaciones más débiles en el sector energético agudizarán aún más el déficit primario del sector público en 2015 hasta aproximadamente un 5 por ciento del PIB. Aunque Bolivia cuenta con algunas reservas previas es importante supervisar el marcado deterioro de la cuenta corriente externa y el balance fiscal.

En Paraguay, la actividad económica se ha desacelerado en los últimos meses, lo que refleja

los efectos derrame adversos de la recesión en su socio comercial más importante, Brasil, y el continuo declive de los precios de las materias primas agrícolas. No obstante, las perspectivas a nivel más general siguen siendo benignas en comparación, y están apuntaladas por sólidos fundamentos macroeconómicos, condiciones demográficas favorables y la potencial profundización de la diversificación económica en curso. Se prevé que el crecimiento se reduzca a un 3 por ciento en 2015.

### Prioridades de política económica

En primer lugar, una mayor flexibilidad cambiaria le permitiría a estas economías absorber mejor el impacto de términos de intercambio más débiles (gráfico 2.13). Los países con expansiones fiscales insostenibles necesitarían atravesar el ajuste requerido para poner en orden las finanzas públicas.

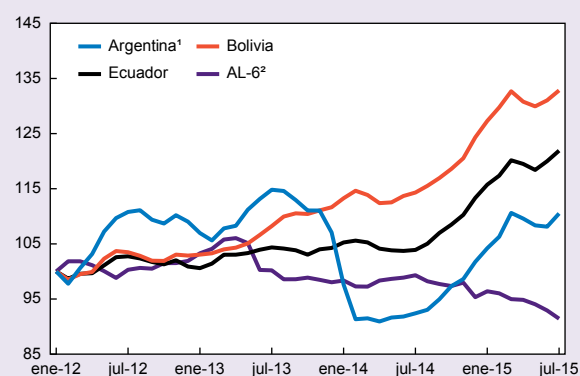
Venezuela debe corregir varios años de mala gestión micro y macroeconómica para revertir las pésimas condiciones económicas y sociales. En materia macroeconómica, esto incluye reducir el déficit del sector público y terminar con su monetización, controlar el nivel extremadamente elevado de inflación vigente y corregir las numerosas distorsiones del mercado de divisas. Para mitigar la escasez de bienes es importante eliminar las restricciones comerciales y los controles de precio, en tanto que será necesario corregir los precios relativos mediante la eliminación de los subsidios y controles a fin de reforzar la confianza y estimular la inversión privada.

En Bolivia, un imperativo clave de política es mejorar el balance primario no basado en hidrocarburos. Podría aplicarse un enfoque gradual para lograr este objetivo, en especial considerando que el país tiene grandes márgenes, debido a su bajo endeudamiento, grandes reservas, baja dolarización y un sistema financiero razonablemente sólido. Otras reformas importantes incluyen fortalecer el marco de política monetaria y respaldar la independencia operacional y la primacía de su mandato de estabilidad de precios del banco central; adoptar un sólido marco fiscal de mediano plazo;

Gráfico 2.13

#### Otros países exportadores de materias primas: Tipo de cambio efectivo real

(Índice: enero de 2012 = 100)



Fuentes: FMI, base de datos de *Information Notice System*, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Tipo de cambio efectivo real utilizando el índice de salarios para Argentina, el IPC para socios comerciales y el tipo de cambio oficial.

<sup>2</sup> Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

clarificar los regímenes para la inversión relacionada con las materias primas, y mejorar el clima de negocios en general. Modificar las cuotas de crédito y los niveles máximos de las tasas de interés bajo la ley de servicios financieros podría justificarse si se concretaran los riesgos a los que está expuesta la estabilidad financiera. Una mayor flexibilidad del tipo de cambio facilitaría el ajuste a un nuevo contexto externo.

Las opciones de política económica son más limitadas en economías completamente dolarizadas, como Ecuador. Las autoridades se adaptaron a las nuevas condiciones externas con un fuerte recorte fiscal, pero toda necesidad adicional de financiamiento deberá enfrentarse con un mayor esfuerzo fiscal. Para recuperar la competitividad ante la sobrevaluación real de la moneda y evitar un prolongado crecimiento lento, se requieren ajustes sustanciales de los precios y los salarios reales. La reducción de la liquidez del sistema bancario justifica un estricto seguimiento y una reacción rápida si las presiones continúan, mientras que la eliminación de las restricciones y distorsiones del sistema bancario, así como la mejora de la supervisión, aumentarían la resiliencia ante los shocks. La definición de las autoridades acerca de los plazos para eliminar las sobretasas de

importación es una decisión política importante, de modo que la asignación de recursos responda de manera más eficaz a las nuevas realidades del mercado. Apuntalar la confianza del sector privado mediante la mejora del clima de negocios sería clave para contener las caídas de los depósitos y preservar la dolarización, así como para sostener un crecimiento saludable a mediano plazo y reducir la dependencia del petróleo. Será esencial contar con un amplio programa de reformas estructurales para fomentar la productividad, atraer al sector privado, captar la IED y aumentar la diversificación económica.

Para reactivar el crecimiento, Argentina debe eliminar las distorsiones microeconómicas, las cuales hacen todavía más necesario un ajuste macroeconómico. En particular, los controles cambiarios distorsionaron los precios relativos, generaron un mercado paralelo de divisas y erosionaron la competitividad. Se han congelado los precios de los servicios públicos, lo que ha abierto una brecha entre los precios minoristas y la recuperación de costos, mientras que los acuerdos de precios han contenido de manera temporal las fuertes presiones inflacionarias. La corrección de esas distorsiones es crucial para una mejor asignación de recursos y un mayor crecimiento luego de los ajustes de precios. Se necesitará un ajuste fiscal y una orientación monetaria más restrictiva para contener los efectos de la inflación y limitar las presiones de depreciación sobre el peso argentino. A su vez, la eliminación de los subsidios distorsivos y la reducción de la inflación allanarán el camino para alcanzar un crecimiento más equitativo.

En el caso de Paraguay, será importante ceñirse a la meta de alcanzar el 1½ por ciento del PIB de déficit, a fin de darle credibilidad a la recientemente sancionada Ley de Responsabilidad Fiscal.

Deberán concentrarse los esfuerzos por mejorar el cumplimiento tributario y contener el gasto corriente. Por otra parte, las reformas estructurales son fundamentales para garantizar un crecimiento sólido y sostenido, y la prioridad será optimizar la eficacia de la administración pública y proporcionar mejores servicios públicos, lo que incluye infraestructura, educación y régimen jurídico.

## América Central y la República Dominicana

### Evolución y perspectivas económicas

América Central, Panamá y la República Dominicana (CAPRD) se han beneficiado con la recuperación experimentada en Estados Unidos y la persistente debilidad de los precios energéticos a nivel internacional, dado que la región es un importador neto de hidrocarburos. Esta combinación favorece un “círculo virtuoso” que consiste en una demanda más sólida, un menor nivel de inflación y una mejor posición externa. Sin embargo, algunas de las ganancias esperadas aún son tentativas, y es esencial contar con políticas firmes para obtener beneficios duraderos a partir de las condiciones favorables.

El crecimiento durante el año finalizado en el primer trimestre de 2015 alcanzó un robusto 4¼ por ciento (gráfico 2.14), pero estuvo levemente por debajo del registrado en 2014 (4½ por ciento). Entre las posibles explicaciones para esa pequeña desaceleración de la actividad económica se encuentra la caída de las remesas en la primera mitad de 2015. También hubo frenos excepcionales al crecimiento específico de cada país, que incluyen el retiro de Intel de Costa Rica (que afectó particularmente sus operaciones comerciales con Estados Unidos) y una desaceleración de las remesas a El Salvador. Aunque la crisis política en Guatemala no ha afectado la actividad macroeconómica hasta el momento, los riesgos están inclinados a la baja. Como nota positiva, el producto de Honduras repuntó a principios de 2015, impulsado por la inversión y las exportaciones.

La inflación general en estos países cayó muy por debajo de las metas establecidas por sus respectivos bancos centrales, lo que principalmente refleja el traspaso de los precios más bajos de las materias primas a la inflación nacional (gráfico 2.15). La inflación subyacente también ha ido decayendo (excepto en Nicaragua). Hubo leves reducciones adicionales de la tasa de interés de política monetaria en los países de la región con metas de inflación.

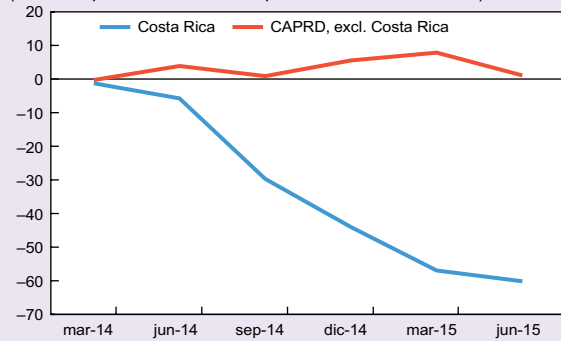
Gráfico 2.14

**Crecimiento y remesas en CAPRD**

*La recuperación comercial con Estados Unidos parece leve hasta el momento, y los fuertes flujos de remesas se han moderado. El crecimiento del producto es robusto, pero no se está acelerando.*

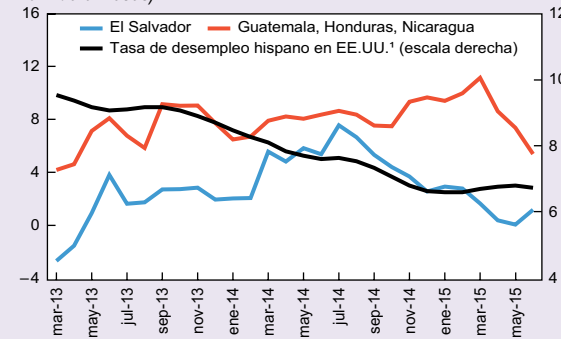
**1. CAPRD: Crecimiento de las exportaciones de bienes hacia Estados Unidos.**

(Variación porcentual interanual, promedio móvil de 3 meses)



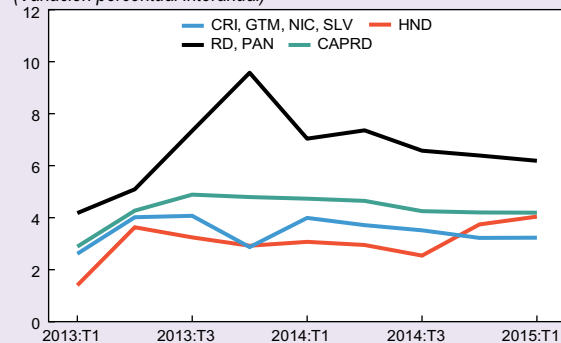
**2. Crecimiento de las remesas**

(Variación porcentual interanual, dólares de EE.UU. corrientes, promedio móvil de 3 meses)



**3. Crecimiento del PIB**

(Variación porcentual interanual)



Fuentes: Consejo Monetario Centroamericano; autoridades nacionales, Reserva Federal de St. Louis, Oficina del Censo de EE.UU., y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores adecuadamente deflactados correspondientes a los datos sobre el volumen de operaciones comerciales con Estados Unidos no están disponibles de manera oportuna. El gráfico no incluye las exportaciones de servicios a Estados Unidos, que son importantes para algunos países de CAPRD. Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95.

<sup>1</sup>Variación porcentual, promedio móvil de 3 meses. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

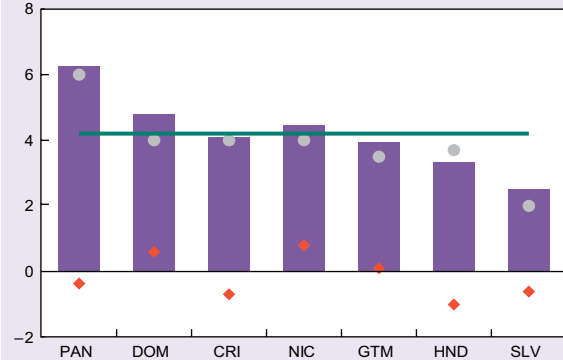
Gráfico 2.15

**Crecimiento e inflación en CAPRD**

*Se prevé que el crecimiento se aproxime a su potencial y que la inflación repunte pero permanezca bajo control.*

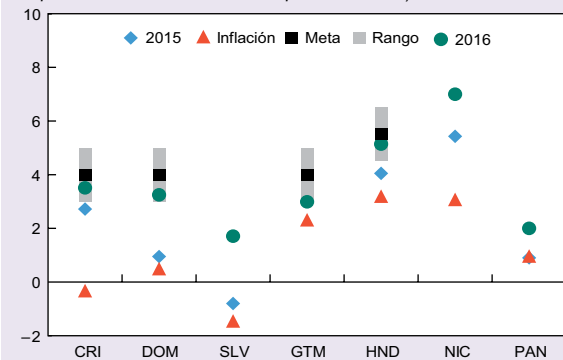
**1. CAPRD: Crecimiento del PIB real y brecha de producto (Porcentaje)**

Proyección 2015–16, Promedio 2015–16 de CAPRD, Crecimiento potencial a mediano plazo, Brecha de producto, fines de 2014



**2. Rango meta vs. inflación efectiva**

(Inflación interanual al mes de julio de 2015, en porcentaje; los pronósticos de inflación son un promedio anual)



Fuentes: Bancos centrales de América Central, Panamá y la República Dominicana (CAPRD); FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95.

De cara al futuro, se prevé que el producto de la región aumente aproximadamente un 4 por ciento en 2015–16, lo que concuerda ampliamente con su potencial de crecimiento a mediano plazo. Dado que las brechas del producto prácticamente se han cerrado, se prevé que la inflación se recupere, pero se mantenga contenida cerca del extremo inferior de los rangos meta. Los riesgos incluyen acontecimientos internacionales (tensiones geopolíticas o del mercado financiero) y regionales/nacionales (catástrofes naturales o falta de acción para abordar dificultades políticas, económicas o de seguridad).

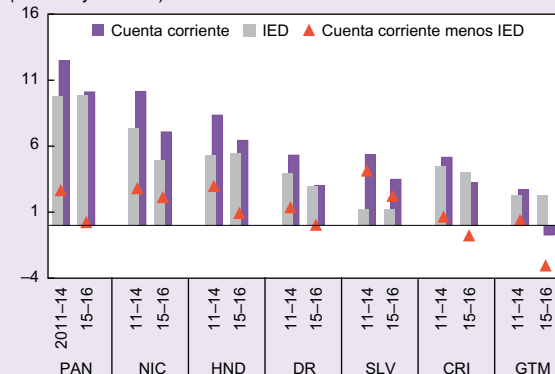
Gráfico 2.16

**Posición externa de CAPRD**

**Los déficits de cuenta corriente están disminuyendo y son financiados principalmente por la IED; los mercados de divisas se han mantenido básicamente estables.**

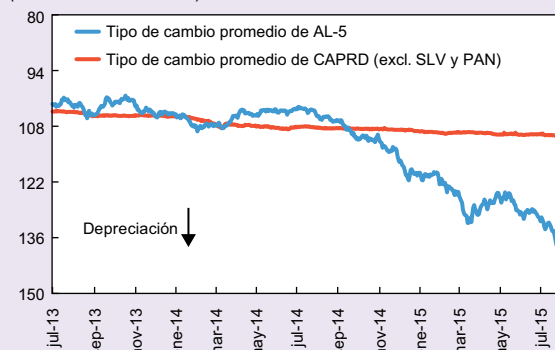
**CAPRD: Déficits de cuenta corriente e IED**

(Porcentaje del PIB)



**Tipos de cambio**

(1 de enero, 2012 = 100)



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

Nota: CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana; IED = inversión extranjera directa; AL-5 = Brasil, Chile, Colombia, México y Uruguay.

La posición externa de la región ha experimentado una pronunciada mejora (gráfico 2.16). El déficit de la cuenta corriente externa se redujo más del 1 por ciento del PIB en 2014, y este año se espera una nueva y drástica caída, del 6 por ciento al 4¼ por ciento del PIB. Esta mejora refleja, principalmente, una reducción del gasto de importaciones energéticas, pero también mayores exportaciones de bienes y servicios.

Los tipos de cambio mostraron una amplia estabilidad, mientras que las reservas

internacionales han estado aumentando. No obstante, existen focos de vulnerabilidad dado que las necesidades de financiamiento externo siguen siendo considerables y los flujos de financiamiento bancario significativos, mientras que se prevé que la IED se modere en algunos países. A mediano plazo, se espera que la mejora de los déficits de la cuenta corriente externa se revierta parcialmente, debido a una leve recuperación de los precios energéticos internacionales y a la disipación del ahorro precautorio de los ingresos extraordinarios del sector privado.

Las vulnerabilidades fiscales siguen siendo una preocupación prioritaria, en un contexto de grandes brechas de sostenibilidad y planes de ajuste insuficientes (gráfico 2.17). Además, se espera enfrentar la significativa insuficiencia de ingresos asociada a los escándalos de corrupción impositiva con recortes de gastos que incluyen gastos de capital y gastos sociales. Sobre la base de las políticas actuales, se prevé que aumenten los ratios de deuda pública en El Salvador, Costa Rica, Nicaragua y la República Dominicana (aunque moderadamente en los dos últimos), lo que conlleva riesgos para la sostenibilidad de la deuda.

También es improbable que el entorno externo favorable, por sí mismo, redunde en mejoras fiscales en algunos países, dado que los ingresos extraordinarios a causa de los términos de intercambio podrían no excluir una “maldición de los ingresos”<sup>7</sup>. Aunque los diferenciales de deuda soberana han reaccionado levemente ante la volatilidad registrada a mediados de 2015 en Europa, se mantienen elevados en la mayoría de los países de CAPRD, y en general sin variaciones en relación con los grandes países de América Latina financieramente integrados (a pesar de las mayores presiones de mercado en estos últimos). Por el

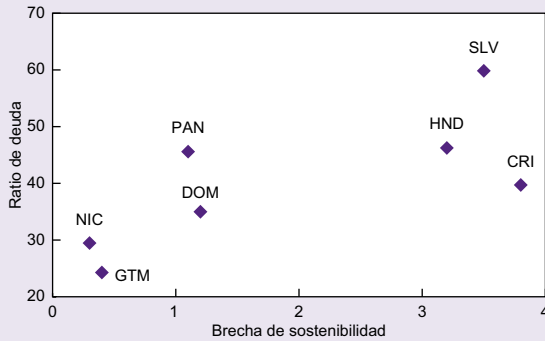
<sup>7</sup> Esto refleja una caída en la participación de impuestos de importación sobre productos derivados del petróleo, cuya recaudación es relativamente fácil, en beneficio de los impuestos internos sobre la actividad económica, que son más difíciles de recaudar. El Salvador y Guatemala han registrado un crecimiento de los ingresos particularmente débil en lo que va del año.

Gráfico 2.17

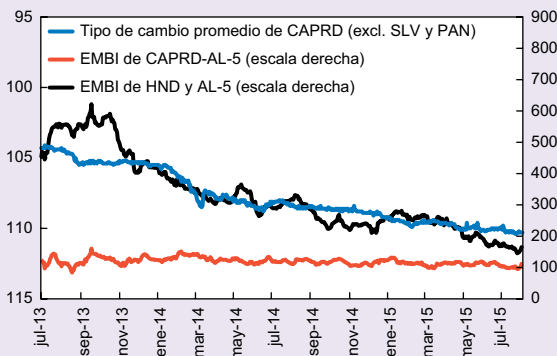
**Sostenibilidad fiscal y diferenciales soberanos en CAPRD**

**Los desequilibrios fiscales siguen siendo un problema para algunos países; los diferenciales de deuda soberana no han cerrado la brecha con los países de AL-5 (excepto Honduras).**

**1. CAPRD: Brecha de sostenibilidad fiscal vs. deuda del gobierno general<sup>1</sup>**  
(Porcentaje del PIB)



**2. Diferencia en diferenciales soberanos**  
(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95.

<sup>1</sup> Los índices de deuda se refieren a 2014. Las brechas de sostenibilidad fiscal se definen como la diferencia entre el déficit primario de 2014 y el déficit primario que estabilizaría la deuda en 2020, excepto para Costa Rica, Honduras y El Salvador, donde el objetivo es alcanzar niveles de deuda más bajos.

contrario, la consolidación fiscal de Honduras está siendo recompensada por los mercados con diferenciales que han mejorado unos 100 puntos básicos con respecto a los países de AL-5 desde principios de año.

El crédito bancario se desaceleró gradualmente, pero se mantiene fuerte y respaldado por los

depósitos. El crecimiento de los préstamos a las empresas sigue siendo más lento que el de los hogares. En algunos países, los bancos incrementaron su nivel de endeudamiento mayorista del exterior, pero esos valores siguen muy por debajo de los niveles previos a la crisis, mientras que el ratio de préstamos a depósitos se mantiene en niveles saludables. Los datos bancarios sugieren sólidos indicadores de solvencia financiera; la dolarización se está reduciendo levemente, pero sigue siendo elevada y en el entorno del 45 por ciento en promedio en los países que no están completamente dolarizados. El acceso al financiamiento por parte de las empresas y los hogares, que aún es escaso, exagera la informalidad económica y las carencias sociales.

**Prioridades de política económica**

La consolidación fiscal es una prioridad en los países con índices de deuda pública elevados y en aumento. En particular, Costa Rica y El Salvador deben elaborar planes creíbles para cerrar las altas brechas de sostenibilidad. En este contexto, la experiencia de la recuperación en curso en Honduras, a pesar del cuantioso ajuste fiscal, indica que los multiplicadores fiscales de América Central pueden no ser altos, en la medida que las iniciativas de consolidación que buscan resolver problemas de sostenibilidad estimulan la confianza de los inversionistas<sup>8</sup>. El entorno externo actual brinda la oportunidad de realizar ajustes con bajo nivel de tensiones sociales. Por consiguiente, los países que buscan consolidar sus finanzas públicas, pero también aquellos que necesitan financiamiento adicional para gastos sociales o de infraestructura (por ejemplo, Guatemala), podrían captar parte del ahorro extraordinario relacionado al precio del petróleo a través de medidas bien calibradas relativas a la política y administración tributaria. La racionalización de subsidios energéticos mal focalizados contribuiría al ajuste fiscal (al mismo tiempo que reduciría la desigualdad) y limitaría la

<sup>8</sup> Véase Estevão y Samake, 2013.

dependencia del financiamiento de PetroCaribe, en especial en Nicaragua. Estas medidas podrían reforzarse adoptando o mejorando las reglas fiscales, promoviendo la gestión financiera pública y abordando futuros desequilibrios derivados del envejecimiento de la población (lo que incluye a El Salvador, donde se debate una reforma jubilatoria, y a Nicaragua, donde recientemente se lograron avances parciales).

El marco de política monetaria (excepto para las dos economías completamente dolarizadas) debería apuntar a mejorar la credibilidad y a anclar las expectativas de inflación. Cuando sea pertinente, los países deberían continuar la transición hacia un régimen de metas de inflación. La política monetaria debería enfocarse en las presiones subyacentes relativas a los precios, y así evitar un relajamiento injustificado en respuesta a una caída temporal de precios. Al mismo tiempo, debería fomentarse una mayor flexibilidad del tipo de cambio como importante amortiguador de shocks.

Resultaría esencial avanzar aún más en la implementación de medidas prudenciales, incluyendo aquellas dirigidas a reducir la dolarización y mejorar la supervisión bancaria sobre una base consolidada, con el fin de optimizar los mecanismos de transmisión monetaria de los bancos centrales y promover un sólido crecimiento del sistema financiero.

Es importante llevar a cabo reformas estructurales para mejorar la productividad a fin de aumentar el crecimiento del producto potencial. Los desafíos regionales clave incluyen mejorar el clima de inversión y abordar el problema de la inseguridad, acentuada por el reciente brote de violencia en El Salvador. Además, la región se beneficiaría con la reforma de los mercados laborales mediante un mejor sistema tributario al tiempo que se perfeccionen los incentivos para trabajar en un sector formal y más productivo. Fomentar el desarrollo financiero y, al mismo tiempo, incentivar el uso de los importantes flujos de remesas para la inversión y no solo para el consumo, podría acarrear beneficios significativos para el crecimiento inclusivo.

## El Caribe

### Evolución y perspectivas económicas

Tal como es el caso de América Central (pero distinto a América del Sur), la debilidad de los precios de las materias primas y el fortalecimiento de la economía de Estados Unidos traen aparejados una mejora de las perspectivas para la mayoría del Caribe. En particular, el sector turístico contribuyó decisivamente en 2014 al crecimiento de aquellas economías del Caribe que dependen en gran medida del turismo (Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental, ECCU), gracias al fortalecimiento de la llegada de visitantes (alentado por la recuperación de Estados Unidos). El turismo dio lugar a un crecimiento más sólido de lo esperado en estos países, excepto en Jamaica, donde una sequía afectó significativamente su crecimiento. Los recientes resultados dispares en el sector turístico y la evolución idiosincrásica en los sectores agrícola y de la construcción apuntan a un todavía aceptable crecimiento del PIB real, de aproximadamente 2¼ por ciento en 2015 y 2016 (gráfico 2.18). Se prevé que la inflación disminuya temporalmente hasta el 1 por ciento en 2015; algunos países están experimentando una deflación pasajera, principalmente por el impacto de los bajos precios del petróleo sobre la inflación en base anual. Los riesgos al alza derivados de los precios favorables del petróleo (recuadro 2.2), la demanda externa y los programas de ciudadanía por inversión están equilibrados por los posibles efectos adversos de la apreciación del tipo de cambio efectivo real, el endurecimiento de las políticas de la Reserva Federal de Estados Unidos y la mayor facilidad de acceso a Cuba para los turistas estadounidenses.

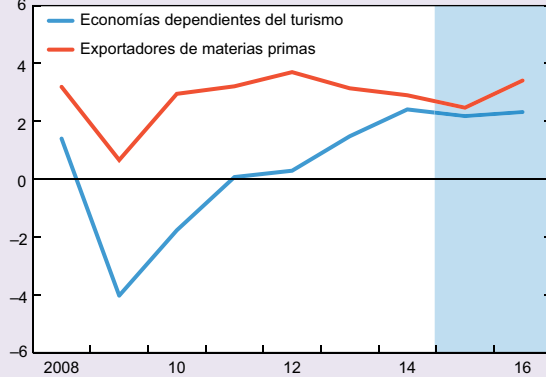
Se proyecta un crecimiento para los exportadores de materias primas (Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago) de aproximadamente un 2 por ciento en 2015, que repuntaría a un 2½ por ciento en 2016. Las proyecciones se basan en pequeñas mejoras esperadas en los términos de intercambio de las materias primas y en las perspectivas en otros sectores. Se prevé que la inflación para este grupo de países repunte ligeramente en 2015–16, debido a los precios más altos de los alimentos y

Gráfico 2.18

**Las economías dependientes del turismo se están recuperando gracias a la entrada de turistas, mientras que las posiciones fiscales se han deteriorado en los países exportadores de materias primas. Los riesgos financieros han aumentado en algunos países.**

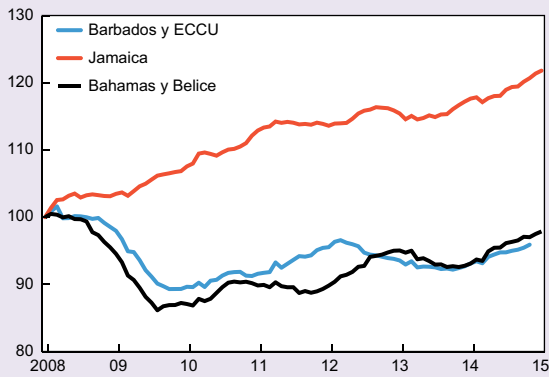
**1. El Caribe: Crecimiento real del PIB<sup>1</sup>**

(Variación porcentual)



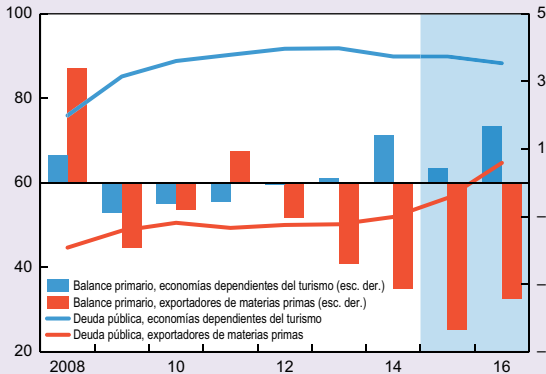
**2. El Caribe: Llegada de turistas**

(Índice: 2008=100; promedio móvil de 12 meses)



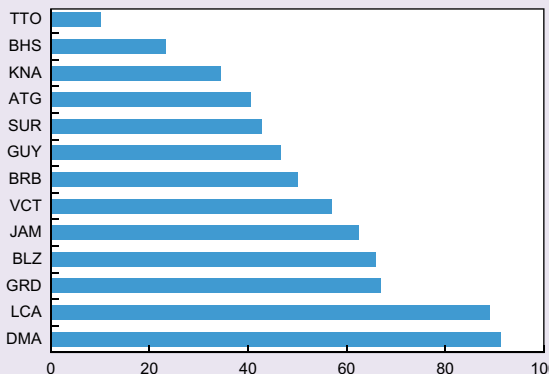
**3. El Caribe: Cuentas fiscales**

(Porcentaje del PIB del año fiscal)



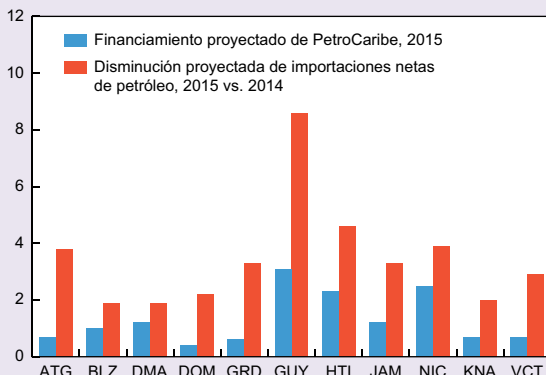
**4. El Caribe: Deuda externa, 2014**

(Porcentaje del PIB)



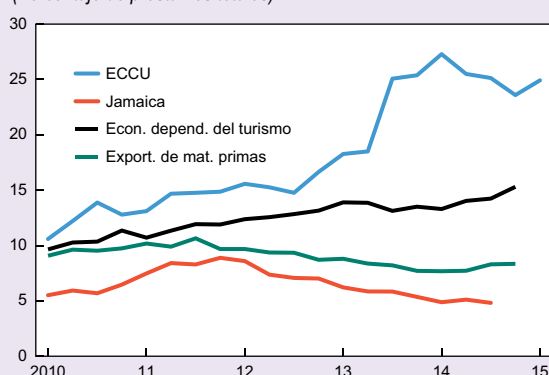
**5. El Caribe: Exposición a PetroCaribe**

(Porcentaje del PIB)



**6. El Caribe: Préstamos en mora<sup>2</sup>**

(Porcentaje de préstamos totales)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; Organización de Turismo del Caribe; Banco Central del Caribe Oriental, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95. Exportadores de materias primas = Belice, Guyana, Suriname, Trinidad y Tobago; Economías dependientes del turismo = Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía; Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) = Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía.

<sup>1</sup> Promedio simple.

<sup>2</sup> Promedio simple de los países en el grupo, según esté disponible. Las observaciones se muestran solo en el caso de que más de la mitad de los países del grupo presenten datos de préstamos en mora.

otros factores específicos de cada país, pero debería mantenerse por debajo de los niveles observados en los últimos años.

Se prevé que los cuantiosos déficits de cuenta corriente externa registrados en la mayoría de los países dependientes del turismo experimenten una mejora, principalmente debido a un menor gasto de importaciones de combustible (todos los países de este grupo son importadores netos de petróleo) y a un flujo más abundante de ingresos por turismo. Las reservas extranjeras se han estabilizado o han comenzado a incrementarse. Por el contrario, los precios más bajos del oro y el combustible influyeron en los saldos de cuenta corriente externa de los exportadores de materias primas, con déficits que se espera aumenten, en promedio, aproximadamente un 2 por ciento del PIB en 2015.

### Prioridades de política económica

La mayoría de los países del Caribe deberían aprovechar la oportunidad que brindan los bajos precios de las materias primas para profundizar el ajuste fiscal orientado a mejorar las dinámicas de deuda. Los países con programas de reforma respaldados por el FMI, en vigencia y finalizados recientemente (Granada, Jamaica y Saint Kitts y Nevis), han logrado importantes avances para abordar las vulnerabilidades derivadas de los elevados niveles de deuda. En particular, se prevé que, para fines de 2015, la deuda pública de Jamaica se habrá reducido en aproximadamente un 15 por ciento del PIB. Este país compró deuda por un monto de US\$3.000 millones que debía a PDVSA de Venezuela en el marco del acuerdo PetroCaribe, con descuento, financiada mediante la emisión de un bono externo (con una ganancia de valor presente neto de alrededor del 2,1 por ciento del PIB). Sin embargo, los problemas de sostenibilidad fiscal todavía no se han resuelto definitivamente en la mayoría de los demás países del Caribe dependientes del turismo. El elevado nivel de deuda, que promediaba aproximadamente el 82 por ciento del PIB en 2014, continúa siendo una importante vulnerabilidad. Aunque

varios países, como Las Bahamas y Barbados, recientemente implementaron importantes medidas de ajuste fiscal, se prevé que los niveles de deuda pública en el Caribe sigan aumentando hasta un promedio del 85 por ciento del PIB en 2015. En general, la carga de la deuda de los países exportadores de materias primas de la región es menor, pero se necesitan políticas firmes, especialmente para incrementar los ingresos que se ven afectados negativamente por la caída de los precios de las materias primas.

En los sectores financieros de los países dependientes del turismo, donde predomina la banca, los elevados niveles de préstamos en mora siguen siendo un factor adverso para la economía. En efecto, el nivel de estos préstamos en mora se ubica apenas ligeramente por debajo de los recientes valores máximos. El año pasado, el lento ritmo de saneamiento de los balances contribuyó a la contracción del crédito al sector privado en muchas economías, lo que mitigó el apoyo al crecimiento económico proveniente de la concesión prudente de créditos a deudores solventes. En la ECCU, las autoridades lograron ciertos avances con su estrategia de fortalecer los bancos autóctonos (constituidos en el país). La mayoría de los miembros de la ECCU aprobaron nuevas leyes para mejorar el marco de supervisión y regulación bancaria. También se realizaron análisis de calidad de los activos. No obstante, de cara al futuro, serán necesarios esfuerzos decisivos para continuar este proceso.

A pesar de la recuperación de las economías dependientes del turismo y de la resiliencia de los países exportadores de materias primas, los países del Caribe siguen enfrentando importantes dificultades que se manifiestan en un bajo crecimiento potencial y un estancamiento de la productividad. Para mejorar las perspectivas a largo plazo, se requerirá mayor firmeza en la implementación de políticas estructurales. En particular, las autoridades en muchas economías caribeñas deberían redoblar los esfuerzos para mitigar los elevados costos de producción, por ejemplo, alineando la fijación de salarios con las tendencias de productividad de manera más

eficaz; fortaleciendo la regulación de las tarifas de los servicios públicos, y abordando las presiones sobre los costos financieros de las empresas. Las medidas para fomentar la competitividad estructural deberían centrarse en mejorar el nivel educativo y mitigar los desajustes en las cualificaciones en el mercado laboral, acelerar los procesos de

resolución de conflictos por contratos y reformar los regímenes de insolvencia. Por último, y crucialmente, las políticas deberán orientarse a reforzar la capacidad de resiliencia ante catástrofes naturales, como en el caso de la tormenta tropical Erika, que en agosto azotó la isla de Dominica, con trágicas consecuencias.

**Recuadro 2.1**

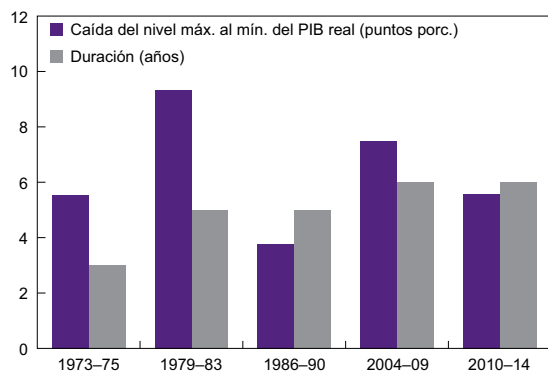
**Desaceleración de la actividad económica en ALC desde una perspectiva histórica**

El crecimiento del PIB real en ALC ha estado disminuyendo de manera sostenida desde 2010. Según las proyecciones actuales para 2015, este año será el peor desempeño en más de treinta años (excluida la crisis financiera mundial de 2009). La magnitud y duración de esta desaceleración está en línea con episodios anteriores, y se ubica cerca del límite superior de la experiencia histórica. Sin embargo, dada la mejora de los fundamentos y los marcos macroeconómicos implementados desde finales de los años noventa, una desaceleración de magnitud y duración similar a la de episodios anteriores plantea más inquietud que alivio. Cabe señalar, no obstante, que el tamaño de los shocks no tiene por qué ser el mismo, salvo aquellos que afectaron a los términos de intercambio durante la década de 1970 y de 2000<sup>1</sup>.

Las desaceleraciones durante los años setenta y ochenta duraron entre 3 y 5 años (gráfico 2.1.1). En los años 2000, la duración fue de 6 años. Según las proyecciones actuales del PIB real para 2015–16, el episodio actual duraría 5 años. Hasta el momento, el episodio en curso ha generado una caída del nivel máximo al mínimo del PIB de alrededor de 6 puntos porcentuales desde 2010. Salvo la corta desaceleración registrada a principios de los años setenta, el resto de las caídas del crecimiento en ALC han sido algo más pronunciadas. En el episodio de finales de los años setenta la caída del crecimiento del PIB real fue de más de 9 puntos porcentuales a lo largo de 5 años. Más recientemente, en el episodio de principios de los años 2000 la desaceleración se produjo a un ritmo lento y terminó con una fuerte caída en 2009.

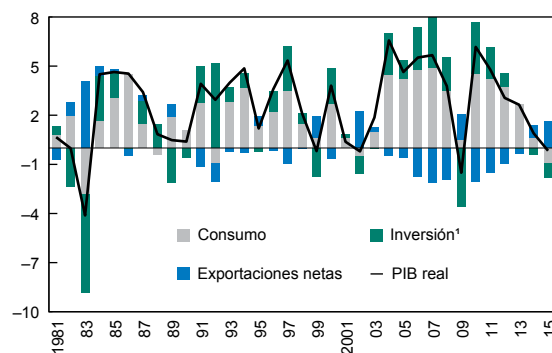
Los principales motores del crecimiento del lado de la demanda han cambiado a lo largo del tiempo. A finales de los años setenta y principios de los ochenta, la inversión mostró la mayor caída (gráfico 2.1.2). En la segunda mitad de los años ochenta, fue el consumo. En 2004–09, el consumo y las exportaciones netas (dado que las importaciones, supuestamente debido a la inversión, crecieron a un ritmo más rápido que las exportaciones) impulsaron la desaceleración. Los factores que explican la desaceleración actual son la inversión y el consumo. Una característica destacada del episodio en curso es que la desaceleración está produciéndose al tiempo que están mejorando las contribuciones del sector externo, lo que indicaría que la compresión de las importaciones tiene un efecto importante.

Gráfico 2.1.1  
**Desaceleraciones anteriores y actuales**  
(Porcentaje; número de años)



Fuente: FMI, base de datos del informe WEO.  
Nota: Promedios ponderados por el PIB en función de la PPA de los 32 países de América Latina.

Gráfico 2.1.2  
**Países seleccionados de América Latina: Contribuciones al crecimiento del PIB real**  
(Variación porcentual interanual)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.  
Nota: Promedios ponderados por el PIB en función de la PPA de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela.  
<sup>1</sup> La inversión incluye inventarios y discrepancias estadísticas.

Nota: Este recuadro fue preparado por Nicolás E. Magud, con la colaboración de Steve Brito.

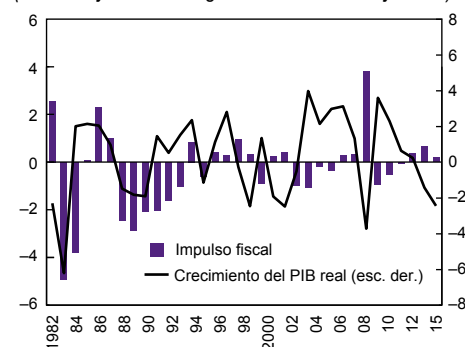
<sup>1</sup> Véanse más detalles en Adler y Magud, 2015.

**Recuadro 2.1 (conclusión)**

El papel del sector público también ha cambiado a lo largo del tiempo. Entre finales de los años setenta y principios de los años 2000, se registraron caídas del PIB real junto con impulsos fiscales negativos (gráfico 2.1.3). La política fiscal fue procíclica. El año 2009 marca el inicio de un cambio, ya que por primera vez en la historia reciente ALC pudo implementar una política fiscal contracíclica en respuesta a una crisis. Más recientemente, el impulso fiscal se ha ido reduciendo, planteando dudas sobre si la política fiscal recuperará su prociclicidad histórica.

En resumen, la desaceleración sostenida de la actividad económica es comparable a episodios anteriores, lo que podría considerarse ligeramente preocupante (en lugar de tranquilizador) dado que las instituciones macroeconómicas se han fortalecido en esta región. El sector externo ha contribuido, de hecho, de manera positiva al crecimiento en los últimos años, entre otras formas, porque la depreciación de la moneda ha reducido el poder adquisitivo interno. La demanda agregada interna se está ajustando a los shocks negativos externos (como los precios más bajos de las materias primas) e internos, y parece relativamente débil en comparación con la demanda externa. La política fiscal dio un fuerte impulso a la actividad económica en 2009, pero se ha reducido el margen disponible para una mayor expansión fiscal.

Gráfico 2.1.3

**Países de América Latina: Equilibrio fiscal y crecimiento del PIB real<sup>1</sup>***(Porcentaje del PIB registrado durante el ejercicio)*

Fuentes: BID, base de datos sobre balances fiscales estructurales en América Latina y el Caribe; FMI, base de datos del informe WEO; Rojas-Suárez y Weisbrod, 1995, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Los datos de 1981 a 1992 sobre el balance fiscal provienen de Rojas-Suárez y Weisbrod, 1995.

<sup>1</sup> Promedios ponderados por el PIB en función de la PPA de Argentina, Chile, Colombia, México y Perú. El balance fiscal representa el préstamo neto/endeudamiento primario del gobierno general. El impulso fiscal se calcula como el balance fiscal en el período  $t-1$  menos el balance fiscal en el período  $t$ .

**Recuadro 2.2**

**Fluctuaciones macroeconómicas en el Caribe: El rol de los precios del petróleo**

Las economías del Caribe se caracterizan por su excesiva dependencia de las importaciones de combustibles fósiles. Todos los países del Caribe, excepto Trinidad y Tobago, que es el único país exportador neto de petróleo y gas natural de la región, son importadores netos de petróleo. Suriname es el país más independiente en materia de energía gracias a su producción de petróleo crudo y su importante riqueza hidroeléctrica. En el resto de los países, alrededor del 87 por ciento de la energía primaria consumida corresponde a productos petroleros importados, principalmente combustible diésel para generar electricidad, gasolina para el transporte y gas licuado del petróleo (gráfico 2.2.1). La energía hidroeléctrica, generada en instalaciones ubicadas en Belice, Dominica, San Vicente y las Granadinas y Suriname suministra el 2½ por ciento del consumo en la región.

En la última década, los precios del petróleo persistentemente elevados han incrementado las presiones macroeconómicas en los países importadores de petróleo del Caribe. El valor medio de las importaciones netas de petróleo se ha duplicado, ampliando el déficit comercial y de la cuenta corriente externa en un promedio anual del 3,7 por ciento del PIB durante el período 2005–14, en comparación con la década anterior. Los términos de intercambio empeoraron y la presión sobre las reservas de divisas aumentó (gráfico 2.2.2).

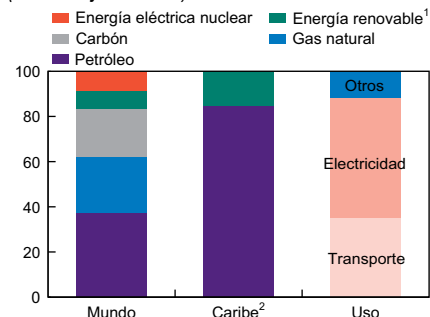
La factura energética ha absorbido una proporción cada vez mayor del ingreso real discrecional de los hogares, reduciendo el gasto de consumo en otros sectores de la economía. Los precios elevados y volátiles de la electricidad han incrementado el costo de hacer negocios en la región. Alrededor del 40 por ciento de las empresas del Caribe señalan que los costos de la electricidad representan una de las principales limitaciones para los negocios, por encima de la media de AL-6 y otros países en desarrollo en todo el mundo<sup>1</sup>. Esto ha incrementado la incertidumbre en lo que respecta a la planificación de las inversiones, lo que ha tenido repercusiones desfavorables en la formación de capital, la entrada de inversión extranjera directa (IED) y, por lo tanto, en el crecimiento a largo plazo.

Los regímenes de tipo de cambio fijo adoptados en muchos países del Caribe limitan el grado en que el tipo de cambio puede amortiguar el impacto de los shocks de precios del petróleo en los balances externos. Los grandes y persistentes shocks inflacionarios, como los relacionados con el aumento de los precios del combustible, exponen a estos países a episodios de apreciación del tipo de cambio real, provocando una pérdida de competitividad regional difícil de revertir (gráfico 2.2.3). Además, la industria del turismo está expuesta a los efectos de contagio de los shocks de los precios mundiales del petróleo que pueden reducir los ingresos por turismo dado que el encarecimiento del petróleo frena la demanda proveniente de los principales mercados proveedores y puede aumentar el costo de los billetes de avión, alentando el efecto de sustitución hacia otros destinos turísticos.

Gráfico 2.2.1

**Consumo de energía primaria por fuente y uso**

(Porcentaje del total)



Fuentes: Administración de Información Energética de Estados Unidos; BID, *Energy Matrix Country Briefings for the Caribbean* (2013), y cálculos del personal técnico del FMI.

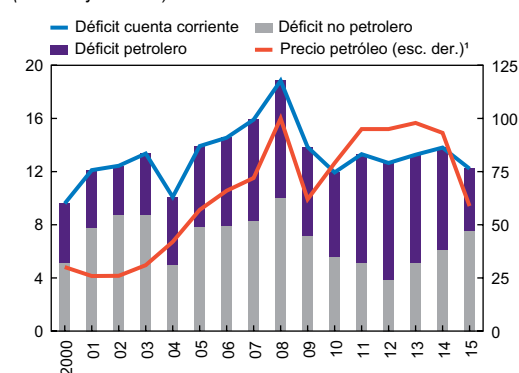
<sup>1</sup> Incluye energía hidroeléctrica, geotérmica, solar/PV, eólica y biomasa. En el caso del Caribe, las energías renovables incluyen energía hidroeléctrica y biomasa.

<sup>2</sup> Excluye Trinidad y Tobago y Haití.

Gráfico 2.2.2

**Déficit promedio de la cuenta corriente externa en el Caribe**

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Excluye Trinidad y Tobago y Haití.

<sup>1</sup> Promedio en dólares de EE.UU.

<sup>1</sup> AL-6 incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

**Recuadro 2.2 (conclusión)**

En términos más generales, los shocks externos son una fuente importante de fluctuaciones del ciclo económico en el Caribe, y representan un promedio del 30 por ciento de las fluctuaciones del producto en el mediano plazo (gráfico 2.2.4)<sup>2</sup>: alrededor del 35 por ciento de las fluctuaciones del ciclo económico en las economías dependientes del turismo y solo el 20 por ciento en otras economías del Caribe. En las primeras, el elemento que más contribuye es la demanda externa, representada por el crecimiento del PIB real de las economías avanzadas, con una contribución de alrededor del 25 por ciento. Los shocks del petróleo son el segundo elemento, y representan un promedio del 7 por ciento de las fluctuaciones del ciclo económico en la muestra. Los factores internos desempeñan un papel más importante en las fluctuaciones del ciclo económico de los países productores de materias primas.

Más recientemente, los precios del petróleo han descendido, representando un shock expansivo para la mayoría de los países de la región. Un incremento de un punto porcentual del crecimiento del PIB real de las economías avanzadas aumenta el crecimiento del PIB real en un punto porcentual, en promedio, en las economías dependientes del turismo y en 0,5 puntos porcentuales en los productores de materias primas<sup>3</sup>. Después de cinco años, el aumento acumulado promedio del crecimiento del PIB real representa 2,4 y 1,2 puntos porcentuales, respectivamente. Una reducción de 10 puntos porcentuales de los precios reales del petróleo aumenta el crecimiento del PIB real durante el primer año en 0,2 puntos porcentuales en las economías dependientes del turismo y en 0,05 puntos porcentuales en el resto de la muestra. Suriname y Trinidad y Tobago son países exportadores de petróleo y una disminución de los precios del petróleo reduce el crecimiento de su PIB real. Después de cinco años, el aumento acumulado promedio del crecimiento del PIB real en las economías dependientes del turismo es de 0,5 puntos porcentuales y de 0,1 punto porcentual para el resto de la muestra, lo que indica el alto grado de sensibilidad de las economías dependientes del turismo a los shocks de precios del petróleo.

Nota: Este recuadro fue preparado por Julien Reynaud, con la contribución de Ahmed El Ashram, Sebastián Acevedo y Arnold McIntyre, y la asistencia de investigación de Anayochukwu Osueke.

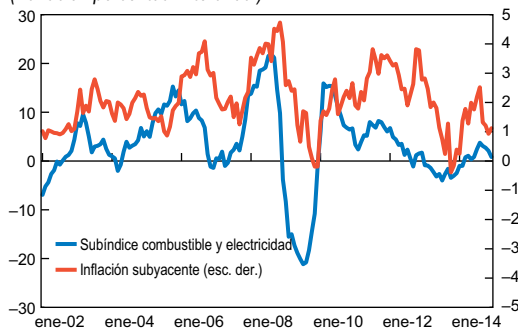
<sup>2</sup> El marco empírico se basa en Cashin y Sosa, 2013. Consiste en un modelo de autorregresión vectorial (VAR) para cada uno de los países con restricciones de exogeneidad en bloque para el período 1976–2013. El modelo contiene un bloque externo que incluye variables económicas externas —la tasa de crecimiento del precio real del petróleo, las tasas de crecimiento del PIB real de las economías avanzadas y la tasa de interés real de las economías avanzadas— y un bloque económico interno que incluye las tasas de crecimiento del PIB real y las tasas de crecimiento de los tipos de cambio efectivos reales (TCER). El modelo también controla por los efectos de desastres naturales y se basa en el supuesto de que todas las variables externas son exógenas para la pequeña economía interna y en la exogeneidad completa de los shocks de desastres naturales.

<sup>3</sup> Estos resultados concuerdan con Osterholm y Zettelmeyer (2008) donde se observa que los aumentos del crecimiento mundial se transmiten a América Latina en una proporción de aproximadamente uno a uno, y Cashin y Sosa (2013) donde se observa que un aumento del crecimiento en las economías avanzadas de 1 por ciento se traduce en un aumento del 1,5 del crecimiento real en los estados del Caribe oriental.

Gráfico 2.2.3

**OECO: Volatilidad del precio de la energía vs. inflación subyacente**

(Variación porcentual interanual)



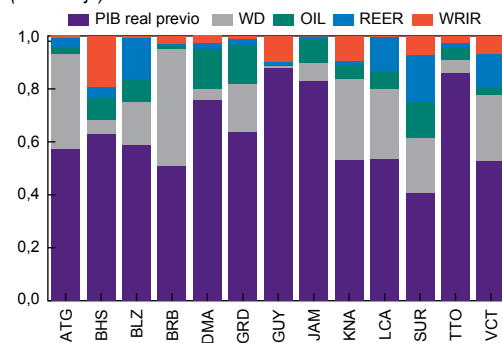
Fuentes: *Eastern Caribbean Central Bank Monthly Statistics* y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: OECO= Organización de los Estados del Caribe Oriental. La inflación subyacente excluye los alimentos y combustible; las ponderaciones se basan en la canasta de consumo de Santa Lucía.

Gráfico 2.2.4

**Descomposición de la varianza del PIB real**

(Porcentaje)



Fuentes: FMI, bases de datos de *Information Notice System* y del informe WEO; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95. PIB = crecimiento del PIB real previo. DM = demanda mundial que corresponde al crecimiento del PIB real de las economías avanzadas. PETR = la variación porcentual de los precios reales del petróleo, deflactada por los costos de producción del petróleo en Estados Unidos. TCER = la variación porcentual del tipo de cambio efectivo real. TIM = tasa de interés mundial que corresponde a la tasa de interés, la tasa interbancaria de oferta de Londres a seis meses (tasa LIBOR), promedio del período, deflactada por el IPC de las economías avanzadas.

**Recuadro 2.3**

**Integración financiera en América Latina**

El nivel de integración financiera regional en América Latina sigue siendo relativamente bajo (gráfico 2.3.1) y refleja en gran medida el débil desempeño del comercio, con respecto a su potencial (capítulo 4). Dada la sólida rentabilidad de intermediación financiera y los elevados diferenciales de las tasas de interés, junto con el bajo nivel de intermediación crediticia en la región, parece que instituciones financieras clave de América Latina —mientras continúan incrementando su tamaño y fuerza necesarios para una expansión transfronteriza— podrían aprovechar las favorables condiciones financieras para acceder a mercados en la región y cerrar las brechas de intermediación crediticia existentes (gráfico 2.3.2). De hecho, este potencial no realizado en el sector de los servicios financieros apunta a la existencia de amplias oportunidades para reforzar la integración financiera.

La integración financiera sigue estando limitada por una serie de obstáculos naturales e institucionales al acceso. La falta de instituciones financieras suficientemente grandes plantea el mayor obstáculo a la integración intrarregional. Los grupos bancarios colombianos, por ejemplo, tienen una presencia importante en América Central, pero siguen ausentes del mercado más grande de América del Sur. Recientemente algunas instituciones financieras brasileñas y administradores de activos colombianos han comenzado a realizar operaciones de fusiones y adquisiciones en el sector bancario, de fondos de pensiones y de seguros. Sin embargo, existen otros obstáculos que afectan tanto a las instituciones regionales como internacionales. Las diferencias culturales y lingüísticas, así como la falta de familiaridad con los mercados extranjeros han frenado la integración regional e internacional, especialmente para las

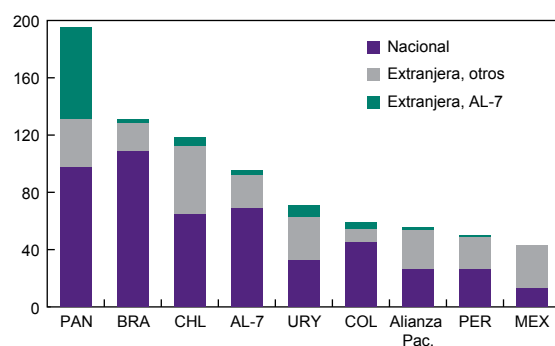
Gráfico 2.3.1

**Propiedad de bancos comerciales y activos administrados de fondos de pensiones de AL-7**

*La integración financiera regional a través de la presencia de bancos regionales y fondos de pensiones —los principales intermediarios financieros en América Latina— continúa siendo limitada en comparación con la gran proporción de activos en manos de instituciones internas y extranjeras (extra regionales). La entrada de bancos extranjeros en América Latina ha sido en gran medida el resultado de la historia de crisis financieras...*

**1. AL-7: Propiedad de bancos comerciales, 2014<sup>1</sup>**

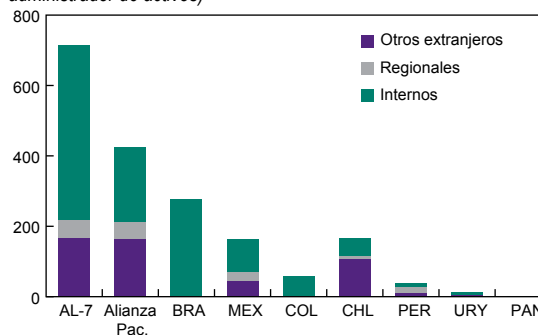
(Activos bancarios como porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales; Bureau van Dijk, y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países en la página 95. AL-7 = Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá, Perú y Uruguay. La Alianza del Pacífico está compuesta por Chile, Colombia, México y Perú.  
<sup>1</sup> Fines de 2014 o últimos datos disponibles. Los datos de algunos países pueden incluir estimaciones parciales según su disponibilidad. La definición de propiedad puede variar de un país a otro.

**2. AL-7: Activos administrados de fondos de pensiones, 2014<sup>1</sup>**

(Miles de millones de dólares de EE.UU., por tipo de propiedad del administrador de activos)



Fuentes: Autoridades nacionales; Bureau van Dijk, y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países en la página 95. AL-7 = Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá, Perú y Uruguay. La Alianza del Pacífico está compuesta por Chile, Colombia, México y Perú.  
<sup>1</sup> Fines de 2014 o últimos datos disponibles. Los datos de algunos países pueden incluir estimaciones parciales según su disponibilidad. La definición de propiedad puede variar de un país a otro.

Nota: Este recuadro fue preparado por Carlos Caceres y Alla Myrvoda (WHD).

Recuadro 2.3 (continuación)

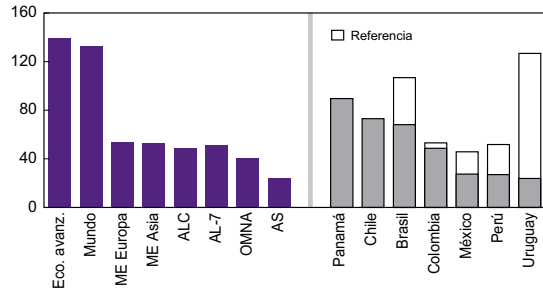
Gráfico 2.3.2

### Brecha de intermediación crediticia y rentabilidad

... y se ha visto inspirada en menor medida por el potencial no reconocido de la industria financiera nacional, evidenciado por el alto nivel de rentabilidad bancaria, los atractivos diferenciales de tasa de interés y la brecha de intermediación crediticia existente, ...

#### 1. Brecha de intermediación crediticia

(Crédito interno al sector privado, porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Mundial, WDI, "Emerging Issues in Financial Development", de 2014, y estimaciones y cálculos del personal técnico del FMI.

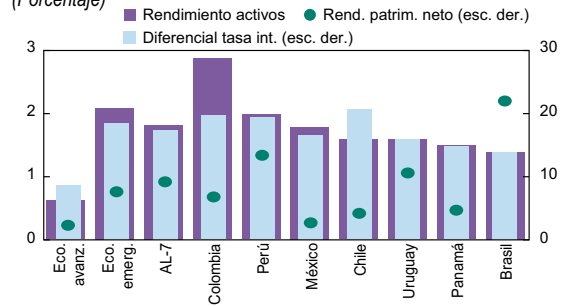
Nota: AL-7 = Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá, Perú y Uruguay.

Últimos datos disponibles. La muestra varía según la disponibilidad de datos. El nivel de referencia se basa en las proporciones utilizadas en las estimaciones de la brecha de crédito privado del Banco Mundial.

EM = Economías emergentes y en desarrollo. Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95.

#### 2. Rentabilidad

(Porcentaje)<sup>1</sup>



Fuentes: Autoridades nacionales; FMI, ISF, y estimaciones y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL-7 = Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá, Perú y Uruguay.

<sup>1</sup> Últimos datos disponibles. Diferencial de tasas de interés préstamo-depósito. La muestra varía según la disponibilidad de datos.

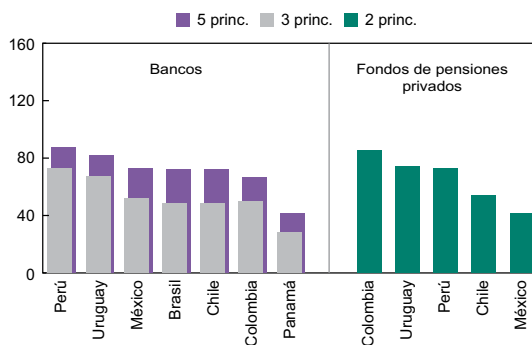
Gráfico 2.3.3

### Concentración de bancos y fondos de pensiones y asignaciones de activos de fondos de pensiones

... lo que en gran medida obedece a las barreras explícitas e implícitas de entrada, que incluyen una elevada concentración en mercados potencialmente oligopólicos y barreras regulatorias, como restricciones a las inversiones de los fondos de pensiones y compañías de seguros, entre otras.

#### 1. Concentración<sup>1</sup>

(Porcentaje de activos totales)

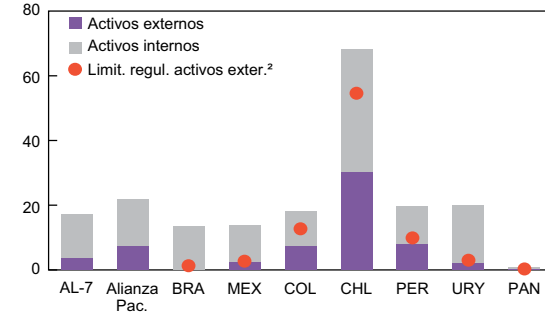


Fuentes: Autoridades nacionales; AOIS, y estimaciones y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> La disponibilidad de datos varía según el país.

#### 2. AL-7: Asignaciones de activos de fondos de pensiones, 2014<sup>1</sup>

(Activos como porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales; Bureau van Dijk, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países y regiones en la página 95. La Alianza del Pacífico está compuesta por Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>1</sup> Fines de 2014 o últimos datos disponibles. Los datos de algunos países pueden incluir estimaciones parciales según la disponibilidad.

<sup>2</sup> Límites reglamentarios sobre las tenencias de activos externos (como porcentaje del total de activos de fondos de pensiones) son los siguientes: Brasil (10%); Chile (80%); Colombia (40%–70%); México (20%); Panamá (45%); Perú (50%), y Uruguay (15%).

**Recuadro 2.3** *(conclusión)*

instituciones globales. Los bajos niveles de eficiencia, la escasa demanda de crédito debido a una historia de crisis financieras, el bajo nivel de educación financiera y las ineficiencias de los sistemas judiciales son otros obstáculos que también limitan la actividad transfronteriza.

La elevada concentración de la industria y las barreras de acceso han limitado las oportunidades para realizar fusiones y adquisiciones e inversiones totalmente nuevas, mientras que las barreras regulatorias frenan la actividad transfronteriza. En muchos países de América Latina, la mayor parte de los activos del sector bancario se concentra en los tres bancos más grandes, y la mayor parte de los activos de la industria, en los dos fondos de pensiones más importantes. Muchos países solo permiten realizar operaciones a través de filiales, limitando así los efectos de contagio a través de las actividades de las filiales extranjeras. Algunos países restringen la propiedad de instituciones financieras nacionales por parte de entidades extranjeras, como en el caso de Brasil, donde el acceso de los bancos extranjeros está sujeto a aprobación presidencial. Las normas regulatorias y contables divergentes, como los diferentes niveles de implementación de las normas de Basilea relativas a los bancos y la regulación relacionada con la solvencia de las compañías de seguros, imponen costos de cumplimiento adicionales en algunas jurisdicciones. Además, los bajos límites reglamentarios sobre las tenencias de acciones y otras participaciones externas en el capital para los fondos de pensiones y compañías de seguros reducen la integración de los mercados de capital y dañan la asignación óptima de la cartera, dado el tamaño reducido y la oferta limitada de títulos en los mercados de capitales nacionales (gráfico 2.3.3). La integración de los mercados de capitales también se ve afectada por la falta de tratados de doble imposición en algunos países, así como los desalineamientos en los regímenes tributarios.

La armonización de los marcos regulatorios basados en las mejores prácticas podría afianzar la estabilidad y el desempeño de los sistemas financieros y fomentar la integración financiera regional. Las medidas prudenciales adoptadas en respuesta a crisis anteriores y el bajo nivel de integración ayudaron a proteger a los sistemas financieros de América Latina de la crisis financiera mundial. Sin embargo, este bajo nivel también reduce el crecimiento a largo plazo. Los países deberían avanzar en la implementación de las normas internacionales de regulación (como las recomendaciones del CBSB, la OICV y la IASA) y contabilidad (por ejemplo, las NIIF). Los acuerdos intrarregionales (por ejemplo, la Alianza del Pacífico) también podrían facilitar los flujos financieros transfronterizos. Mercados financieros más profundos probablemente se traducirían en mercados más líquidos, lo que reduciría los costos y aumentaría la diversificación de la cartera y las oportunidades de inversión. Marcos de supervisión más sólidos y mejor coordinados podrían fomentar la integración regional y mitigar los riesgos.

## Recuadro 2.4

**Desigualdad y boom de las materias primas en América Latina**

América Latina tiene la mayor desigualdad del ingreso del mundo (gráfico 2.4.1). Existe una mayor concentración del ingreso en los deciles superiores de la distribución del ingreso en América Latina, mientras que el 60 por ciento inferior de las personas solo posee aproximadamente el 20 por ciento del ingreso agregado. En el resto del mundo, el 60 por ciento inferior de la distribución del ingreso posee aproximadamente un 30 por ciento del ingreso agregado. Honduras muestra la mayor proporción del ingreso del decil superior (más del 40 por ciento), seguido de cerca por Nicaragua, Colombia, Brasil, Chile, Paraguay y México (en todos los casos cerca del 40 por ciento). La desigualdad persistente de América Latina se ha relacionado con: 1) la existencia de elites poderosas, 2) imperfecciones en los mercados de capitales, 3) desigualdad de oportunidades (en particular, en términos de acceso a una educación de alta calidad), 4) segmentación del mercado laboral (por ejemplo, a causa de la informalidad) y 5) discriminación contra las personas que no son blancas y las mujeres (véase el relevamiento de Cornia, 2013).

Como aspecto positivo, América Latina fue la única región que registró una caída de la desigualdad en la década de 2000. La desigualdad se redujo en una amplia gama de países: grandes, pequeños, de América Central y de América del Sur (gráfico 2.4.2). Todo indica que hay dos factores que impulsaron esta caída: 1) una reducción de la prima salarial por cualificación (*skill premium*), y 2) la aplicación de programas de transferencias mejores y más generosos (López-Calva y Lustig, 2010; López-Calva, Lustig y Ortiz-Juárez, 2013).

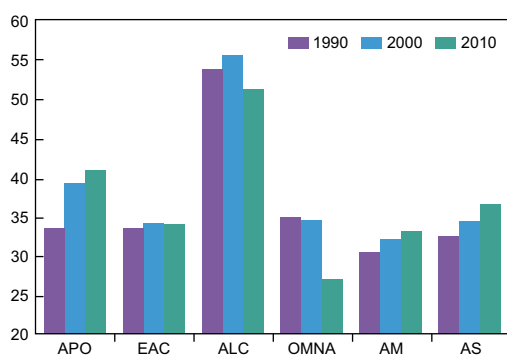
Todo indica que existe un vínculo entre la caída de la desigualdad y los booms de precios de las materias primas en América Latina. Al parecer, la reducción en la década de 2000 fue mayor en los países exportadores de materias primas, como Argentina, Bolivia, Brasil, Chile y Ecuador. Regresiones con datos de panel que se remontan a la década de 1980 y corresponden a 154 países también muestran que un aumento del 1 por ciento en los precios de las materias primas en América Latina corresponde a una reducción del 0,5 por ciento en la desigualdad, según el coeficiente de Gini.

Es posible que los booms de las materias primas en América Latina estén afectando la distribución del ingreso, mediante la reducción de la prima salarial por cualificación y el aumento de la capacidad fiscal para transferencias

Gráfico 2.4.1

**Distribución del ingreso en el mundo**

(Coeficientes de Gini, promedio ponderado por población)



Fuente: PovcalNet, la herramienta en línea para la medición de la pobreza desarrollada por el Grupo de Investigación del Desarrollo del Banco Mundial.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países en la página 95.

Gráfico 2.4.2

**América Latina: Reducción de la desigualdad**

(Diferencia en índice de Gini 2000–13, el color violeta indica los países exportadores de materias primas)



Fuente: SEDLAC (CEDLAS y Banco Mundial).

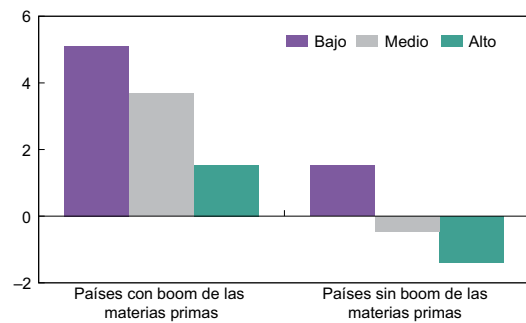
Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de los países en la página 95.

**Recuadro 2.4 (conclusión)**

sociales. Los países que registraron booms de las materias primas muestran mayores aumentos de los salarios reales para todos los sectores y capacidades —en especial en el caso de los trabajos no calificados— que los países que no registraron booms (gráfico 2.4.3). En relación con la prima salarial por cualificación en sí, el aumento del precio de las materias primas podría generar una reasignación de factores a favor de los sectores en los que la prima por cualificación es menor, por ejemplo, el sector que produce la materia prima o los sectores de construcción y transporte, que pueden experimentar un crecimiento elevado, asociado con el boom de las materias primas. También podría generarse un mayor nivel de recaudación fiscal en los países beneficiados por el boom de las materias primas (*Perspectivas económicas: Las Américas*, abril de 2015), lo que generaría un mayor nivel de gasto en transferencias sociales que reducen la desigualdad (gráfico 2.4.4). En los estudios recientes sobre este tema en los cuales se separa la contribución de estos factores a la disminución de la desigualdad, se observa que la razón principal es la reducción de la desigualdad de los ingresos laborales (Banco Mundial, 2015).

Gráfico 2.4.3

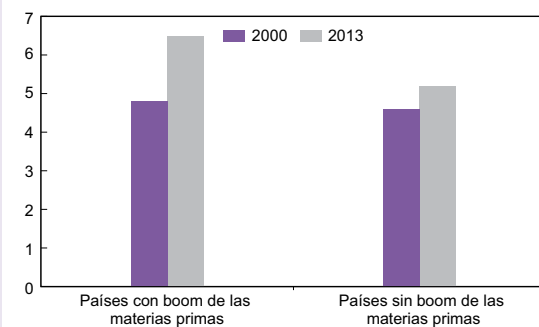
**Crecimiento del salario real anualizado por nivel educativo**  
(Porcentaje)



Fuente: SEDLAC (CEDLAS y Banco Mundial).

Gráfico 2.4.4

**Promedio de las transferencias del gobierno en América Latina**  
(Porcentaje del PIB)



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

Nota: Este recuadro fue preparado por Ravi Balakrishnan y Marika Santoro.

Cuadro 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)				
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
			Est.	Proyecciones				Est.	Proyecciones			Est.	Proyecciones		
<b>América del Norte</b>															
Canadá	1,9	2,0	2,4	1,0	1,7	1,0	1,0	1,9	1,1	2,0	-3,3	-3,0	-2,1	-2,9	-2,3
México	4,0	1,4	2,1	2,3	2,8	3,6	4,0	4,1	2,6	3,0	-1,4	-2,4	-1,9	-2,4	-2,0
Estados Unidos	2,2	1,5	2,4	2,6	2,8	1,8	1,3	0,6	0,9	1,4	-2,8	-2,3	-2,2	-2,6	-2,9
<b>América del Sur</b>															
Argentina <sup>3</sup>	0,8	2,9	0,5	0,4	-0,7	10,8	10,9	23,9	19,3	26,4	-0,3	-0,8	-1,0	-1,8	-1,6
Bolivia	5,1	6,8	5,5	4,1	3,5	4,5	6,5	5,2	4,2	5,0	7,2	3,4	0,0	-4,5	-5,0
Brasil	1,8	2,7	0,1	-3,0	-1,0	5,8	5,9	6,4	9,3	5,5	-3,5	-3,8	-4,4	-4,0	-3,8
Chile	5,5	4,3	1,9	2,3	2,5	1,5	2,8	4,6	4,2	3,5	-3,6	-3,7	-1,2	-0,7	-1,6
Colombia	4,0	4,9	4,6	2,5	2,8	2,4	1,9	3,7	4,2	3,3	-3,1	-3,3	-5,2	-6,2	-5,3
Ecuador	5,2	4,6	3,8	-0,6	0,1	4,2	2,7	3,7	3,7	2,5	-0,2	-1,0	-0,6	-2,6	-2,8
Guyana	4,8	5,2	3,8	3,2	4,9	3,5	0,9	1,2	1,0	3,5	-11,6	-13,3	-15,6	-14,9	-18,9
Paraguay	-1,2	14,2	4,4	3,0	3,8	4,0	3,7	4,2	3,8	4,5	-0,9	2,2	0,1	-2,0	-1,9
Perú	6,0	5,8	2,4	2,4	3,3	2,6	2,9	3,2	3,3	2,5	-2,7	-4,2	-4,0	-3,7	-3,8
Suriname	3,1	2,8	1,8	1,5	0,5	4,4	0,6	3,9	5,2	3,2	3,3	-3,9	-7,4	-9,4	-7,8
Uruguay	3,3	5,1	3,5	2,5	2,2	7,5	8,5	8,3	9,0	7,9	-5,0	-4,9	-4,4	-3,7	-3,7
Venezuela	5,6	1,3	-4,0	-10,0	-6,0	20,1	56,2	68,5	190,0	210,0	3,7	2,4	5,3	-3,0	-1,9
<b>América Central</b>															
Belice	3,8	1,5	3,6	2,2	3,2	0,8	1,6	-0,2	0,7	1,7	-1,2	-4,4	-7,6	-6,3	-7,1
Costa Rica	5,2	3,4	3,5	3,0	4,0	4,6	3,7	5,1	2,1	4,0	-5,3	-5,0	-4,9	-3,8	-3,9
El Salvador	1,9	1,8	2,0	2,3	2,5	0,8	0,8	0,5	-1,0	2,0	-5,4	-6,5	-4,7	-2,6	-2,9
Guatemala	3,0	3,7	4,2	3,8	3,7	3,4	4,4	2,9	2,8	3,3	-2,6	-2,5	-2,4	-1,7	-1,9
Honduras	4,1	2,8	3,1	3,5	3,6	5,4	4,9	5,8	4,7	5,2	-8,5	-9,5	-7,4	-6,5	-6,4
Nicaragua	5,1	4,5	4,7	4,0	4,2	6,6	5,7	6,5	5,7	7,0	-10,6	-11,1	-7,1	-6,6	-7,0
Panamá <sup>4</sup>	10,8	8,4	6,2	6,0	6,3	4,6	3,7	1,0	3,0	2,0	-9,8	-12,2	-12,0	-9,8	-9,6
<b>El Caribe</b>															
Antigua y Barbuda	3,6	1,5	4,2	2,2	2,1	1,8	1,1	1,3	0,5	1,6	-14,6	-14,8	-14,5	-10,5	-10,2
Bahamas, Las	2,2	0,0	1,0	1,2	2,2	0,7	1,0	0,2	1,6	1,3	-18,3	-17,7	-22,2	-12,9	-8,9
Barbados	0,3	0,0	0,2	1,0	1,1	2,4	1,1	2,3	0,6	1,1	-9,3	-9,3	-8,5	-4,8	-4,6
Dominica	-1,3	0,6	3,9	2,8	3,3	1,2	-0,4	0,5	0,8	0,3	-18,8	-13,3	-13,1	-12,8	-18,9
República Dominicana	2,6	4,8	7,3	5,5	4,5	3,9	3,9	1,6	2,0	3,5	-6,6	-4,1	-3,2	-2,4	-2,5
Granada	-1,2	2,3	5,7	3,4	2,4	1,8	-1,2	-0,6	0,3	2,2	-21,1	-23,2	-15,5	-13,7	-13,1
Haití <sup>5</sup>	2,9	4,2	2,7	2,5	3,2	6,5	4,5	5,3	10,3	5,9	-5,7	-6,3	-6,3	-4,3	-3,4
Jamaica	-0,5	0,2	0,4	1,1	2,1	8,0	9,5	4,0	6,1	6,8	-10,7	-8,7	-7,4	-4,6	-2,9
Saint Kitts y Nevis	-0,9	6,2	6,1	5,0	3,5	0,1	1,0	0,6	-2,2	1,7	-9,8	-6,6	-7,6	-12,6	-18,6
Santa Lucía	-1,1	0,1	0,5	1,8	1,4	5,0	-0,7	3,7	0,5	3,7	-13,5	-11,2	-6,7	-6,6	-7,0
San Vicente y las Granadinas	1,3	2,3	-0,2	2,1	2,5	1,0	0,0	0,1	0,5	1,6	-27,6	-30,9	-29,6	-26,9	-25,1
Trinidad y Tobago	1,4	1,7	0,8	1,0	1,4	7,2	5,6	8,5	7,8	5,9	3,4	7,0	5,7	0,7	-0,8
<b>Partidas informativas:</b>															
<b>América Latina y el Caribe (ALC)</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>5,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,2</b>	<b>12,0</b>	<b>10,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,0</b>
Países de ALC financieramente integrados <sup>6</sup>	4,1	4,0	2,4	1,5	2,1	3,9	4,3	5,0	5,4	4,3	-3,2	-3,7	-3,5	-3,5	-3,4
Otros países exportad. de materias primas <sup>7</sup>	3,1	6,0	2,0	-0,6	0,1	8,2	17,3	20,4	50,4	55,5	1,9	1,2	0,7	-2,8	-2,6
CAPRD <sup>8</sup>	4,7	4,2	4,4	4,0	4,1	4,2	3,9	3,3	2,8	3,9	-7,0	-7,3	-6,0	-4,8	-4,9
El Caribe Economías dependientes del turismo <sup>9</sup>	0,3	1,5	2,4	2,3	2,3	2,4	1,2	1,3	1,0	2,3	-16,0	-15,1	-13,9	-11,7	-12,1
Países exportadores de materias primas <sup>10</sup>	3,3	2,8	2,5	2,0	2,5	4,0	2,2	3,3	3,7	3,6	-1,5	-3,6	-6,3	-7,5	-8,6
Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) <sup>11</sup>	0,4	1,7	2,7	2,5	2,2	2,1	0,1	1,2	0,1	2,0	-17,2	-16,8	-14,3	-12,9	-12,9

Fuentes: FMI, 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 IPC excluyen Argentina. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 16 de septiembre de 2015.<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> Véanse más detalles sobre los datos de Argentina en el apéndice 2.1.<sup>4</sup> Los coeficientes con respecto al PIB se basan en las series del PIB con "el año base 1996".<sup>5</sup> Datos correspondientes al año fiscal.<sup>6</sup> Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.<sup>7</sup> Promedio simple de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela. Las series del IPC excluyen Argentina.<sup>8</sup> Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.<sup>9</sup> Promedio simple de Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los Estados miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.<sup>10</sup> Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.<sup>11</sup> La Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés) 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 2.2. Hemisferio Occidental: Principales indicadores fiscales<sup>1</sup>**

	Gasto primario del sector público (Porcentaje del PIB)					Balance primario del sector público (Porcentaje del PIB)					Deuda bruta del sector público <sup>22</sup> (Porcentaje del PIB)				
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
			Est.	Proyecciones				Est.	Proyecciones			Est.	Proyecciones		
<b>América del Norte</b>															
Canadá	37,7	37,4	36,3	36,6	36,4	-2,5	-2,3	-1,3	-1,3	-1,0	87,9	87,7	87,9	90,4	89,4
México <sup>2</sup>	25,1	25,5	25,4	25,3	24,1	-1,2	-1,2	-1,9	-1,2	-0,5	43,2	46,4	49,8	52,0	52,1
Estados Unidos <sup>3</sup>	34,5	33,7	33,1	33,4	33,2	-5,7	-2,7	-2,0	-1,8	-1,5	102,5	104,8	104,8	104,9	106,0
<b>América del Sur</b>															
Argentina <sup>4</sup>	32,0	34,1	36,5	37,9	37,3	-0,5	-0,7	-1,0	-2,5	-2,2	37,3	40,2	45,3	52,1	55,1
Bolivia <sup>5</sup>	35,0	37,5	42,3	39,4	37,2	2,8	1,6	-2,4	-4,3	-4,6	33,3	32,5	33,0	38,0	41,9
Brasil <sup>6</sup>	31,5	32,5	33,9	33,1	34,6	2,0	1,8	-0,6	-0,4	-0,9	63,5	62,2	65,2	69,9	74,5
Chile	23,1	23,3	24,3	25,5	26,0	0,8	-0,4	-1,4	-3,1	-1,6	12,0	12,8	15,1	18,1	20,0
Colombia <sup>7</sup>	25,6	26,4	26,9	26,5	26,2	1,6	1,2	0,3	-0,2	0,0	34,1	37,8	44,3	50,9	48,9
Ecuador	39,6	43,0	43,2	35,6	35,3	-0,2	-3,6	-4,3	-3,7	-1,6	21,7	26,0	31,3	37,4	40,4
Guyana <sup>8</sup>	30,2	29,2	32,9	32,3	29,8	-3,9	-3,5	-4,4	-3,7	-2,9	62,5	57,3	65,8	70,2	70,2
Paraguay	24,7	22,8	22,8	23,2	22,8	-1,1	-0,7	0,3	-0,6	-0,1	16,2	16,8	19,0	22,5	24,2
Perú	19,2	20,5	21,5	21,5	21,6	3,0	1,7	0,6	-1,0	-1,2	21,2	20,3	20,7	22,4	24,6
Suriname <sup>9</sup>	28,0	30,1	27,8	29,0	27,1	-2,9	-5,4	-4,3	-7,8	-3,5	21,6	30,2	26,9	36,9	40,9
Uruguay <sup>10</sup>	27,9	29,1	29,3	28,8	28,9	-0,2	0,4	-0,6	0,0	0,1	57,9	60,2	61,3	64,1	65,3
Venezuela	37,3	35,0	39,8	39,4	39,1	-13,8	-11,6	-11,3	-21,3	-22,9	44,3	52,1	51,8	53,0	44,1
<b>América Central</b>															
Belice <sup>8</sup>	25,1	27,9	30,4	30,1	28,2	1,3	-0,2	-1,2	-2,6	-1,2	75,0	75,2	75,3	77,2	99,9
Costa Rica <sup>8</sup>	16,0	16,6	16,7	16,5	16,5	-2,3	-2,9	-3,1	-2,8	-1,9	35,2	36,3	39,7	44,0	46,3
El Salvador <sup>11</sup>	19,6	19,6	19,0	19,8	19,9	-1,7	-1,2	-1,0	-1,5	-1,4	55,2	55,3	56,8	59,8	62,1
Guatemala <sup>8</sup>	12,5	12,2	11,9	11,3	11,8	-0,9	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	24,3	24,6	24,3	24,8	25,5
Honduras	25,4	28,5	26,6	25,4	24,8	-4,3	-7,1	-3,8	-1,3	-0,4	34,7	45,3	45,7	48,4	50,1
Nicaragua <sup>11</sup>	23,2	23,7	23,9	24,4	24,9	0,5	-0,2	-0,7	-0,6	-0,8	28,6	29,8	29,5	30,6	31,5
Panamá <sup>12</sup>	24,5	25,1	24,6	24,2	23,9	0,0	-0,5	-1,7	-1,7	-1,2	42,6	41,7	45,6	47,5	47,5
<b>El Caribe</b>															
Antigua y Barbuda <sup>13</sup>	18,7	20,5	20,3	27,4	16,2	1,1	-1,7	-0,2	-6,6	5,2	87,1	95,5	98,2	105,5	101,1
Bahamas, Las <sup>8</sup>	20,0	19,3	17,9	17,7	17,9	-2,0	-3,0	-0,8	1,0	1,1	48,4	56,3	60,9	62,1	62,2
Barbados <sup>14</sup>	39,6	41,1	37,4	37,5	37,2	-4,0	-6,7	-2,0	-0,9	0,1	84,6	95,9	100,7	103,3	105,3
Dominica <sup>13</sup>	33,9	31,0	31,4	30,8	30,8	-3,4	-1,0	-1,5	-1,3	-1,4	72,6	74,7	76,4	77,8	79,3
República Dominicana <sup>11</sup>	17,8	15,8	15,6	15,4	16,1	-4,2	-1,2	-0,5	2,3	-1,5	30,5	34,6	35,0	33,3	34,6
Granada <sup>13</sup>	23,3	24,8	25,6	21,7	19,4	-2,5	-3,9	-1,1	2,1	3,5	103,3	106,7	100,5	90,3	85,9
Haití <sup>8</sup>	27,8	27,6	24,9	22,3	21,2	-4,4	-6,7	-5,9	-2,3	-1,3	16,5	21,4	26,6	26,5	26,5
Jamaica <sup>13</sup>	20,4	19,5	18,8	20,1	19,9	5,4	7,6	7,5	7,6	7,5	145,3	139,7	135,7	124,8	120,5
Saint Kitts y Nevis <sup>13</sup>	25,4	29,2	29,7	30,1	28,7	10,8	16,0	12,2	7,0	0,5	137,3	102,9	79,9	74,5	68,8
Santa Lucía <sup>13</sup>	30,5	27,4	25,3	25,1	25,0	-5,8	-2,1	0,2	0,0	-0,2	73,7	78,6	79,4	81,7	83,2
San Vicente y las Granadinas <sup>13</sup>	26,4	28,8	29,8	30,1	28,8	-0,3	-4,1	-1,5	-2,8	-1,1	72,0	74,3	76,7	77,0	78,8
Trinidad y Tobago <sup>15</sup>	32,1	33,8	33,6	34,1	34,6	1,4	-0,4	-2,4	-4,3	-5,3	40,7	39,1	39,3	43,9	50,6
<b>Partidas informativas:</b>															
<b>América Latina y el Caribe (ALC)</b>	<b>29,1</b>	<b>29,7</b>	<b>30,6</b>	<b>30,0</b>	<b>29,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>47,9</b>	<b>48,7</b>	<b>51,9</b>	<b>54,8</b>	<b>56,3</b>
Países de ALC financieramente integrados <sup>16</sup>	25,4	26,2	26,9	26,8	26,9	1,0	0,6	-0,6	-0,9	-0,7	38,6	40,0	42,7	46,2	47,6
Otros países exportadores de materias primas <sup>17</sup>	33,7	34,5	36,9	35,8	34,3	-2,5	-3,0	-3,8	-6,5	-6,3	30,6	33,5	36,1	40,6	41,1
CAPRD <sup>18</sup>	19,9	20,2	19,8	19,6	19,7	-1,8	-2,0	-1,6	-0,8	-1,1	35,9	38,2	39,5	41,2	42,5
<b>El Caribe</b>															
Economías dependientes del turismo <sup>19</sup>	26,5	26,9	26,3	26,7	24,9	-0,1	0,1	1,4	0,7	1,7	91,6	91,6	89,8	88,6	87,2
Países exportadores de materias primas <sup>20</sup>	28,9	30,2	31,2	31,4	29,9	-1,0	-2,4	-3,1	-4,6	-3,2	49,9	50,4	51,8	57,0	65,4
Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) <sup>13,21</sup>	26,3	27,2	26,7	28,1	24,5	-0,4	0,1	1,3	-0,9	1,5	85,9	85,0	82,8	82,3	80,4

Fuentes: FMI, 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 16 de septiembre de 2015.

<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 incluir 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> Gobierno federal y provincias; incluye intereses pagados en base al criterio de caja. El balance y el gasto primario incluyen el gobierno federal y las provincias. La deuda bruta corresponde al gobierno federal solamente.

<sup>5</sup> Sector público no financiero, excluidas las operaciones de las sociedades de economía mixta nacionalizadas en los sectores de hidrocarburos y electricidad.

<sup>6</sup> Sector público no financiero, excluido 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. 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 reporte 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>7</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>8</sup> Corresponde solo al gobierno central. La deuda bruta de Belice incluye la deuda pública y la deuda pública garantizada.

<sup>9</sup> El gasto primario de Suriname excluye préstamos netos. Los datos de la deuda se refieren a la deuda pública del gobierno central y a la deuda pública garantizada.

<sup>10</sup> Sector público consolidado.

<sup>11</sup> Gobierno general.

<sup>12</sup> Los coeficientes respecto del PIB se basan en las series del PIB con el año base 1996. Los datos fiscales corresponden al sector público no financiero, excluida la Autoridad del Canal de Panamá.

<sup>13</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>14</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 de NIS).

<sup>15</sup> Para gasto primario se reporta el gobierno central. Para balance primario y deuda bruta, el sector público consolidado.

<sup>16</sup> Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

<sup>17</sup> Promedio simple de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela.

<sup>18</sup> Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

<sup>19</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>20</sup> Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.

<sup>21</sup> La Unión Monetaria del Caribe Oriental (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.

<sup>22</sup> Para Ecuador, la deuda pública incluye el saldo pendiente de los adelantos de venta de petróleo.

Cuadro 2.3. Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2005-14<sup>1</sup>

	2005-2014 Promedio										2014		Últimos disponibles	
	PIB <sup>2</sup> (US\$, miles de mil millones)	Población (Millones)	PIB per cápita (\$PPA)	Proporc. del producto nominal de ALC <sup>2</sup> (Porcent.)	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	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> de Gini <sup>6</sup>	Coefficiente de Gini <sup>6</sup>	Calificación del crédito soberano <sup>7</sup>
<b>América del Norte</b>														
Canadá	1.785,4	35,5	44.967	—	1,9	1,8	-1,3	22,4	64,1	4,2	6,9	—	31,3	AAA
México	1.291,1	119,7	17.960	22,3	2,5	4,1	-1,3	21,4	60,6	14,8	4,8	11,4	49,1	BBB+
Estados Unidos	17.348,1	319,1	54.370	—	1,5	2,1	-3,7	17,0	28,4	0,8	6,2	—	47,6	AAA
<b>América del Sur</b>														
Argentina <sup>8</sup>	543,1	42,6	22.302	9,4	5,1	11,2	0,7	20,1	33,4	5,4	7,3	5,0	42,0	SD
Bolivia	33,2	11,3	6.224	0,6	5,0	6,2	5,9	24,8	72,7	40,8	4,0	14,4	46,5	BB
Brasil	2.346,6	202,8	16.155	40,5	3,4	5,4	-1,8	18,3	24,2	15,4	4,8	9,4	52,3	BBB-
Chile	258,0	17,8	23.057	4,4	4,3	3,6	0,1	22,8	70,8	15,7	6,4	2,0	50,8	AA-
Colombia	377,9	47,7	13.480	6,5	4,8	4,0	-2,8	20,2	35,6	12,3	9,1	15,2	53,4	BBB
Ecuador	100,5	16,0	11.303	1,7	4,4	4,2	0,7	26,7	60,5	3,5	3,8	10,5	46,2	B
Guayana	3,1	0,8	6.921	0,1	3,9	5,0	-11,8	7,1	132,9	21,8	—	—	—	—
Paraguay	30,2	6,9	8.476	0,5	5,0	6,2	1,2	17,2	102,1	22,1	5,5	8,3	52,6	BB
Perú	202,6	31,4	11.860	3,5	6,1	2,9	-1,4	22,3	50,7	30,2	6,0	10,0	45,3	BBB+
Suriname	5,2	0,6	16.261	0,1	4,1	7,8	3,8	—	104,0	11,0	8,9	—	—	BB-
Uruguay	57,5	3,4	21.065	1,0	5,4	7,5	-2,8	17,8	55,1	30,5	6,6	2,3	41,3	BBB
Venezuela	206,3	30,5	17.759	3,6	3,7	30,9	7,5	31,1	58,1	3,4	7,0	11,5	40,4	CCC
<b>América Central</b>														
Belize	1,7	0,4	8.333	0,0	2,7	2,0	-5,2	11,9	125,6	28,7	11,1	—	—	B-
Costa Rica	49,6	4,8	14.919	0,9	4,6	7,6	-5,1	17,2	67,1	14,6	8,2	4,6	48,5	BB+
El Salvador	25,2	6,4	8.060	0,4	1,9	2,9	-4,6	10,2	65,2	9,7	5,5	12,7	41,8	B+
Guatemala	58,7	15,9	7.550	1,0	3,7	5,5	-3,0	13,3	62,9	12,0	4,5	40,7	52,2	BB
Honduras	19,5	8,3	4.746	0,3	3,8	6,4	-7,3	18,9	90,5	17,6	4,5	39,6	57,2	B
Nicaragua	11,8	6,2	4.790	0,2	3,8	8,7	-11,6	15,8	94,8	19,3	6,8	29,3	45,7	B
Panamá	43,8	3,9	19.546	0,8	8,5	4,1	-8,9	16,6	75,4	9,2	4,8	9,9	51,9	BBB
<b>El Caribe</b>														
Bahamas, Las	8,5	0,4	25.075	0,1	0,6	1,9	-14,2	13,0	95,9	10,3	14,6	—	—	BBB
Barbados	4,4	0,3	16.365	0,1	0,9	5,1	-8,7	7,0	98,1	14,5	12,7	—	—	B
República Dominicana	64,1	9,9	14.014	1,1	5,8	5,5	-5,3	20,2	58,9	7,6	6,4	13,9	47,4	B+
Haití	8,7	10,5	1.757	0,2	2,1	8,2	-3,1	25,6	65,4	22,0	—	—	—	B+
Jamaica	13,7	2,8	8.610	0,2	2,1	9,9	-11,1	12,4	90,4	18,0	15,3	—	—	B-
Trinidad y Tobago	28,9	1,4	32.170	0,5	2,7	8,0	17,3	32,6	80	41,2	3,3	—	—	A-
Unión Monetaria del Caribe Oriental	5,7	0,6	15.587	0,1	1,6	2,7	-20,0	8,4	97,2	24,1	—	—	—	—
Antigua y Barbuda	1,2	0,1	22.998	0,0	1,7	2,2	-18,2	11,7	110,7	23,8	—	—	—	—
Dominica	0,5	0,1	11.163	0,0	2,1	1,9	-18,0	-0,2	87,8	19,4	—	—	—	—
Grenada	0,9	0,1	12.477	0,0	1,7	2,6	-24,9	1,8	78,6	18,6	—	—	—	—
Saint Kitts y Nevis	0,9	0,1	21.474	0,0	2,3	3,4	-15,6	20,1	86,7	38,4	—	—	—	—
Santa Lucía	1,4	0,2	11.644	0,0	0,9	3,0	-17,8	11,1	106,0	18,3	—	—	—	—
San Vicente y las Granadinas	0,7	0,1	10.684	0,0	1,1	3,1	-27,8	-1,6	86,7	21,6	—	—	—	B-
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>5.793,3</b>	<b>602,9</b>	<b>15.551</b>	<b>100,0</b>	<b>3,7</b>	<b>6,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>20,4</b>	<b>43,1</b>	<b>14,4</b>	<b>—</b>	<b>11,3</b>	<b>49,6</b>	<b>—</b>

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, informe WEO; Banco Interamericano de Desarrollo (BID); autoridades nacionales; Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDLAC, por sus siglas en inglés); y Banco Mundial), y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> 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 Argentina. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 16 de septiembre de 2015.

<sup>2</sup> A tipos de cambio de mercado.

<sup>3</sup> Fin de período, variación porcentual a 12 meses.

<sup>4</sup> Exportaciones más importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB.

<sup>5</sup> Últimos datos disponibles en *International Financial Statistics* del FMI.

<sup>6</sup> 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 2013 o 2014, aunque la correspondiente a Nicaragua (2009) es menos reciente. La tasa de pobreza está dada por la proporción de la población que gana menos de US\$2,50 diarios. Para Venezuela, la tasa de pobreza se define como el porcentaje de la población en extrema pobreza por definición nacional (INE). Índice de Gini calculado por el Banco Mundial utilizando datos agrupados para cada país. Para Venezuela, el índice de Gini se basa en estadísticas oficiales (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.

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

<sup>8</sup> Véanse más detalles sobre los datos de Argentina en el anexo 2.1.

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

Las cifras de PIB para Argentina son los datos oficiales declarados, revisados en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013 el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 instó a Argentina a adoptar medidas específicas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI dentro de un calendario especificado. El 3 de junio de 2015, el Directorio Ejecutivo reconoció el diálogo en curso con las autoridades argentinas y el progreso observado en remediar las imprecisiones en el suministro de estadísticas desde 2013, pero determinó que algunas medidas específicas requeridas para fines de febrero de 2015 aún no habían sido implementadas por completo. El Directorio Ejecutivo examinará esta cuestión a más tardar el 15 de julio de 2016 conforme a los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

A partir de diciembre de 2013, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las

diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial* no se presentan los datos sobre la inflación del IPC promedio para 2014. Tras una declaración de censura emitida por el FMI el 1 de febrero de 2013, la divulgación pública de un nuevo IPC nacional a más tardar a fines de marzo de 2014 fue una de las medidas especificadas en la decisión del Directorio Ejecutivo del FMI de diciembre de 2013 en la que se solicitaba a Argentina que abordara la calidad de los datos oficiales de su IPC. El 3 de junio de 2015, el Directorio Ejecutivo reconoció el diálogo en curso con las autoridades argentinas y el progreso observado en remediar las imprecisiones en el suministro de estadísticas desde 2013, pero determinó que algunas medidas específicas requeridas para fines de febrero de 2015 aún no habían sido implementadas por completo. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar esta cuestión a más tardar el 15 de julio de 2016 conforme a los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

### 3. Subir o no subir la tasa: ¿Puede elegir América Latina? Evaluando la autonomía de la política monetaria

*Mientras América Latina experimenta una fuerte desaceleración económica, el fortalecimiento de la economía en Estados Unidos crea el marco para que la Reserva Federal continúe normalizando la orientación de su política monetaria. En este capítulo se cuantifica el impacto probable y los posibles riesgos para las condiciones financieras internas de América Latina y se analiza en qué medida sus bancos centrales podrán mantener las tasas alineadas con sus objetivos internos. También se explora qué políticas pueden contribuir a elevar el grado de autonomía monetaria en el futuro.*

Al fortalecerse las perspectivas económicas de Estados Unidos, la Reserva Federal se prepara para elevar las tasas de política monetaria por primera vez en casi una década. Después de varios años de tasas de referencia que se mantienen en el límite inferior cero, operaciones no convencionales y niveles mínimos históricos de las tasas a largo plazo y las primas por plazo, existe inquietud entre muchos analistas de mercado y autoridades acerca de las consecuencias mundiales de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos.

Aunque la próxima normalización de la política monetaria de Estados Unidos refleja primordialmente una mejora en la actividad económica de ese país, y se trata de una de las medidas de política monetaria más analizadas y anticipadas de la historia reciente —de lo que se infiere que en gran medida los participantes del mercado ya la han incorporado en los precios—, aún podría generar perturbaciones repentinas en los mercados financieros mundiales. Primero, el movimiento de tasas por parte de la Reserva Federal puede inducir a que los agentes revisen al alza sus expectativas acerca de la trayectoria futura de las tasas a corto plazo de Estados Unidos, elevando a su vez los rendimientos a largo

plazo. Segundo, el despegue de las tasas podría estar acompañado de incertidumbre acerca de la trayectoria futura de las tasas y una mayor aversión al riesgo, factores ambos que comúnmente afectan las primas por plazo a nivel mundial.

Ese cambio prospectivo de las condiciones mundiales encuentra a América Latina en medio de una persistente desaceleración de su actividad económica y un creciente desempleo. Aunque parte de esa desaceleración responde a factores estructurales, hoy se estima que muchas economías de la región están funcionando por debajo de su potencial. Por ende, en la medida en que las expectativas inflacionarias estén debidamente ancladas, parecería apropiado mantener las condiciones monetarias en un nivel neutral o expansivo (véase el capítulo 2).

A pesar de esta coyuntura, varios consejos monetarios de la región han estado considerando la posibilidad de subir su tasa de política en sus reuniones recientes. Y, de hecho, una rápida mirada a los datos internacionales indica que las tasas de interés efectivamente presentan un fuerte comovimiento con las condiciones financieras externas y, en particular, con las tasas de política monetaria de Estados Unidos. Esto plantea una pregunta más general de si, en un sistema financiero altamente globalizado, las autoridades monetarias de los distintos países cuentan con plena autonomía para adaptar sus tasas de política a sus condiciones macroeconómicas internas<sup>1</sup>.

¿Podrán evitar las autoridades monetarias de América Latina un apretamiento de sus condiciones financieras que no se justifique por sus posiciones cíclicas internas? ¿O resultará inevitable realizar un ajuste de la política monetaria en sintonía con las decisiones de la Reserva Federal?

---

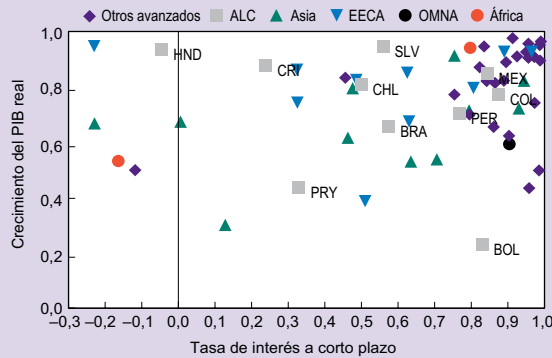
Nota: Preparado por Carlos Caceres, Yan Carrière-Swallow y Bertrand Gruss. Steve Brito y Genevieve Lindow prestaron una destacada asistencia en la investigación. Ishak Demir aportó valiosas contribuciones al capítulo. Véanse los detalles técnicos en Caceres, Carrière-Swallow y Gruss (de próxima publicación).

---

<sup>1</sup> Últimamente se ha intensificado el debate sobre la capacidad de las economías abiertas para implementar políticas monetarias autónomas en el contexto de un sistema financiero mundial altamente integrado. Véanse, por ejemplo, Rey, 2015, y Obstfeld, 2015.

Gráfico 3.1

**Sincronicidad de los ciclos globales del producto y las tasas de interés entre países**  
(Correlación con el componente global)



Fuentes: FMI, International Financial Statistics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: ALC incluye Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Honduras, México, Paraguay y Perú. Asia incluye Bangladesh, China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia y Vietnam. EECA incluye Albania, Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Hungría, Kazajstán, Letonia, Polonia, la República Checa, Rumania y Rusia. OMNA incluye Arabia Saudita y Egipto. África incluye Kenia y Sudáfrica. Otros avanzados incluyen Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Suecia y Suiza. Para cada variable, el componente global se computa como el primer componente principal para todos los países de la muestra durante el período que va de enero de 2000 a diciembre de 2014.

Este capítulo procura abordar ese interrogante midiendo el grado de autonomía monetaria en América Latina desde principios de los años 2000, explorando las políticas que pueden contribuir a elevarlo y arrojando luz sobre el impacto probable y los riesgos asociados a la normalización de la política monetaria de Estados Unidos.

**Comovimiento de las condiciones financieras: Una primera mirada**

¿Cómo se mueven las condiciones financieras en América Latina en relación con las condiciones financieras mundiales y, en particular, con la política monetaria de Estados Unidos? La correlación que se observa para las condiciones financieras, ¿difiere de la que existe entre los ciclos económicos reales? Un análisis de los componentes principales (ACP) del crecimiento del producto, la inflación de precios

y las tasas de interés para un grupo grande de países permite clarificar estos interrogantes<sup>2</sup>.

Al menos desde comienzos de los años 2000, ha habido un sustancial comovimiento de las tasas de interés entre una extensa muestra de economías avanzadas y de mercados emergentes. En efecto, las tasas de interés a corto plazo tienden a exhibir una correlación positiva con el componente global en la mayoría de los países (gráfico 3.1). El comovimiento en la última década ha sido particularmente fuerte entre las economías avanzadas, registrándose una correlación media de alrededor de 0,9. Pero también se observa un grado relativamente alto de comovimiento de las tasas de interés de las economías con mayor nivel de integración financiera de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; en adelante “AL-5”) con el componente global. La correlación promedio de las tasas de interés a corto plazo de AL-5 con el factor global es levemente superior a 0,7, comparable con la de las economías financieramente integradas de Asia (por ejemplo, Corea del Sur, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur). Otros países latinoamericanos, como Costa Rica, Honduras o Paraguay, muestran un comovimiento algo menor con las tasas mundiales de corto plazo. Esos patrones son similares en el caso de las tasas de interés a largo plazo.

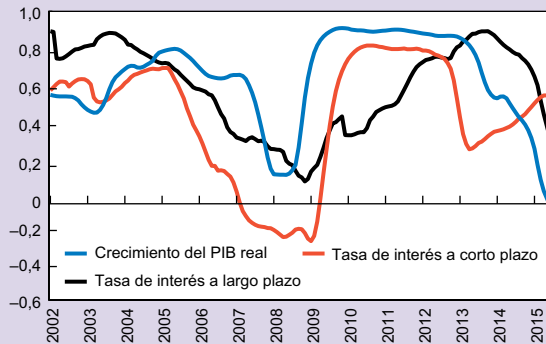
Esta sincronidad de las tasas de interés puede reflejar simplemente un alto grado de comovimiento en los ciclos económicos de los países. En efecto, todos los países de la muestra presentan una correlación positiva del crecimiento del PIB real con el correspondiente componente global (gráfico 3.1). En promedio, los países que presentan un alto grado de sincronidad con el factor global en términos de tasas de interés también tienden a registrar un alto grado de comovimiento en el crecimiento del producto y la inflación de precios.

A menudo se argumenta que el grado de comovimiento de los precios de activos está aumentando, impulsado por una integración más profunda de los mercados financieros<sup>3</sup>. De hecho, el grado de comovimiento de las tasas de interés con respecto al

<sup>2</sup> Véase una descripción del ACP en el anexo 3.1.

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, Obstfeld, Shambaugh y Taylor, 2010; Rey, 2015.

Gráfico 3.2

**AL-5: Evolución de la correlación con el factor global***(Correlación promedio entre países de AL-5 con el componente global correspondiente; promedio móvil de 4 años)*

Fuentes: FMI, base de datos de International Financial Statistics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: "AL-5" incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Para cada variable, el componente global se computa como el primer componente principal para todos los países de la muestra durante el período que va de enero de 2000 a diciembre de 2014.

correspondiente factor mundial varía en el tiempo. Por ejemplo, el grado de sincronización de las tasas de interés a corto plazo de AL-5 con el factor mundial alcanzó niveles particularmente altos en los últimos años (gráfico 3.2). Sin embargo, esas fluctuaciones tienden a reproducir las variaciones de la sincronización de los ciclos económicos entre los países, la que registró un fuerte incremento en el contexto de la crisis financiera mundial. Esto destaca la necesidad de tener cuidadosamente en cuenta el comovimiento de los ciclos económicos al evaluar los vínculos entre las condiciones financieras mundiales y las internas. Este tema se analiza en las siguientes secciones.

## De las condiciones financieras mundiales a las tasas de interés internas: Cuantificando los vínculos

¿Cómo se transmiten los cambios en las condiciones financieras mundiales o de Estados Unidos a las tasas de interés de diferentes economías? En este capítulo estimamos un conjunto de modelos de autorregresión vectorial (VAR) para cada uno de los países utilizando datos mensuales desde comienzos

de los años 2000 a fin de cuantificar el efecto de cambios en las variables financieras externas en las tasas de interés internas<sup>4,5</sup>. Nuestro análisis se concentra principalmente en los efectos de las variaciones de las tasas de interés de Estados Unidos, ya que estas son un determinante clave de las condiciones financieras mundiales, pero también consideramos especificaciones del modelo que incluyen las condiciones financieras en la zona del euro<sup>6</sup>.

El primer modelo incluye la tasa de los fondos federales como una variable exógena y las tasas de interés de mercado a corto plazo como la variable interna<sup>7</sup>. Las tasas de corto plazo reaccionan de manera bastante diferente a los movimientos de la tasa de los fondos federales dependiendo del país (círculos en el gráfico 3.3, panel superior)<sup>8</sup>. Por ejemplo, un alza de 100 puntos básicos en la tasa de los fondos federales determina un aumento de 95 y 80 puntos básicos en las tasas a corto plazo de México y Perú, respectivamente. La respuesta al mismo shock en Canadá e Israel es de alrededor de 60 puntos básicos, y de solo 20 a 40 puntos básicos en Argentina, Bolivia, Chile,

<sup>4</sup> Véase una breve discusión de los impactos sobre los flujos de capitales en el recuadro 3.1.

<sup>5</sup> Todas las especificaciones del modelo comparten el supuesto de que las variables internas no afectan las variables mundiales. Siguiendo los resultados de Chen, Mancini-Griffoli y Sahay, 2014, también incluimos el índice VIX en el bloque exógeno, para reflejar los cambios en el sentimiento con respecto al riesgo mundial. Véase una descripción detallada en el anexo 3.1.

<sup>6</sup> Por ejemplo, Ricci y Shi, de próxima publicación, reportan que los movimientos en las tasas de interés de Estados Unidos explican el 70 por ciento de la variación en las tasas de referencia de las 30 economías más grandes.

<sup>7</sup> Usamos las tasas de interés de los bonos públicos a corto plazo (con un vencimiento de alrededor de tres meses; véase el anexo 3.1). Aun cuando esta tasa de interés no sea el instrumento de política monetaria, debe estar estrechamente influenciada por los cambios en la orientación de la política monetaria. De hecho, si se diera el caso que cambios en el instrumento de política no afectaran esta tasa a corto plazo en moneda local, sería difícil argumentar que el banco central pueda afectar las condiciones monetarias locales en modo alguno.

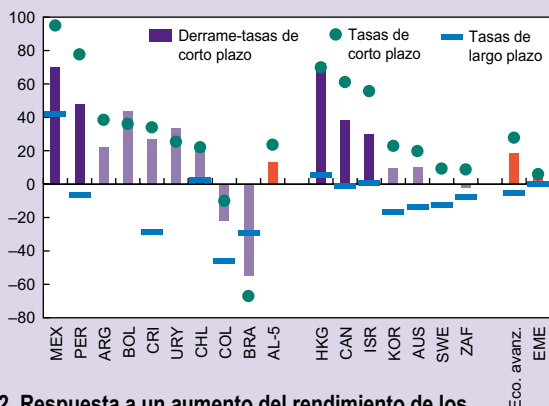
<sup>8</sup> En el curso del capítulo nos concentramos en las funciones acumulativas de impulso-respuesta de los modelos después de 12 meses, para poder captar una transmisión completa.

Gráfico 3.3

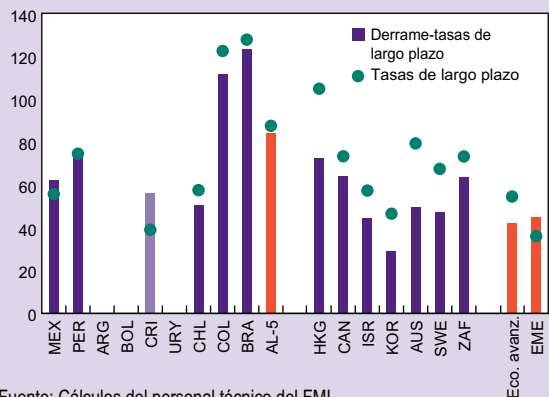
### Impacto de los movimientos de las tasas de interés de Estados Unidos

(Respuesta acumulada de las tasas de interés internas a un aumento permanente de 100 puntos básicos en las tasas de Estados Unidos; puntos básicos)

#### 1. Respuesta a un aumento de la tasa de los fondos federales



#### 2. Respuesta a un aumento del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los gráficos muestran la respuesta acumulada después de 12 meses a un shock que eleva la tasa de los fondos federales (gráfico superior) o el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años (gráfico inferior) 100 puntos básicos al cabo de 12 meses. "Derrame-tasas de corto plazo" y "Derrame-tasas de largo plazo" denotan las respuestas de las tasas de interés internas una vez que ha sido depurado el efecto del ciclo económico interno (véase el anexo 3.1). Las barras sólidas denotan que la respuesta es estadísticamente significativa a un nivel de confianza de 5 por ciento. Eco. avanz. y EME denotan los promedios para el grupo de países enumerados bajo Economías avanzadas y Mercados emergentes fuera de AL, respectivamente, en el cuadro del anexo 3.1.

Costa Rica y Uruguay. Las tasas de corto plazo en Colombia, a su vez, muestran respuestas cercanas a cero, y la respuesta es negativa —aunque no significativa— en el caso de Brasil. La respuesta promedio en una muestra amplia de mercados emergentes fuera de América Latina es menor de 10 puntos básicos, mientras que la respuesta promedio de las economías avanzadas es alrededor de 30 puntos básicos.

Los movimientos de las tasas de corto plazo son solo una parte de la historia, ya que muchas decisiones económicas se basan en las tasas a más largo plazo. Además, la Reserva Federal ha ejercido la política monetaria influyendo en el extremo más largo de la curva de rendimientos mediante la expansión cuantitativa y la orientación de expectativas (*forward guidance*) desde que la tasa de referencia llegó al límite inferior cero durante la crisis financiera mundial.

Las tasas de largo plazo típicamente no reaccionan mucho a las variaciones de la tasa de los fondos federales. Una notable excepción dentro de la región es México, donde se estima que las tasas a largo plazo suben alrededor de 40 puntos básicos. Por otra parte, los movimientos de los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a 10 años sí tienen generalmente un mayor impacto sobre las correspondientes tasas internas —y en forma más similar entre los distintos países— que los cambios de la tasa de los fondos federales (círculos en el gráfico 3.3, panel inferior). Tras un aumento de 100 puntos básicos en los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, las tasas a largo plazo suben en promedio 35 y 55 puntos básicos en las economías de mercados emergentes y avanzadas, respectivamente. La respuesta promedio de las tasas de largo plazo en las economías de AL-5 es incluso mayor, de alrededor de 90 puntos básicos. Brasil se destaca por presentar una respuesta en torno a 130 puntos básicos, seguido de Colombia (120 puntos básicos). La respuesta en los demás países de AL-5 se ubica entre 55 y 75 puntos básicos.

### ¿Sincronización o “efectos derrame”?

Como se señaló anteriormente, no hay nada sorprendente o intrínsecamente inconveniente en que las condiciones financieras internas estén sincronizadas con las de los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, en países con fuertes vinculaciones comerciales y financieras con Estados Unidos —como Canadá y México— el ciclo económico tenderá a estar altamente sincronizado con el de Estados Unidos. En tales casos, las variaciones en las condiciones financieras internas pueden estar alineadas en términos generales con las de Estados Unidos, sin que ello plantee ningún obstáculo para lograr los

objetivos de estabilización de los precios y el producto. Podrían surgir tensiones, sin embargo, en el caso de que las condiciones financieras internas estén impulsadas por condiciones externas que no estén sincronizadas con el ciclo económico interno. Para distinguir entre tales casos, usamos un procedimiento VAR de múltiples etapas (véase el anexo 3.1).

En la primera etapa, estimamos una variante de la regla de Taylor para la relación dinámica entre las tasas de interés internas y los pronósticos de inflación y crecimiento del producto a 12 meses, según lo reportado por Consensus Economics. Esas proyecciones del mercado captan los cambios en las perspectivas económicas que obedecen tanto a factores idiosincrásicos como mundiales. Los residuos, o el componente no explicado, de esas estimaciones, pueden interpretarse como desviaciones de la función de reacción de política histórica que caracteriza los esfuerzos del banco central para estabilizar el ciclo económico. Esos movimientos no explicados de las tasas de interés podrían reflejar otros objetivos del banco central aparte de la preservación de la estabilidad de precios, como el cuidado de la estabilidad financiera, y por ello bien podrían resultar beneficiosos en términos de bienestar<sup>9</sup>. No obstante, conllevan cambios en las condiciones monetarias internas más allá de lo que puede atribuirse a la respuesta habitual del banco central a la evolución de la inflación y del producto.

En la segunda etapa, buscamos cuantificar en qué medida esos movimientos residuales de las tasas de interés internas pueden explicarse por los movimientos de las condiciones financieras mundiales. Para ello, sustituimos las tasas de interés internas

<sup>9</sup> Considérese el caso de un banco central que decide aumentar su tasa de política frente a un shock que de otro modo hubiera provocado una depreciación cambiaria. Nuestro método identifica el componente del aumento de las tasas que se puede explicar por la preocupación de las autoridades por los efectos inflacionarios de segunda ronda derivados del shock, según su comportamiento histórico. El movimiento remanente de tasas es considerado no explicado, aunque puede corresponder a un intento explícito de contener vulnerabilidades derivadas de descalces en las hojas de balance, con el fin de preservar la estabilidad financiera.

en los modelos VAR específicos por país con los residuos correspondientes obtenidos en la primera etapa de nuestra estimación. A las respuestas a los shocks financieros mundiales estimadas en esta segunda etapa las llamamos *efectos derrame* (o *spillovers*), y esperamos que sean bajas cuando la autonomía monetaria es elevada.

En general, la respuesta de *derrame* de las tasas internas a corto plazo después de un aumento de 100 puntos básicos de las tasas de los fondos federales (representada mediante barras en el gráfico 3.3) es menor que la respuesta general anteriormente presentada (20 puntos básicos más baja, en promedio). Es decir, una parte importante del comovimiento de las tasas de interés es simplemente un reflejo de ciclos económicos sincronizados, y por lo tanto no puede interpretarse como incompatible con la autonomía monetaria.

No obstante, los *efectos derrame* estimados hacia las tasas internas a corto plazo son estadísticamente significativos en 8 de 46 economías avanzadas y de mercados emergentes, donde alcanzan en promedio un nivel no trivial de 40 puntos básicos, pero difieren sustantivamente entre países<sup>10</sup>. Es interesante destacar que esas diez economías incluyen países con plena flexibilidad cambiaria y bancos centrales con una credibilidad bien afianzada, como es el caso de Canadá e Israel.

En América Latina, la respuesta de *derrame* hacia las tasas de corto plazo es significativa y grande en el caso de México (alrededor de 70 puntos básicos) y de Perú (alrededor de 50 puntos básicos), pero más chica y no significativa estadísticamente en los demás países. Esto no es del todo sorprendente dado la fuerte integración financiera con Estados Unidos en el primero y el alto grado de dolarización del segundo. En el contexto actual, donde los ciclos de Estados Unidos y de América Latina no están sincronizados, nuestros resultados sugieren que un comovimiento con las tasas de Estados

<sup>10</sup> Las 8 economías que muestran un efecto *derrame* significativo son Arabia Saudita, Canadá, Israel, México, Perú, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

Unidos es más probable en México y Perú que en otros lados<sup>11</sup>.

En cuanto al extremo más largo de la curva de rendimientos, la respuesta de *derrame* (barras en el gráfico 3.3, panel 2) es esencialmente igual que la respuesta general (círculos).

Nuestro método está sujeto a limitaciones empíricas típicas. Aunque deberíamos usar los pronósticos internos que los bancos centrales emplean al momento de tomar las decisiones de política, estas solo están disponibles para muy pocos países y con un rezago importante. Los pronósticos de mercado que usamos como alternativa están sujetos a dos limitaciones. Primero, existe un problema de secuencia temporal, ya que no son recolectados el mismo día en que tiene lugar la reunión de política monetaria<sup>12</sup>. Aunque esto podría sesgar nuestras estimaciones de efectos *derrame*, encontramos que usar una secuencia temporal alternativa no modifica nuestros resultados de manera sustancial<sup>13</sup>. Segundo, aunque la secuencia no fuese relevante, los pronósticos de mercados pueden incorporar la propia respuesta de política esperada<sup>14</sup>. Sin embargo, en la práctica la política monetaria solamente afecta las condiciones económicas con un rezago importante. Así, los cambios en

los pronósticos a 12 meses deberían estar altamente correlacionados con los cambios en los pronósticos internos del banco central.

En resumen, observamos que una proporción importante de la respuesta de las tasas de interés de corto plazo a los movimientos de las tasas de Estados Unidos puede atribuirse a la sincronización de los ciclos económicos entre los países. Sin embargo, también observamos que, en el caso de varios países, incluidos unos pocos de América Latina, los movimientos de las tasas de Estados Unidos generan *efectos derrame* significativos hacia las tasas de interés internas de corto plazo, por encima de lo que puede explicarse por el comovimiento normal de los ciclos económicos.

## Explorando los determinantes de la autonomía monetaria

¿Qué determina la exposición de un país a una contracción (o expansión) monetaria no explicada como resultado de shocks financieros externos? El marco del trilema tradicional apunta al grado de flexibilidad del tipo de cambio y la apertura de la cuenta de capital como los principales determinantes de la autonomía de la política monetaria. Más recientemente, Rey (2015) ha cuestionado las dimensiones de la disyuntiva, argumentando que la autonomía solo puede lograrse restringiendo la cuenta de capital. Nuestros resultados se ubican en algún punto intermedio. Incluso países con tipo de cambio flexible experimentan efectos *derrame* significativos generados por las condiciones financieras globales. Sin embargo, su magnitud varía sustancialmente, lo que indica que pueden haber otros factores que también afecten los sacrificios subyacentes al grado de autonomía monetaria.

En esta sección, utilizamos un método de estimación VAR con datos de panel para explotar la diferenciación que presentan los efectos *derrame* entre distintos países y explorar cómo estos se ven afectados por decisiones de política y características del sistema financiero interno<sup>15</sup>.

<sup>11</sup> Cabe destacar que nuestras estimaciones reflejan los efectos promedio históricos, por lo que pueden no captar completamente las mejoras en los marcos de política que han sido implementadas desde el año 2000.

<sup>12</sup> Usamos pronósticos rezagados para asegurar que estos sean predeterminados con respecto a la decisión de política, a costo de reducir su contenido de información.

<sup>13</sup> Un evento que suceda luego de la fecha de relevamiento de los pronósticos pero antes de la decisión de política, y que afecte las tasas en ambos países, sería considerado erradamente como un efecto *derrame*. Sin embargo, nuestros resultados no cambian de manera significativa si utilizamos, en vez, pronósticos formulados en el mismo mes en que se observa el movimiento de tasas, o incluso en el mes siguiente. Por ejemplo, el *derrame* estimado para México sigue siendo significativo y se ubica en un rango de 59 a 66 puntos básicos.

<sup>14</sup> Bajo este argumento, si el banco central tiene una credibilidad perfecta, los pronósticos pueden mantenerse constante después de un shock que hubiese afectado el crecimiento del producto o la inflación, porque los agentes anticipan que el banco central hará todo lo que sea necesario para neutralizar el shock.

<sup>15</sup> La configuración del modelo sigue a Towbin y Weber, 2013. Véanse más detalles en el anexo 3.1.

Encontramos que, de hecho, mantener un régimen cambiario flexible reduce fuertemente el grado de derrame hacia las tasas internas de corto plazo. Específicamente, para un país con una cuenta de capital relativamente abierta, el efecto *derrame* disminuye desde aproximadamente 30 puntos básicos en un marco de tipo de cambio fijo a alrededor de 10 puntos básicos con un tipo de cambio flotante y a solo 3 puntos básicos en un régimen cambiario plenamente flexible (gráfico 3.4, panel superior)<sup>16,17</sup>. A su vez, una mayor apertura de la cuenta de capital incrementa el grado de *derrame* para un país que tiene un régimen de tipo de cambio flexible.

Pero hay otros factores que también importan. El gráfico 3.4 (panel inferior) muestra que bajo un régimen de flotación cambiaria y una cuenta de capital relativamente abierta, una mayor dolarización financiera, una mayor presencia de bancos mundiales en el sistema financiero nacional y una peor percepción respecto de vulnerabilidades fiscales, reducen el grado de autonomía monetaria. El porcentaje de la propiedad de títulos de la deuda soberana por inversores extranjeros no parece afectar dicho grado. A la inversa, un uso más activo de los requerimientos de encaje y una mayor credibilidad del banco central reducen la intensidad de los efectos *derrame*.

El tamaño de estos efectos también es económicamente significativo. Tómese el ejemplo de la dolarización financiera, que reduce la capacidad de las hojas de balance de absorber grandes movimientos del tipo de cambio provocados por shocks externos. Nuestras estimaciones indican que al reducirse el grado de dolarización financiera, aproximado por la proporción de depósitos bancarios denominados en moneda extranjera, de 60 por ciento —el nivel observado en Perú a través de la muestra de estimación— a la mediana en nuestra muestra (alrededor de 6 por ciento), el grado de *derrame* en respuesta a una contracción monetaria de Estados Unidos disminuye en alrededor de

<sup>16</sup> La clasificación del régimen cambiario se basa en Ilzetzki, Reinhart y Rogoff, 2009.

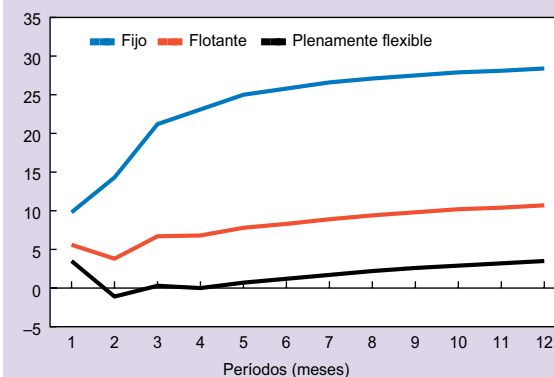
<sup>17</sup> Esta observación concuerda con el análisis de panel de Obstfeld, 2015, para una muestra amplia similar de países, y con el método narrativo de Claro y Opazo, 2014, y De Gregorio, 2014, para el caso de Chile.

Gráfico 3.4

### Determinantes de los efectos derrame

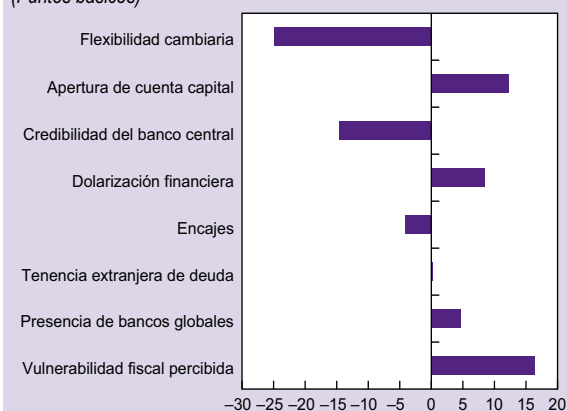
#### 1. Respuesta de *derrame* acumulada de las tasas internas de corto plazo a un aumento de 100 puntos básicos en la tasa de los fondos federales de Estados Unidos bajo regímenes cambiarios alternativos para países con alta apertura de la cuenta de capital

(Puntos básicos)



#### 2. Diferencia en las respuestas de *derrame* de las tasas internas de corto plazo a un shock de 100 puntos básicos a la tasa de los fondos federales de Estados Unidos para valores alternativos de los fundamentos

(Puntos básicos)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las funciones de impulso-respuesta se estiman mediante un modelo VAR interactivo con datos de panel (IPVAR, por sus siglas en inglés) (véase el anexo 3.1). Cada barra denota la diferencia en las respuestas cuando el fundamento se mueve desde el extremo inferior (3er. decil) al superior (7mo. decil) de su distribución empírica, manteniendo los otros fundamentos en su mediana, excepto en el caso del tipo de cambio que se mantiene como flotante. "Flexibilidad cambiaria" corresponde a una versión actualizada de la clasificación de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2009). "Apertura de la cuenta de capital" se toma de Aizenman, Chinn e Ito (2010). "Credibilidad del banco central" es un índice basado en la discrepancia de pronósticos de inflación según se describe en el anexo 3.1. "Dolarización financiera" es una versión actualizada de Levy-Yeyati (2006). El índice sobre el uso activo de los "Encajes" proviene de Cordella et al. (2014). "Tenencias extranjeras de deuda (soberana)" se toma de Ebeke y Kyobe (2015). "Presencia de bancos mundiales" sigue a Cetorelli y Goldberg (2012). La "Vulnerabilidad fiscal percibida" se aproxima con los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) de la deuda soberana. Véase la lista de países incluidos en el cuadro del anexo 3.1.

25 puntos básicos. Naturalmente, muchas de estas variables son fundamentos que varían lentamente, y modificarlas exigiría aplicar medidas de políticas persistentes, así como una evaluación más amplia de sus consecuencias en el bienestar.

## ¿Qué puede esperar América Latina de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos?

El análisis presentado hasta ahora refleja las respuestas promedio a los movimientos de las tasas de interés de Estados Unidos. Pero el efecto real en las tasas de interés de América Latina que generará la próxima normalización de la política monetaria de Estados Unidos dependerá de la combinación de los acontecimientos subyacentes que impulsen las tasas en ese país. ¿Se trata de una respuesta anticipada en base a las mejores perspectivas económicas, tal como lo reflejan las actuales expectativas del mercado implícitas en los futuros? ¿Será atenuada por una política monetaria acomodaticia en otras importantes economías avanzadas? ¿Se mantendrá comprimida la prima por plazo? En esta sección procuramos cuantificar el impacto esperado en las tasas internas conforme a diferentes escenarios en lo concerniente a estos interrogantes.

## ¿Importan la naturaleza y la fuente de los shocks financieros globales?

El impacto de una decisión de política adoptada por la Reserva Federal será probablemente diferente si responde a una mejora de las perspectivas económicas o si refleja tan solo condiciones monetarias más restrictivas. Una razón es que las decisiones que responden a mejores perspectivas económicas son más fáciles de prever, y quizá ya hayan sido incorporadas en los precios por el mercado antes de que ocurran. Un alza imprevista de las tasas, en cambio, tiende a generar ajustes más fuertes de los precios de los activos que otra que haya sido totalmente prevista. Otro canal consiste en que unas mejores perspectivas para Estados Unidos por sí mismas tendrán consecuencias en muchas variables mundiales, incluida la demanda de

exportaciones y los precios de las materias primas, que afectarán a los países de manera diferente.

A fin de analizar estos temas, descomponemos los movimientos del rendimiento de los bonos de Estados Unidos y la zona del euro a 10 años de acuerdo a si responden a movimientos en la aversión al riesgo a nivel global, una contracción monetaria imprevista o una mejora de las perspectivas económicas en cada una de las dos economías<sup>18</sup>. Luego incluimos esos factores identificados como determinantes de las tasas mundiales a largo plazo entre las variables exógenas de nuestro modelo, y los rendimientos de los bonos públicos a largo plazo en el bloque interno. El gráfico 3.5 (barras) muestra la proporción de la variación de las tasas internas a largo plazo que puede atribuirse a cada uno de esos factores. También muestra (círculos) la respuesta acumulativa de las tasas internas a un aumento de 100 puntos básicos en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a 10 años reportado previamente.

El primer resultado que se destaca es que las sorpresas monetarias afectan significativamente los rendimientos de los bonos alrededor del mundo, y América Latina no es una excepción. En efecto, los movimientos de las tasas internacionales a largo plazo que obedecen a una contracción monetaria inesperada explican una proporción mayor de la variabilidad de las tasas internas que los impulsados por una mejora de las perspectivas económicas. La contribución de las sorpresas monetarias entre los factores externos, excluido el VIX, es de alrededor de 70 por ciento en las economías avanzadas y 60 por ciento en las emergentes. Entre los países de AL-5, la proporción es de alrededor de 60 por ciento, con casos individuales en el rango de 45 por ciento en Chile hasta aproximadamente 70 por ciento en Colombia.

<sup>18</sup> El método fue inicialmente propuesto por Matheson y Stavrev (2014) y ha sido extendido por Osorio Buitron y Vesperoni (de próxima publicación) para incorporar la aversión al riesgo a nivel global y los rendimientos de títulos de deuda de la zona del euro. Obsérvese que, si bien la estrategia de identificación no permite distinguir entre shocks de política monetaria y sorpresas inflacionarias, nuestro interés consiste en distinguir los movimientos esperados de las tasas de interés que se asocian con cambios en las perspectivas económicas. Véase el anexo 3.1.

Otra característica importante en la coyuntura actual es que Estados Unidos va en camino de comenzar a normalizar su política monetaria mientras que otras grandes economías, como la zona del euro y Japón, mantienen una orientación sumamente acomodaticia. Una pregunta interesante en este contexto es en qué medida esta asincronicidad de las políticas monetarias de las economías avanzadas podría generar un efecto atenuante para América Latina.

Los resultados indican que el alivio que puede recibir América Latina sería limitado, ya que los movimientos de las tasas de Estados Unidos representan su fuente principal de shocks financieros mundiales. En efecto, la fracción de la variación total de los rendimientos de los bonos internos de las economías de AL-5 que puede atribuírsele a shocks de Estados Unidos es el doble que la fracción correspondiente a shocks de la zona del euro.

Por último, vale la pena señalar que los factores idiosincrásicos aún explican una gran parte de los movimientos de las tasas de interés en América Latina. Por ejemplo, un aumento de los rendimientos de Estados Unidos tiene un efecto mucho mayor en las tasas de interés de Brasil y Colombia que en la economía avanzada promedio. Sin embargo, la proporción de la variabilidad general de las tasas de interés atribuible a los rendimientos de Estados Unidos es comparable entre estos grupos de países.

## Evaluando los efectos de los shocks a la prima por plazo

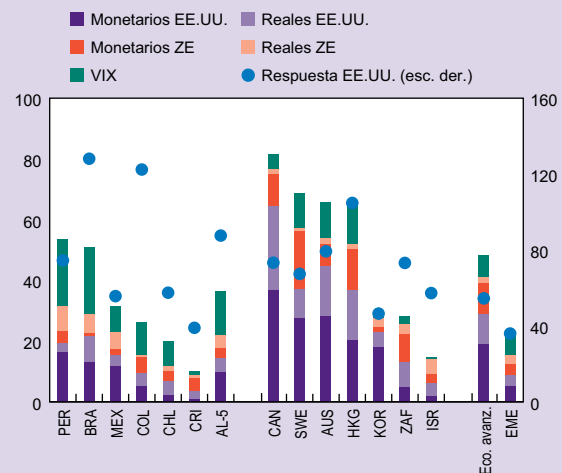
Otra fuente potencial de riesgo que rodea la normalización de la política monetaria de Estados Unidos es una repentina descompresión de la prima por plazo —es decir, la diferencia entre el rendimiento a 10 años y el promedio de las tasas futuras a corto plazo esperadas durante el mismo horizonte— que actualmente se encuentra en niveles históricamente bajos<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> La prima por plazo puede considerarse como la rentabilidad adicional que exigen los inversores para mantener un bono con una fecha de vencimiento más prolongada en lugar de invertir en una serie de títulos valores a corto plazo, y probablemente refleje su incertidumbre acerca de la trayectoria futura de las tasas de interés así como su

Gráfico 3.5

### ¿Qué impulsa las tasas de interés a largo plazo? Shocks esperados e imprevistos a los rendimientos de los bonos a 10 años en Estados Unidos y la zona del euro

(Proporción de la varianza explicada por cada componente; puntos porcentuales, escala izquierda. Respuesta acumulada después de 12 meses; puntos básicos, escala derecha)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las barras denotan la descomposición de la varianza (en porcentaje, escala izquierda) de las tasas de interés internas a largo plazo atribuible a cambios esperados ("Reales EE.UU.") e imprevistos ("Monetarios EE.UU.") en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a 10 años; cambios esperados ("Reales ZE") e imprevistos ("Monetarios ZE") en los rendimientos de los bonos de la zona del euro a 10 años, y la aversión al riesgo a nivel global, representados por el índice VIX. La descomposición e identificación de los shocks se basan en Osorio Buitron y Vesperoni (de próxima publicación); véase el anexo 3.1. Los marcadores denotan la respuesta acumulada después de 12 meses (en puntos básicos, escala derecha) de las tasas de interés internas de largo plazo a un aumento permanente de 100 puntos básicos en los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años ("Respuesta EE.UU.", que es igual a la del gráfico 3.3, panel inferior). "Eco. avanz." y "EME" denotan los promedios para el grupo de países enumerados bajo Economías avanzadas y Mercados emergentes fuera de AL, respectivamente, en el cuadro del anexo 3.1.

Para evaluar el impacto potencial de un alza de la prima por plazo, incluimos, como variables exógenas en los modelos VAR específicos por país, la descomposición del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años en la trayectoria esperada de las tasas de interés a corto plazo y la prima por plazo<sup>20</sup>.

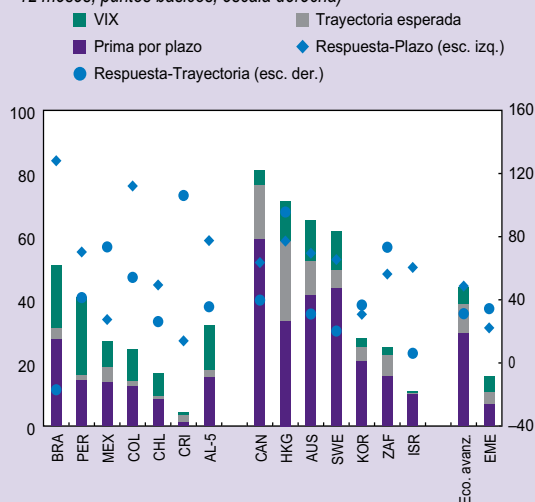
grado de aversión al riesgo. En tal sentido, los movimientos de la prima por plazo tienden a estar estrechamente correlacionados con las primas por riesgo de otros activos en los mercados financieros mundiales.

<sup>20</sup> Empleamos la estimación de Adrian, Crump y Moench (2013) y utilizada por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Gráfico 3.6

### ¿Qué impulsa las tasas de interés a largo plazo: la prima por plazo de Estados Unidos, la trayectoria esperada de la política monetaria de Estados Unidos o el sentimiento de riesgo global?

(Proporción de la varianza explicada por cada componente; puntos porcentuales, escala izquierda. Respuesta acumulada después de 12 meses; puntos básicos, escala derecha)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las barras denotan la descomposición de la varianza (en porcentaje, escala izquierda) de las tasas de interés internas a largo plazo atribuible a cambios en la trayectoria esperada ("Trayectoria esperada") de las tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos, la prima por plazo y la aversión al riesgo a nivel global, representados por el índice VIX. Los marcadores denotan la respuesta acumulada después de 12 meses (en puntos básicos, escala derecha) de las tasas de interés internas a largo plazo a un aumento permanente de 100 puntos básicos en la prima por plazo o la trayectoria esperada de las tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos, respectivamente. "Eco. avanz." y "EME" denotan los promedios para el grupo de países enumerados bajo Economías avanzadas y Mercados emergentes fuera de AL, respectivamente, en el cuadro del anexo 3.1.

Nuestros resultados confirman que los movimientos de la prima por plazo son una fuente importante de derrame de los shocks de las tasas de interés a largo plazo entre los distintos países, y en particular en el caso de América Latina (barras del gráfico 3.6). En promedio para una muestra de 42 economías avanzadas y de mercados emergentes, encontramos que los shocks a la prima por plazo de Estados Unidos explican alrededor de tres cuartos de la varianza en las tasas internas a largo plazo atribuible a shocks a las tasas de Estados Unidos. Esta proporción llega al 85 por ciento en promedio en el caso de las economías de AL-5.

En términos de la magnitud de las respuestas a un shock en la prima por plazo, nuestros resultados sugieren que la respuesta promedio de las tasas

internas a largo plazo entre los distintos países es algo mayor si el shock está enteramente determinado por un movimiento de la prima por plazo en lugar de un cambio en la trayectoria esperada de las tasas a corto plazo en Estados Unidos (marcadores en el gráfico 3.6)<sup>21</sup>. La diferencia mediana para nuestra muestra es de alrededor de 15 puntos básicos. En el caso de las economías de AL-5, la diferencia media es aún mayor —alrededor de 45 puntos básicos— pero con cierta heterogeneidad entre los países. En el caso de México, por ejemplo, un shock de la prima por plazo se asocia con un impacto menor que un shock a la trayectoria esperada de las tasas de corto plazo.

### Análisis de escenarios de riesgos

En base a las estimaciones específicas para cada país, evaluamos el impacto probable de la normalización monetaria de Estados Unidos en las tasas internas a corto plazo y a largo plazo bajo distintos escenarios. El análisis se focaliza en los impactos acumulados a mediano plazo y no en las reacciones del mercado de horizonte más corto.

El escenario de base asume que la tasa de los fondos federales y los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años evolucionan de acuerdo con las expectativas actuales del mercado implícitas en los contratos de futuros, que prevén un aumento acumulado de 39 y 27 puntos básicos en los siguientes 12 meses, respectivamente. El impacto estimado en las economías de AL-5 es bastante limitado, consistentemente con el hecho de que esas expectativas ya han sido incorporadas en los precios por el mercado (gráfico 3.7)<sup>22</sup>.

Las desviaciones respecto de las expectativas del mercado para las tasas de Estados Unidos provocarían impactos más destacables en las condiciones financieras de AL-5. En un primer escenario de riesgo,

<sup>21</sup> Si bien en este capítulo nos concentramos en los resultados después de 12 meses, también examinamos las funciones de respuesta completas y observamos que la transmisión de los shocks es relativamente rápida y no indica que haya una sobre-reacción significativa.

<sup>22</sup> Para evaluar el impacto de los movimientos esperados de la tasa de los fondos federales frente a los imprevistos seguimos la estrategia de identificación empleada en Romer y Romer, 2004.

asumimos que la tasa de los fondos federales y los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a 10 años se elevan, en cada caso, 50 puntos básicos más que lo actualmente esperado por los mercados, y que esta contracción adicional no va acompañada de una mejora de las perspectivas económicas. En este caso, el impacto en las tasas de interés de AL-5 es algo más pronunciado, particularmente en el extremo más largo de la curva.

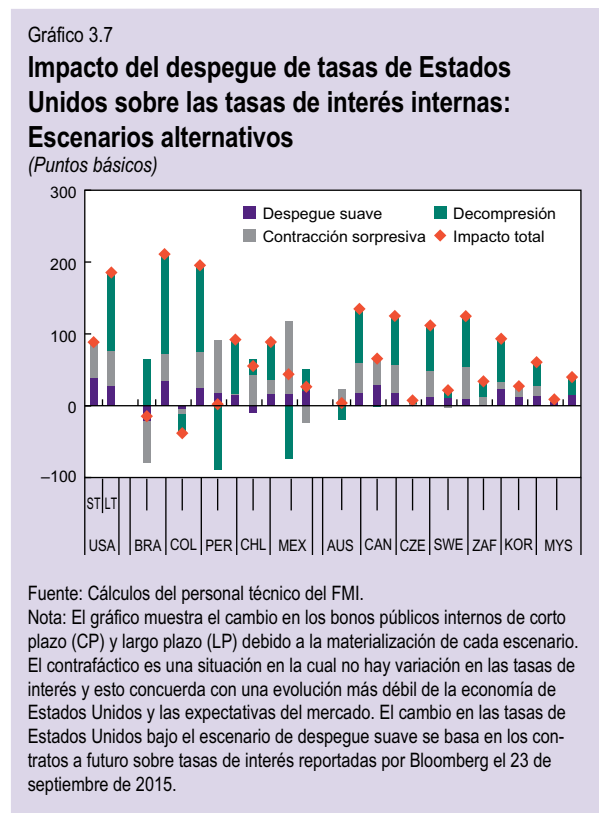
Luego consideramos un escenario de mayor riesgo en el cual, además, la prima por plazo de Estados Unidos se descomprime hasta volver a su promedio previo a la crisis (más precisamente, entre enero de 2000 y agosto de 2008). Esto supone un aumento en la prima por plazo de alrededor de 109 puntos básicos, lo que podría considerarse un aumento sustancial. Este escenario generaría movimientos mucho mayores en ciertos países latinoamericanos, con aumentos estimados de más de 200 puntos básicos en las tasas a largo plazo de Brasil y Colombia.

## Conclusiones e implicancias de políticas

Los precios de los activos, y las tasas de interés en particular, muestran un alto grado de comovimiento entre los países, incluidas las economías financieramente integradas de América Latina. Esta sincronidad de las condiciones financieras va de la mano de un alto grado de comovimiento en los ciclos económicos.

Sin embargo, sí observamos evidencias de una excesiva correlación financiera, o efectos de *derrame*: aun después de controlar por cambios en las condiciones económicas internas, en muchas economías, incluidas algunas en América Latina, las tasas de interés responden a los shocks financieros mundiales. Interpretamos este resultado como evidencia de que estas economías no gozan de plena autonomía para establecer las condiciones monetarias de acuerdo con los objetivos internos en materia de estabilidad de los precios y del producto, y que en cierta medida están obligadas a seguir las señales externas, aunque existen diferencias importantes entre países.

La intensidad de estos efectos *derrame* financieros depende, ante todo, de la naturaleza del shock mundial. Los efectos *derrame* particularmente grandes



son causados por movimientos de las tasas de interés mundiales que no van acompañados de cambios en las perspectivas económicas, o que se vinculan con fluctuaciones en la prima por plazo. También importa cuál es la fuente del shock. Para América Latina, los shocks originados en Estados Unidos tienen mayor importancia que aquellos que tienen su origen en la zona del euro.

Es importante destacar que la magnitud de los efectos *derrame* también parece depender del marco de políticas económicas vigentes y de otras características propias de cada país. Nuestros resultados confirman que un tipo de cambio más flexible permite una mayor autonomía monetaria, aun cuando no existan restricciones en la cuenta de capital. Pero también indican que, para una opción de política dada en lo relativo a la apertura de la cuenta de capital y la flexibilidad cambiaria, mejorar la credibilidad de los marcos de política, reducir el grado de dolarización financiera y el uso de encajes macroprudenciales son medidas que pueden contribuir a generar un grado más alto de autonomía monetaria.

## Recuadro 3.1

**Condiciones financieras globales y flujos de cartera hacia América Latina**

El análisis en este capítulo se enfoca en la respuesta de los precios —más precisamente, de las tasas de interés de títulos de deuda de gobierno— ante cambios en las condiciones financieras globales. Pero, ¿qué podemos esperar con respecto a los flujos en cantidad de estos activos? De hecho, una mirada simple de los datos sugiere que la entrada bruta de flujos de cartera hacia los mercados emergentes desde el año 2000 ha estado correlacionada positivamente con las tasas de interés de Estados Unidos. Para América Latina, los flujos están relativamente más correlacionados con otros factores externos, como la aversión al riesgo a nivel global y el precio de las materias primas. Tal como encontramos para las tasas de interés, puede importar la razón por la cual se mueven las tasas de Estados Unidos: los flujos tienden a entelecerse algo después de un aumento en la prima por plazo, y acelerarse después de un aumento en la tasa neutral al riesgo en Estados Unidos, la cual está relacionada con una mejora de las perspectivas económicas. Esto es consistente con el comportamiento de los flujos durante los dos últimos episodios de contracción monetaria en Estados Unidos, donde el “taper tantrum” de 2013 tuvo un impacto mayor que el período del “Greenspan conundrum” a mediados de los 2000, quizá debido a la descompresión de la prima por plazo durante el primero.

Este análisis simple no nos permite llegar a conclusiones definitivas, pero es consistente con el trabajo más profundo de Adler, Djigbenou y Sosa (2014) y del capítulo 3 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Ellos encuentran que aumentos sorpresivos en las tasas de interés de Estados Unidos reducen significativamente la entrada bruta de flujos de capitales hacia los mercados emergentes, mientras que dichos flujos se fortalecen cuando el aumento de tasas está asociado a una mejora en las perspectivas económicas.

**Cuadro 3.1.1. Correlación entre variables financieras globales y la entrada bruta normalizada de flujos de cartera hacia mercados emergentes**

	Tasa de los fondos federales	Rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años	Prima por plazo EE.UU.	Tasa neutral al riesgo EE.UU.	VIX	Índice de precios de exportación de materias primas
Emergente mediano	*0,40	0,17	-0,22	*0,42	*-0,43	*0,46
AL-5	0,13	0,09	-0,09	0,19	*-0,32	*0,36
Asia	*0,34	0,11	-0,19	*0,32	*-0,46	*0,41
EMEA	*0,44	0,15	*-0,26	*0,45	*-0,32	*0,35

Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI en base a datos de International Financial Statistics, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, CBOE, y Gruss, 2014.

Notas: Correlaciones a frecuencia trimestral para el período de 2000T1–2014T4. Los flujos normalizados son calculados como la diferencia de los flujos del trimestre correspondiente con respecto al promedio móvil de cinco años. AL-5 incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Asia incluye China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia y Tailandia. EMEA incluye Hungría, Israel, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía. Emergente mediano incluye todos los países indicados anteriormente. \* indica que la correlación es significativamente diferente a cero a un nivel de confianza de 0,05 por ciento.

Nota: Este recuadro se ha beneficiado de las contribuciones de Jaume Puig y André Meier.

## Anexo 3.1 Detalles técnicos

### Base de datos de tasas de interés

Las tasas de interés a corto y a largo plazo corresponden a los rendimientos a 3 meses y 10 años (respectivamente) en el mercado secundario de los bonos públicos denominados en moneda local<sup>23</sup>.

Las discontinuidades existentes en las tasas de interés a dicha madurez se superan mediante interpolación utilizando la variabilidad de los rendimientos de los bonos a vencimientos cercanos (usando vencimientos de 1 a 2 años para las tasas a corto plazo y de 5 a 20 años para las de largo plazo). Cuando no se dispone de rendimientos de los bonos del Tesoro, se usan los bonos emitidos por el banco central para operaciones de política monetaria. Las fuentes de datos varían según el instrumento, país y período, pero incluyen las bases de datos de International Financial Statistics y Monetary Surveys del FMI, Bloomberg, Haver Analytics, Global Financial Data y autoridades nacionales.

### Cuantificando los factores globales

El factor (o componente) global de las tasas a corto y a largo plazo, el crecimiento del producto real y la inflación de precios es el *componente principal* de la serie temporal de cada variable entre los distintos países, basado en el análisis de componentes principales (ACP). El primer componente o componente principal es la combinación lineal de esas series que produce la varianza máxima en los datos disponibles.

### Midiendo las respuestas de derrame

Para computar la respuesta de *derrame* de las tasas de interés internas a un aumento de la tasa de los fondos federales, seguimos un procedimiento de

<sup>23</sup> La series temporales de las tasas de referencia a menudo se ven afectadas por cambios en el instrumento de política monetaria utilizado a lo largo del tiempo. Las tasas del mercado de dinero están ampliamente disponibles y son generalmente más homogéneas entre países, pero están sujetas a volatilidad no necesariamente relacionada con la política monetaria.

tres etapas. Primero, estimamos un modelo VAR (2) que incluye solamente variables internas: una tasa de interés interna  $r_t$ , así como un vector  $\mathbf{X}_t$ , que incluye los pronósticos a 12 meses del crecimiento del PIB real y la inflación del IPC provistos por Consensus Economics (con un rezago de un período para evitar posibles problemas de endogeneidad):

$$\begin{bmatrix} r \\ \mathbf{X} \end{bmatrix}_t = A_0 + \sum_{j=1}^2 A_j \begin{bmatrix} r \\ \mathbf{X} \end{bmatrix}_{t-j} + \begin{bmatrix} e^r \\ e^X \end{bmatrix}_t \quad (\text{A3.1.1})$$

Segundo, tomamos el residuo  $\hat{e}_t^r$  de la primera ecuación (que esencialmente “depura” la tasa de interés  $r_t$  de los efectos de los *rezagos* de  $\mathbf{X}_t$ ) y efectuamos una regresión sobre los otros residuos (vector  $\hat{e}^X$ ):

$$\hat{e}_t^r = \alpha + \beta' \hat{e}_t^X + u_t^r \quad (\text{A3.1.2})$$

Por último, incluimos el residuo  $\hat{u}_t^r$  de la regresión anterior (ahora también depurados los efectos *contemporáneos* de  $\mathbf{X}_t$ ) en un modelo VAR que incluye variables globales:

$$\begin{bmatrix} \hat{u}^r \\ \mathbf{z}^* \end{bmatrix}_t = B_0 + \sum_{j=1}^2 B_j \begin{bmatrix} \hat{u}^r \\ \mathbf{z}^* \end{bmatrix}_{t-j} + \begin{bmatrix} v \\ \mathbf{v}^* \end{bmatrix}_t \quad (\text{A3.1.3})$$

donde el vector  $\mathbf{z}_t^*$  incluye la tasa de interés de Estados Unidos ( $r_t^*$ ) y el índice VIX, y las matrices  $B_j$  están restringidas para garantizar la exogeneidad (de bloque) de  $\mathbf{z}_t^*$  (conforme al cual las variables globales no están afectadas por las variables internas). Nos referimos a la respuesta de  $\hat{u}_t^r$  a un shock de ( $r_t^*$ ) (en base a la función de impulso-respuesta ortogonalizada de acuerdo a la descomposición de Choleski) como a una respuesta *derrame*.

### VAR interactivo con datos de panel

Se utiliza un modelo de autorregresión vectorial interactivo con datos de panel (IPVAR, por sus siglas en inglés) para estudiar cómo la respuesta de *derrame* de las tasas de interés internas a las tasas de interés de Estados Unidos depende de fundamentos o características específicos por país. El modelo incluye las mismas variables que en la ecuación (A3.1.3) pero en un marco de panel. Un VAR de panel regular forzaría a todas las matrices  $B_j$  en la

ecuación (A3.1.3) precedente a ser las mismas para todos los países. En el modelo IPVAR, en cambio, las matrices  $B_j$  son funciones de los fundamentos específicos por país que pueden, además, variar en el tiempo. Más precisamente, para cada país  $i$  caracterizado por un vector de fundamentos  $F_{i,t}$  en el tiempo  $t$ , los coeficientes dentro de las  $B_j$  se definen como:  $b_{i,t} = c + \gamma' F_{i,t}$ .

**Cuadro A3.1 Muestra de países utilizada en las estimaciones**

Grupos de países				
Economías avanzadas		AL	Emergentes fuera de AL	
AUS	NOR	ARG*	ARM+	PAK+
CAN	NZL	BOL*	BGR+	PHL
CHE	SGP	BRA	CHN+	POL
CZE	SVN+	CHL	EGY*+	ROM+
DNK	SWE	COL	HRV+	RUS+
GBR	TWN+	CRI	HUN+	SAU+
HKG+		MEX	IDN	THA
ISR		PER	IND	TUR
JPN		URY*+	KAZ*+	VNM*+
KOR			MYS	ZAF
LVA			NGA	

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: \* denota países respecto de los cuales no se dispone de tasas de interés a largo plazo. + denota países no incluidos en el modelo IPVAR debido a limitaciones de datos. Véase la lista de abreviaturas de los países en la página 95.

## Índice de credibilidad del banco central

La discrepancia de los pronósticos ha sido comúnmente utilizada como un indicador indirecto de la incertidumbre de la inflación, la que refleja tanto la previsibilidad y la credibilidad del banco central, así como la variabilidad de los shocks de oferta y de demanda que afectan la economía. La discrepancia de los pronósticos de inflación está asimismo estrechamente relacionada con los indicadores *de jure* de la independencia del banco central en las economías del G-7 (véase, por ejemplo, Dovern, Fritsche y Slacalek, 2012). En este capítulo usamos el grado de anclaje de las expectativas de inflación para construir un índice de credibilidad del banco

central. Más precisamente, el índice de credibilidad del banco central  $CBC_{i,t}$  para el país en el mes  $t$  se construye como una escala ordinal de la inversa del grado de discrepancia entre los pronosticadores (medido como el promedio móvil de 4 años de la desviación estándar de los pronósticos de inflación presentados por Consensus Economics,  $MA48(\sigma_{i,t})$ ):

$$CBC_{i,t} = \frac{1}{N} \text{Rank} \left[ \frac{1}{MA48(\sigma_{i,t})} \right]. \quad (\text{A3.1.4})$$

## Identificación de shocks financieros globales

La identificación de los shocks que impulsan movimientos en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos y la zona del euro a 10 años se basa en la metodología propuesta inicialmente por Matheson y Stavrev (2014) para los rendimientos de Estados Unidos y ampliada luego por Osorio Buitron y Vesperoni (de próxima publicación) para dar cuenta de los cambios en la aversión al riesgo a nivel global e incluir también los rendimientos de la zona del euro (construidos como el promedio ponderado por PPA-PIB de los bonos a 10 años emitidos por Alemania, Francia, Italia y España). El método usa restricciones de signo y datos sobre el VIX, los precios de las acciones y los rendimientos de los bonos para identificar los shocks “reales” y los shocks “monetarios” (que, cabe destacar, incluyen shocks de política monetaria y sorpresas inflacionarias). Se basa en el supuesto de que los shocks monetarios elevan los rendimientos de los bonos soberanos y deprimen los precios de las acciones, mientras que los shocks reales positivos producen un aumento tanto de los rendimientos de los bonos como de los precios de las acciones. También distingue los shocks reales y monetarios provenientes de Estados Unidos y aquellos originados en la zona del euro (a este efecto también se asume que los shocks contemporáneos desde Estados Unidos pueden afectar las variables de la zona del euro, pero que no ocurre lo contrario).

## 4. Integración comercial en América Latina y el Caribe: Entusiasmo, esperanza y realidad

La región de América Latina y el Caribe (ALC) está menos abierta al comercio exterior que la mayoría de las otras regiones de mercados emergentes. En este capítulo se observa que en la mayoría de los países de la región el comercio se ha situado por debajo del nivel que sería de esperar dados sus fundamentos económicos, a pesar de que varios de esos países han realizado esfuerzos para lograr una mayor apertura comercial. Los países con buen desempeño han sido capaces de penetrar los principales mercados internacionales, incluidas las economías avanzadas, lo cual exige niveles más altos de productividad y competitividad. ALC puede beneficiarse de una integración más profunda en las cadenas mundiales de valor, aunque se observa que el impacto directo en el comercio parece ser limitado en el corto plazo. Por último, los acuerdos comerciales deberían centrarse en potenciar la competitividad en los mercados internacionales, evitando la creación de bloques comerciales con una visión de protección a nivel regional.

El crecimiento en América Latina y el Caribe (ALC) ha venido desacelerándose por varios años, en medio de un deterioro general de los términos de intercambio y de desafíos apremiantes en materia de política (capítulo 2). En este contexto, una estrategia que se ha planteado para reimpulsar el dinamismo económico de la región consiste en profundizar la integración comercial —dentro de la región y con el resto del mundo (gráfico 4.1) (Banco Mundial, 2014; De la Torre *et al.*, 2015).

Las economías de ALC, al igual que otras economías emergentes de Asia y Europa, han incrementado significativamente su participación en las exportaciones mundiales en los últimos 25 años, ya sea en términos de flujos brutos (exportaciones de bienes y servicios, finales o intermedios) o de valor agregado de las exportaciones (gráfico 4.1)<sup>1</sup>. No obstante, el fuerte

Nota: Preparado por Natalija Novta y Fabiano Rodrigues Bastos, con la excelente asistencia de investigación de Steve Brito.

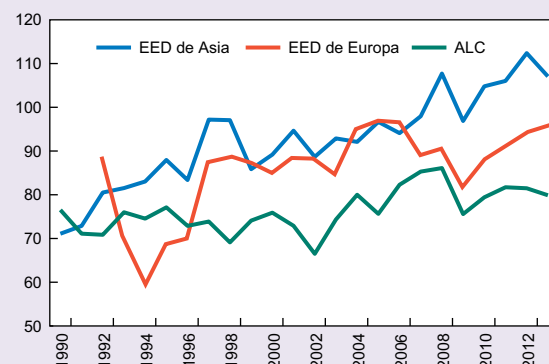
<sup>1</sup> Las exportaciones brutas pueden ser descompuestas en contenido (o valor agregado) interno y contenido externo (para más detalles véase Koopman, Wang y Wei, 2014). El desempeño de China es especialmente sólido,

Gráfico 4.1

### Comercio: ALC y otras regiones

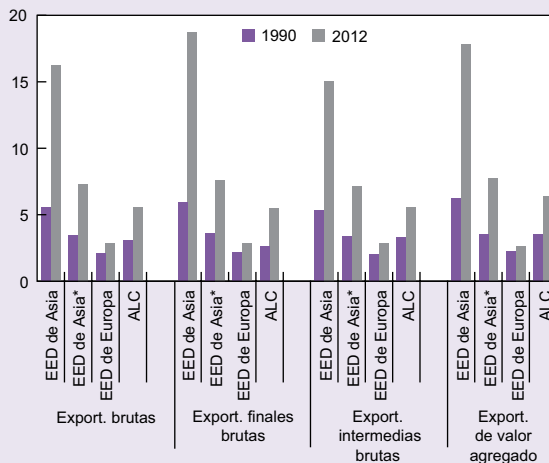
#### 1. Apertura comercial

(Porcentaje del PIB, mediana regional)



#### 2. Participación en las exportaciones mundiales

(Porcentaje)



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

Nota: EED = economías emergentes y en desarrollo; ALC = América Latina y el Caribe. EED de Asia\* excluye China. La apertura (bruta) es la suma de las exportaciones e importaciones brutas dividida por el PIB nominal obtenido de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

crecimiento de las cifras de exportaciones en ALC se ha debido en parte al repunte de precios durante el boom de las materias primas que dio lugar a una

ya que su proporción de las exportaciones mundiales ha aumentado aproximadamente 10 puntos porcentuales durante este período.

tendencia subyacente de mayor concentración de las exportaciones. Ante estas circunstancias, resulta ahora oportuno hacer un balance de las principales tendencias comerciales en ALC, inclusive comparándolas con otras regiones de mercados emergentes, y analizar el potencial de una integración comercial más profunda y sus ventajas.

## El contexto

En este capítulo se destacan tres antecedentes importantes a la hora de analizar las políticas para promover el comercio en ALC: El carácter heterogéneo de la orientación de las políticas, las tendencias del comercio intrarregional y la función de los potenciales centros de comercio exterior (*trade hubs*) de la región (Brasil y México).

1. La región se distingue por la heterogeneidad de la apertura comercial y de la orientación de sus políticas comerciales.

En términos de apertura comercial, en América Latina y el Caribe se observan vastas diferencias entre los países, con cifras de importaciones y exportaciones brutas que varían de 25 por ciento del PIB a 125 por ciento del PIB. La variación de la apertura comercial medida en función del valor agregado no deja de ser importante, pero es menor (gráfico 4.2).

En lo que respecta a las políticas comerciales (gráfico 4.2), la región presenta también un alto grado de diversidad, con niveles arancelarios que van desde 1,5 por ciento hasta casi 14,5 por ciento. Aun así, todos los países de la región han dado pasos con vista a reducir las restricciones comerciales desde 1990 (gráfico 4.2).

Si bien propician un comercio más intenso, los aranceles medios más bajos de por sí solos quizá no basten para lograr una mayor y más homogénea apertura comercial en toda ALC. Este proceso posiblemente tenderá a ser particularmente difícil en el actual contexto de desaceleración del comercio mundial (FMI, 2015b).

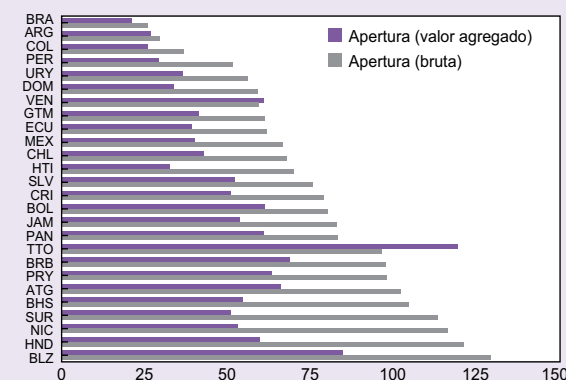
2. El comercio intrarregional en ALC —como proporción de las exportaciones totales de la región— es comparable con el de otras regiones de países emergentes y en desarrollo.

Gráfico 4.2

### Apertura y políticas de comercio

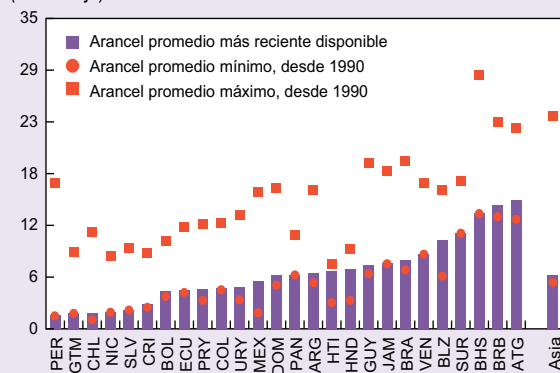
#### 1. Apertura

(Porcentaje del PIB)



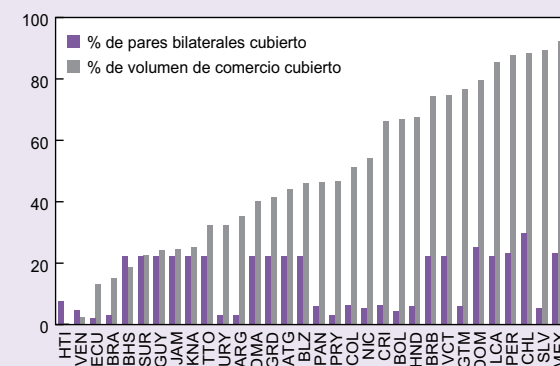
#### 2. Restricción del comercio en ALC

(Porcentaje)



#### 3. Cobertura de los acuerdos regionales en ALC

(Porcentaje)

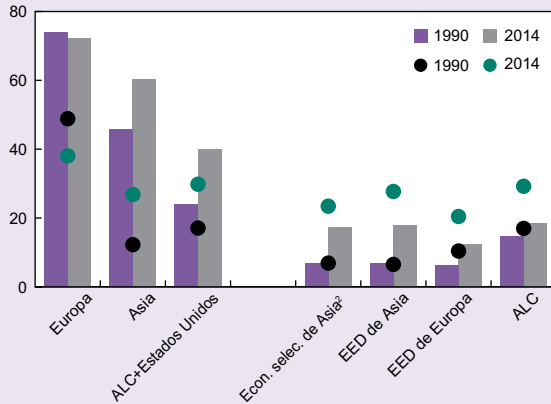


Fuentes: Eora MRIO; Comtrade de Naciones Unidas; CEPPI; FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*; base de datos arancelarios WDI del Banco Mundial, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: EED = economías emergentes y en desarrollo; ALC = América Latina y el Caribe. La apertura (valor agregado) utiliza las exportaciones de valor agregado según la definición de Koopman, Wang y Wei, 2014, divididas por el PIB nominal. Los aranceles se calculan como promedio ponderado de todos los sectores. En el caso de Asia, se usa el promedio simple de todas las economías emergentes y en desarrollo. Véanse las abreviaturas de los nombres de países y regiones en la página 95.

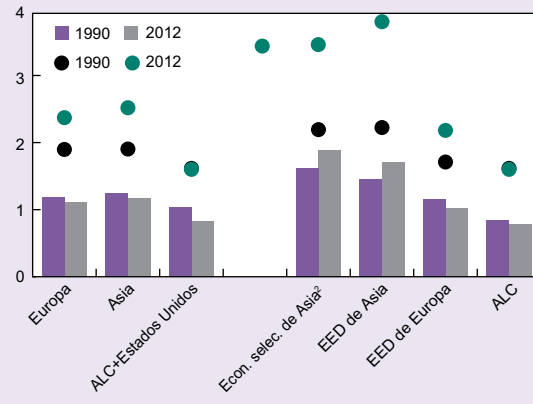
Gráfico 4.3

**Comercio intrarregional**

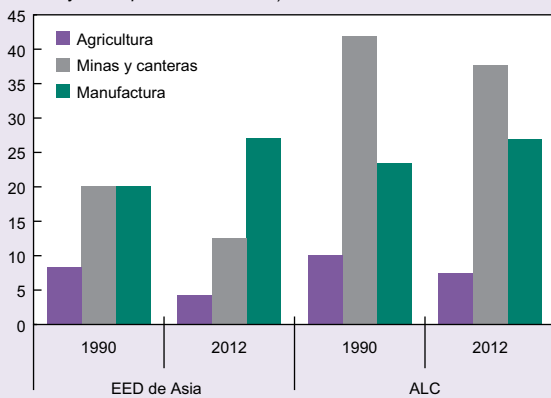
**1. Proporción de exportaciones intrarregionales brutas<sup>1</sup>**  
(Porcentaje de exportaciones regionales brutas)



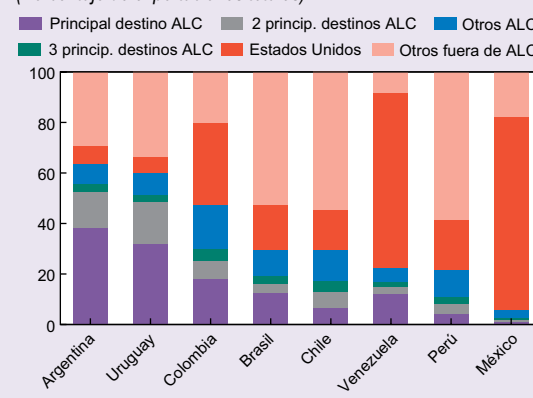
**2. Exportaciones intrarregionales brutas de bienes intermedios y finales<sup>1</sup>**  
(Relación)



**3. Valor agregado interno por sector<sup>3</sup>**  
(Porcentaje de exportaciones totales)



**4. Exportaciones, por destino, economías seleccionadas**  
(Porcentaje de exportaciones totales)



Fuentes: Eora MRIO; FMI, base de datos de Direction of Trade Statistics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EED = economías emergentes y en desarrollo; ALC = América Latina y el Caribe.

<sup>1</sup> Las barras denotan las exportaciones cuyos destinos están dentro de la región, divididas por las exportaciones totales de la región. Los círculos corresponden a la mediana de la relación entre exportaciones intrarregionales y exportaciones totales, de cada región.

<sup>2</sup> Las economías seleccionadas de Asia incluyen Camboya, China, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, Tailandia y Vietnam.

<sup>3</sup> Promedio ponderado basado en las exportaciones por sector. Asia comprende solo países emergentes y en desarrollo.

*Pero su composición es diferente: está sesgada hacia los bienes finales.*

El comercio intrarregional como proporción de las exportaciones en ALC es menor que en otras regiones (como Europa o Asia), pero si las comparaciones se restringen únicamente a los países emergentes y en desarrollo, ALC parece tener niveles similares de integración comercial (gráfico 4.3). Pero una diferencia clara está en la composición de los flujos comerciales dentro de la región, que están más orientados hacia los bienes finales que en otras regiones (gráficos 4.3 y 4.6).

Estas tendencias del comercio exterior son consistentes con las ventajas comparativas y las dotaciones de recursos naturales de la región, como se deduce de las contribuciones de los sectores agrícola y minero al contenido interno de las exportaciones (gráfico 4.3).

Las similares estructuras de producción en ALC, que están concentradas en el sector de las materias primas, limitan el margen disponible en el corto plazo para incrementar el comercio de bienes intermedios. Las desventajas estructurales de la región (gráfico 4.4) también complican la materialización de las capacidades productivas complementarias y



## Dados los fundamentos, ¿podría el desempeño comercial de ALC considerarse deficiente?

Aplicamos modelos de gravedad a los flujos comerciales bilaterales con el fin de evaluar formalmente la evolución del comercio en un conjunto amplio de economías; véase Anderson, 2011; Shepherd, 2013; Noguera, 2012<sup>2</sup>. El modelo de gravedad ofrece un parámetro de referencia útil que permite tener en cuenta los factores comunes que determinan el comercio, los cuales empleamos para caracterizar las “brechas” de intensidad del comercio en las distintas regiones y países en función de los valores residuales estimados. Se consideraron diferentes especificaciones basadas en la siguiente ecuación:

$$e_{ijt} = \beta'X_{ijt} + \gamma'U_{ijt} + \theta'W_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (4.1)$$

La variable  $e_{ijt}$  corresponde al logaritmo de las exportaciones bilaterales entre los países  $i$  y  $j$  en el período  $t$ . El modelo I incluye un conjunto limitado de variables comunes explicativas en el vector  $X$  (a saber, PIB de los países  $i$  y  $j$ , distancia, contigüidad, existencia de un idioma común, existencia de una previa relación colonial, falta de salida al mar del país exportador y efectos fijos de tiempo) (véase el cuadro 4.1).

Más adelante en el capítulo se introduce el modelo II, que incluye efectos fijos de pares bilaterales (vector  $U$ ), y un conjunto de variables adicionales, como cadenas de suministro y medidas relacionadas con la política comercial, incluidas en el vector  $W$ <sup>3</sup>.

<sup>2</sup> En la última década, las investigaciones se han centrado en los fundamentos teóricos de la ecuación de gravedad; véase Anderson y van Wincoop, 2003.

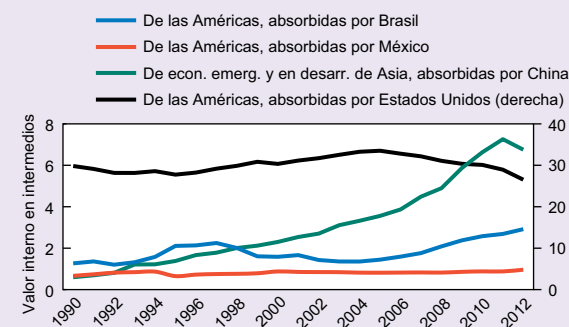
<sup>3</sup> La muestra incluye las exportaciones bilaterales desde 1990 hasta 2012 o 2013 (dependiendo de la variable). Se usaron los siguientes conjuntos de datos: COMTRADE, EORA, WEO y CEPPI. El modelo se estima usando mínimos cuadrados ordinarios (MCO) con errores estándar robustos agrupados, y también mediante el modelo de pseudo-máxima verosimilitud de Poisson (PPML, por sus siglas en inglés). Santos Silva y Tenreyro (2006) sostienen que la PPML tiene un mejor desempeño porque toma en cuenta los casos de flujos comerciales iguales a cero.

Gráfico 4.5

### Países de importancia sistémica en el comercio de ALC

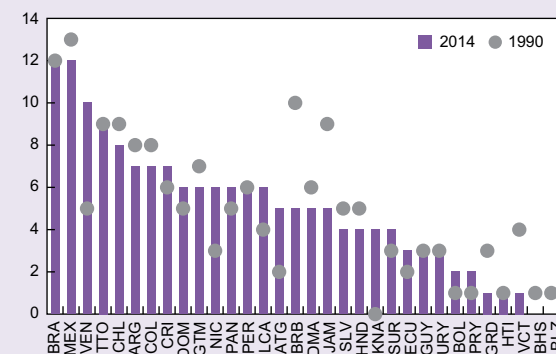
#### 1. Valor interno en las exportaciones de bienes intermedios, desde las Américas y Asia, absorbidas por centros de comercio exterior locales

(Porcentaje de las exportaciones, promedio ponderado)



#### 2. Número de veces que un país aparece entre los cinco principales destinos de exportaciones en ALC<sup>1</sup>

(Unidades)



Fuentes: Eora MRIO; FMI, base de datos de Direction of Trade Statistics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los puntos denotan el número de veces que aparece dentro de los cinco principales destinos de exportaciones dentro de ALC, para cada país, en 2014 y 1990. Véanse las abreviaturas de los nombres de países y regiones en la página 95.

<sup>1</sup> Solo se consideran destinos dentro de ALC.

Los residuos estimados obtenidos del modelo I captan la intensidad del comercio a nivel bilateral después de controlar el efecto del conjunto básico de determinantes. El modelo se estima tanto para las exportaciones brutas como para las exportaciones de valor agregado<sup>4</sup>. Los valores residuales resultantes

<sup>4</sup> Los datos sobre exportaciones de valor agregado incluyen bienes y servicios, en tanto que los datos sobre exportaciones brutas abarcan únicamente bienes. Esta es una característica importante que conviene tener en cuenta ya que un creciente número de estudios sobre exportaciones de servicios documentan importantes idiosincrasias (véase Sáez *et al.*, 2015).

Gráfico 4.6

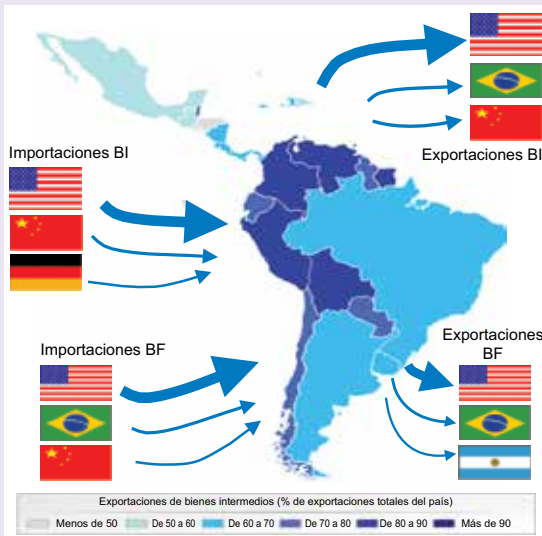
**Bienes intermedios y finales; principales socios**

(Flecha: dólares de EE.UU. corrientes; sombreado: porcentaje de las exportaciones del país)

**1. Importaciones y exportaciones de ALC en 1990**



**2. Importaciones y exportaciones de ALC en 2012**



Fuentes: Eora MRIO y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: BI = bienes intermedios, BF = bienes finales. El sombreado de los países en el mapa denota las exportaciones de bienes intermedios de cada país como proporción de las sus exportaciones totales. Las flechas indican los tres principales destinos de las exportaciones y las tres principales fuentes de importaciones, para ALC en su conjunto en 1990 y 2012, para bienes finales e intermedios. El grosor de cada flecha denota el valor del flujo de exportaciones (importaciones) agregadas en 1990 y 2012, en dólares de EE.UU. corrientes.

pueden interpretarse como desviaciones de las intensidades observadas de las exportaciones con respecto a las predicciones basadas en determinantes geográficos y culturales y efectos fijos de tiempo. En el

gráfico 4.7 se muestra un resumen de esos residuos, o brechas de la intensidad del comercio.

En promedio, siempre que las demás condiciones no varíen, los países de ALC se destacan por presentar brechas de intensidad del comercio bilateral en ambos períodos de la muestra (1990–2000 y 2001–13), observándose un empeoramiento de su situación comparativa más recientemente; este resultado es válido en los casos de las exportaciones brutas y de valor agregado (gráfico 4.7), y América del Sur es el principal factor detrás de este resultado.

**Heterogeneidad en ALC**

Las estimaciones de los residuos del modelo básico de gravedad también pueden usarse para resaltar la heterogeneidad regional en lo que se refiere a la intensidad del comercio (gráfico 4.8). Argentina y Brasil, por ejemplo, presentan residuos negativos relativamente importantes, lo cual indica que su comercio está por debajo de lo que se esperaría en función de sus fundamentos económicos, algo que parece ser coherente con sus políticas comerciales más restrictivas. No obstante, varias economías con políticas más favorables al comercio, como por ejemplo, Colombia, Costa Rica o Perú, tampoco logran colmar las expectativas.

Un factor que parece afectar el desempeño medio del comercio en comparación con el parámetro de referencia del modelo es cuán bueno (o malo) es el desempeño de las economías en los principales mercados internacionales. Esto puede ilustrarse examinando los residuos con respecto a socios específicos de países en extremos opuestos del gráfico 4.8.

- Por ejemplo, por un lado, el sólido desempeño medio del comercio de México obedece abrumadoramente a los flujos de comercio bilateral con Estados Unidos. En el caso de Brasil, en cambio, un residuo negativo particularmente abultado de los flujos comerciales con Estados Unidos es la razón de la amplia brecha media de su intensidad del comercio.
- En el caso de Chile, las fuentes de los residuos son un poco más variadas, e incluyen no solo el comercio con China, como es de prever, sino

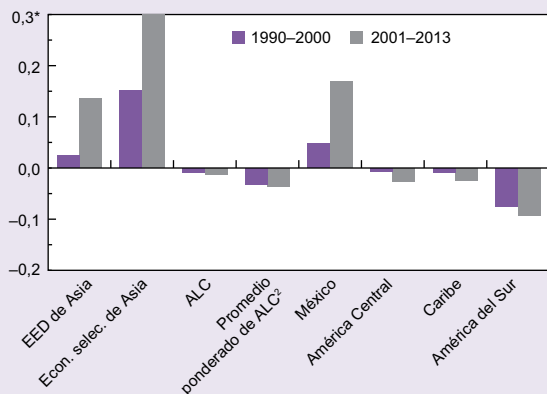
Gráfico 4.7

### Brechas estimadas de intensidad del comercio

(Basadas en residuos de las regresiones de gravedad)

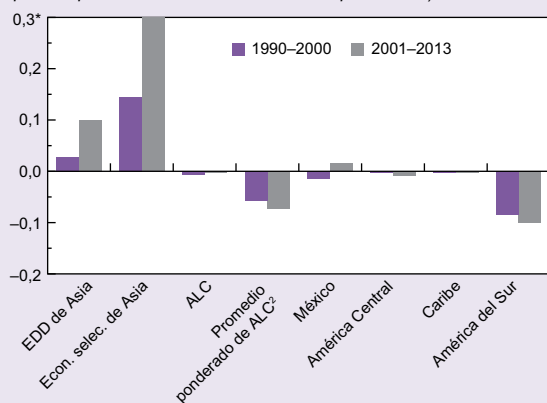
#### 1. Desempeño del comercio, exportaciones brutas<sup>1</sup>

(Media de los residuos de la regresión de gravedad: + comercio superior a parámetros / - comercio inferior a parámetros)



#### 2. Desempeño del comercio, valor agregado<sup>1</sup>

(Media de los residuos de la regresión de gravedad: + comercio superior a parámetros / - comercio inferior a parámetros)



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

<sup>1</sup> Las barras corresponden a los residuos medios estimados en el modelo de gravedad que incluye las siguientes variables independientes: distancia, contigüidad, idioma, país colonizador, falta de salida al mar y efectos fijos de tiempo.

<sup>2</sup> Promedio ponderado en función del PIB.

Nota: La barra de las economías seleccionadas de Asia (2001-13) tiene tope: el valor alcanza 0,6 (exportaciones brutas, panel 1) y 0,4 (exportaciones de valor agregado, panel 2). Las barras de América Central, el Caribe y América del Sur también son medias ponderadas en función del PIB.

Nota: EED = economías emergentes y en desarrollo. Las economías seleccionadas de Asia son Camboya, China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

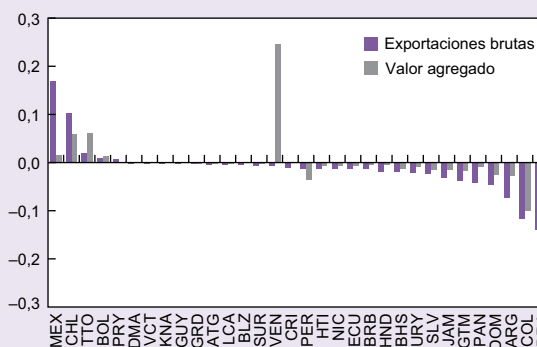
también con Corea y Japón. En Colombia, las flojas exportaciones bilaterales a los dos principales países de la región (Brasil y México) pesan sobre los residuos medios.

El análisis asimismo corrobora el limitado papel que Brasil y México cumplen como centros de comercio

Gráfico 4.8

### Heterogeneidad en ALC, 2000-13<sup>1</sup>

(Unidades, residuos medios)



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

<sup>1</sup> Basada en estimación PPML de la ecuación de gravedad. Las barras corresponden a la media de los residuos estimados en el modelo I. Venezuela tiene un alto residuo de valor agregado debido a las exportaciones de petróleo.

Véanse las abreviaturas de los nombres de países y regiones en la página 95.

exterior regionales. Los residuos de las exportaciones de países de ALC a Brasil y México son bajos, en especial en comparación con los residuos de las exportaciones de los países asiáticos a China (gráfico 4.9).

La importancia del desempeño en las principales economías mundiales no se debe meramente al tamaño, ya que en este marco se tiene en cuenta el PIB tanto del país declarante como de sus socios. No obstante, por definición, los residuos reflejan una serie de factores que inciden en la competitividad y que no están incluidos directamente en la regresión. Por lo tanto, recurrimos a un marco con efectos fijos de pares bilaterales, para tener en cuenta la heterogeneidad no observada<sup>5</sup>.

## La función de las cadenas de valor y los acuerdos comerciales

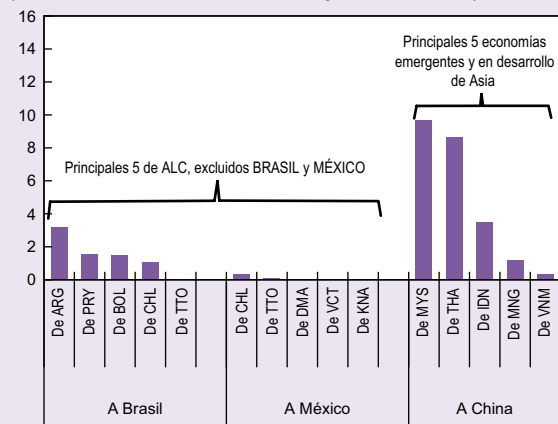
El surgimiento de cadenas de valor en distintos países ha contribuido a los crecientes volúmenes comerciales y ha dado lugar a efectos derrame positivos

<sup>5</sup> También utilizamos especificaciones con efectos fijos de exportadores e importadores; véase Novta y Rodrigues Bastos, de próxima publicación.

Gráfico 4.9

### Centros de comercio regionales: Brasil, China y México

(Residuos medios de las ecuaciones de gravedad, 2001–13)



Fuentes: CEPPi; FMI, base de datos del informe WEO; Comtrade de Naciones Unidas, y cálculos del personal técnico del FMI, basándose en la estimación de pseudo-máxima verosimilitud de Poisson.

Nota: Véanse las abreviaturas de los nombres de países y regiones en la página 95.

en el crecimiento de varias economías asiáticas<sup>6</sup>. Para examinar la función que cumplen las cadenas de suministro mundiales se amplió el modelo I con dos variables (incluidas en el vector  $W$  de la ecuación 4.1): 1) valor agregado externo en las exportaciones brutas y 2) valor agregado interno de las exportaciones de bienes intermedios que se reexportan a terceros países<sup>7</sup>. La especificación incluye efectos fijos de pares bilaterales (vector  $U$  en la ecuación 4.1). Ambas variables de CMV (cadenas mundiales de valor) se utilizan a nivel de país (no a nivel de pares bilaterales), se miden como porcentaje de las exportaciones brutas y se rezagan en la estimación. Con ellas se pretende captar el impacto que las características predeterminadas de toda una economía relacionadas con las cadenas mundiales de valor tienen sobre la evolución del comercio bilateral.

<sup>6</sup> Véase en la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial*, capítulo 3, un análisis sobre cómo la evolución de las cadenas mundiales de valor ha alterado la elasticidad de las exportaciones con respecto al tipo de cambio.

<sup>7</sup> Este indicador, propuesto por primera vez por Koopman, Wang y Wei (2014), se basa en una descomposición del valor agregado interno que identifica los países en los que los bienes finales e intermedios son absorbidos.

Un mayor valor agregado externo en las exportaciones brutas suele captar un aumento en la integración en las cadenas mundiales de valor. Por ejemplo, las importaciones de bienes intermedios para ensamblar y exportar un producto final incorporarían un mayor valor agregado a la producción. Los países que están en las etapas más avanzadas de la cadena mundial de producción tienden a tener un mayor valor agregado externo en sus exportaciones, mientras que las economías ricas en materias primas ocupan los segmentos iniciales de la cadena de producción y, como es natural, la proporción de valor agregado externo en sus exportaciones es menor.

La otra variable de la cadena de suministro mundial que se usa en el análisis es menos conocida: el valor agregado interno incorporado en exportaciones de bienes intermedios que se reexportan a terceros países. Este indicador capta el grado en que las economías suministran insumos intermedios a terceros países, gracias a lo cual participan en cadenas productivas más largas.

Los resultados econométricos indican que los países con un mayor contenido externo en las exportaciones (mayor integración en las cadenas mundiales de valor) suelen presentar un mejor rendimiento en términos de flujos de exportaciones bilaterales brutas. Sin embargo, el impacto cuantitativo directo es pequeño y más fuerte en el caso de las economías emergentes y en desarrollo de Asia que en el caso de ALC. Un avance del percentil 5 al percentil 95 del valor agregado externo en la muestra está vinculado a un aumento de las exportaciones brutas de aproximadamente 3 por ciento en el caso de Asia, frente a 2 por ciento en el caso de ALC.

Los resultados también indican que las economías que participan en el comercio de cadenas de suministro más largas presentan un rendimiento más sólido del comercio bilateral. Aquí también el impacto cuantitativo directo es relativamente pequeño, pero más fuerte en ALC que en Asia. Un avance del percentil 5 al percentil 95 en la muestra está vinculado a un aumento de las exportaciones brutas de aproximadamente 2 por ciento en ALC, frente a 1 por ciento en el caso de las economías emergentes y en desarrollo de Asia<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Los resultados de las dos variables sobre CMV incluidas son robustos con respecto a la estimación

El impacto directo a corto plazo de las variables agregadas de las CMV, que es económicamente reducido pero estadísticamente significativo, indica que se necesita más que una mera integración comercial. Para cosechar frutos a largo plazo, ALC debe aprovechar el comercio exterior para fomentar la propagación de conocimientos y la innovación, un desafío al que la región se enfrenta desde hace mucho tiempo (De la Torre, Lederman y Pienknagura, 2015).

Por último, después de controlar la dinámica de CMV de cada país a lo largo del tiempo y la heterogeneidad no observada a nivel de los pares bilaterales, se investigó el efecto de los acuerdos comerciales en la evolución de las exportaciones bilaterales<sup>9</sup>. Los resultados (cuadro 4.1) obtenidos del modelo II indican que los acuerdos comerciales no han sido eficaces como mecanismos para mejorar el desempeño de las exportaciones de ALC. Sin embargo, este resultado se invierte si se usan los efectos fijos de país en lugar de los efectos fijos de pares bilaterales<sup>10</sup>. Estos resultados contrastantes sobre el efecto de los acuerdos comerciales son comunes en otros

---

de pseudo-máxima verosimilitud de Poisson (cuadro 4.1). Los resultados también son robustos cuando se usan efectos fijos de exportadores e importadores en lugar de los efectos fijos de pares bilaterales.

<sup>9</sup> Introdujimos una variable dummy para acuerdos comerciales en el vector  $W$  de la ecuación 4.1. El conjunto de datos sobre acuerdos comerciales proviene de Sousa (2012).

<sup>10</sup> Los resultados de esta especificación alternativa se analizan en Novta y Rodrigues Bastos (de próxima publicación). Básicamente, la especificación de efectos fijos a nivel de país controla la heterogeneidad no observada a través de efectos fijos del exportador e importador, en lugar del efecto fijo de los pares bilaterales. De esta forma, la especificación aprovecha no solo la variación a lo largo del tiempo, sino también la variación entre los pares bilaterales de cada país. La desventaja de este enfoque es que la heterogeneidad no observada a nivel de los pares bilaterales podría introducir en las estimaciones el sesgo de variables omitidas. Algunos estudios también han detectado un impacto reducido de los acuerdos comerciales en los flujos de exportaciones —Frankel, Stein y Wei, 1995; Frankel, 1997—, en tanto que otros autores —Baier y Bergstrand, 2007— han sostenido que se puede observar un impacto mayor si se considera la endogeneidad potencial de la política comercial.

estudios<sup>11</sup>. En general, la conclusión que se extrae de estos resultados y de los estudios conexos es que un aumento del número de acuerdos comerciales quizá no estimule el comercio exterior. Los beneficios reales dependerán de los aspectos específicos de cada acuerdo y de sus reformas.

## Conclusiones de políticas

Mejorar el desempeño de las exportaciones en ALC es una tarea crítica y a la vez compleja. Muchas economías de la región están enfrentando fuertes desaceleraciones acompañadas de un empeoramiento de las perspectivas a mediano plazo. Los ajustes de los tipos de cambio en toda la región seguirán desempeñando una función importante, pero el aprovechamiento del comercio exterior como un motor del crecimiento a mediano plazo es una propuesta más compleja.

A lo largo de los últimos 25 años, ALC ha permanecido más cerrada al comercio exterior que otras regiones de mercados emergentes, y el comercio de la mayoría de las economías de la región se sitúa por debajo del nivel que sería de esperar en virtud de sus fundamentos económicos. Esto ha sucedido pese a los esfuerzos de política para reducir las barreras comerciales en la región. Si bien mantenemos una postura realista frente a la posibilidad de lograr una mejoría notable, en el capítulo planteamos algunas formas en que las políticas podrían resultar útiles:

- Son importantes los esfuerzos para penetrar en los principales mercados internacionales, tanto a través de las economías avanzadas como de los centros regionales comerciales de mercados emergentes. Para ir ganando cuotas de participación en los mercados en un entorno competitivo, se precisan avances más firmes de las reformas estructurales dentro a ALC<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Cipollina y Salvatici (2012) analizaron más de 80 distintos estudios sobre el tema, y resaltaron la variabilidad del impacto estimado, pero estuvieron de acuerdo con la opinión de que los acuerdos comerciales sí contribuyen al comercio.

<sup>12</sup> Esta cuestión ya se ha subrayado en ediciones anteriores de esta publicación, concretamente, las de abril de 2015 y abril de 2013, donde también se analizan estrategias de política para mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

- ALC debería procurar ampliar su participación en las cadenas de producción integradas por varios países, y eliminar las barreras al comercio de bienes intermedios. No obstante, el efecto cuantitativo directo de estas reformas en el comercio seguirá siendo reducido en el corto plazo, si la integración comercial no da lugar a un crecimiento sostenido de la productividad. Para lograrlo, la mejor ruta es preparar el terreno de tal manera que se facilite la reasignación de recursos, la propagación de conocimientos y la innovación, sobre todo al destrabar el comercio intrasectorial (De La Torre, Lederman y Pienknagura, 2015). En este sentido, los estudios han demostrado que las instituciones (el cumplimiento de los contratos y la calidad del sistema judicial, en particular) son importantes vehículos para fomentar el comercio, sobre todo en los que se refiere a los insumos intermedios (Nunn, 2007).
- Los acuerdos comerciales no representan una panacea para fomentar el comercio exterior. La reducción de los aranceles es una medida necesaria pero no suficiente; tiene que ir acompañada de reformas estructurales y de reducción

de las barreras no arancelarias. Los acuerdos comerciales deberían ser una herramienta para potenciar la competitividad en los mercados internacionales, y ALC debería evitar el riesgo de crear bloques regionales protegidos o de reintroducir políticas cerradas (*inward looking policies*) (Taylor, 1998). En las negociaciones de comercio a escala multirregional, los países de ALC se enfrentan a un desafío a la hora de promover sus intereses; Chile, México y Perú, que participan en el Acuerdo Estratégico Transpacífico de Asociación Económica (TPP, por sus siglas en inglés), son un claro ejemplo de ello<sup>13</sup>. Una observación final, pero no por eso menos importante, es que la proliferación de los acuerdos comerciales exige una mayor coordinación de las múltiples iniciativas vigentes y previstas, algo que es especialmente pertinente en el caso del MERCOSUR y la Alianza del Pacífico.

---

<sup>13</sup> En el TPP participan 12 países de Asia y América, entre ellos Estados Unidos.

Cuadro 4.1. Ecuación de gravedad

Variables	(1) MCO exportaciones brutas	(2) MCO valor agregado	(3) MCO exportaciones brutas	(4) MCO valor agregado	(5) POISSON exportaciones brutas	(6) POISSON valor agregado
Rezago Ln PIB declarante	1,202*** (0,006)	0,967*** (0,005)	0,430*** (0,024)	0,247*** (0,007)	0,516*** (0,037)	0,435*** (0,022)
Rezago Ln PIB socio	0,904*** (0,006)	0,836*** (0,004)	0,578*** (0,017)	0,439*** (0,006)	0,635*** (0,035)	0,739*** (0,029)
Ln distancia ponderada	-1,316*** (0,020)	-0,648*** (0,017)				
Contigüidad	0,972*** (0,104)	0,876*** (0,110)				
Idioma oficial común	0,615*** (0,047)	0,453*** (0,040)				
Relación colonial	1,082*** (0,103)	0,580*** (0,096)				
Colonizador común después de 1945	0,988*** (0,067)	0,245*** (0,057)				
Falta de salida al mar	-0,326*** (0,037)	0,001 (0,025)				
Ln precios de exportación de materia prima			0,158 (0,104)	0,467*** (0,022)	0,869*** (0,133)	0,327*** (0,076)
Acuerdo comercial			0,045 (0,034)	0,018** (0,009)	0,067* (0,040)	0,020 (0,019)
EED de Asia			0,174* (0,096)	0,109*** (0,037)	0,057 (0,060)	0,058 (0,045)
EED de Europa			0,238*** (0,061)	0,028** (0,014)	-0,028 (0,064)	-0,004 (0,032)
ALC			-0,211*** (0,078)	-0,135*** (0,017)	0,030 (0,072)	-0,008 (0,032)
Rezago FVA_exports			-0,005 (0,003)	-0,011*** (0,001)	0,017** (0,007)	-0,012*** (0,003)
EED de Asia			0,058*** (0,005)	0,014*** (0,002)	0,050*** (0,008)	0,041*** (0,005)
EED de Europa			0,034*** (0,005)	0,009*** (0,001)	0,032*** (0,006)	0,004 (0,003)
ALC			0,032*** (0,005)	-0,008*** (0,002)	0,019* (0,010)	0,032*** (0,004)
Rezago VA_exports (intermedio reexportados)			-0,039** (0,019)	-0,039*** (0,006)	0,011 (0,040)	-0,066*** (0,016)
EED de Asia			0,139*** (0,021)	0,071*** (0,007)	0,084** (0,041)	0,160*** (0,020)
EED de Europa			-0,011 (0,027)	0,085*** (0,007)	0,124*** (0,037)	0,018 (0,016)
ALC			0,171*** (0,025)	0,084*** (0,007)	0,169*** (0,040)	0,130*** (0,025)
Constante	-1,595*** (0,182)	-5,776*** (0,151)	-10,779*** (0,488)	-9,804*** (0,102)		
Observaciones	397,826	316,047	371,609	337,368	510,843	563,731
R <sup>2</sup>	0,635	0,790				
R <sup>2</sup> efectos fijos			0,232	0,417		
Log pseudo-verosimilitud					-75117	-59389
Efecto fijo de tiempo/Efecto fijo para bilateral	SÍ/NO	SÍ/NO	SÍ/SÍ	SÍ/SÍ	SÍ/SÍ	SÍ/SÍ
Número de id			23,419	22,191	23,419	27,222

Nota: Muestra: Período 1990–2013 para las exportaciones brutas y período 1990–2012 para las exportaciones de valor agregado. Estimación por MCO con errores estándar robustos agrupados - \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. Los efectos fijos en el tiempo no se muestran pero están incluidos en todos los modelos. Se estima conjunto completo de variables dummy para acuerdos comerciales, valor agregado externo (FVA) y valor agregado (VA) para todas las regiones (modelos 3–6), pero se muestran solo los correspondientes a economías emergentes y en desarrollo de Asia, Europa y ALC. Los efectos fijos de pares bilaterales se incluyen en los modelos 3–6. Las series de términos de intercambio de las materias primas se basan en Gruss (2014).



## 5. Promoción del desarrollo financiero en América Latina y el Caribe

En los últimos años, muchos países de América Latina y el Caribe (ALC) hicieron grandes esfuerzos para desarrollar sus sistemas financieros. En este capítulo se analiza el estado actual del desarrollo financiero de la región, así como los efectos que una profundización del mismo podría tener en términos de crecimiento potencial y estabilidad. El análisis sugiere que el acceso a instituciones financieras se expandió notablemente en la última década, y la región de ALC muestra un desempeño favorable en comparación con el de otras regiones de mercados emergentes. Sin embargo, la región sigue mostrando un rezago respecto de sus pares en términos de desarrollo financiero en sentido amplio, en especial en lo que se refiere a mercados, pero existe una heterogeneidad importante entre países. Además, los sistemas financieros de muchos países de ALC parecieran estar subdesarrollados en relación a sus fundamentos macroeconómicos. Por lo tanto, en el contexto actual un mayor nivel de desarrollo financiero probablemente ofrecería beneficios netos a la región, siempre y cuando se establezca una supervisión regulatoria adecuada para prevenir excesos.

### Medición del desarrollo financiero

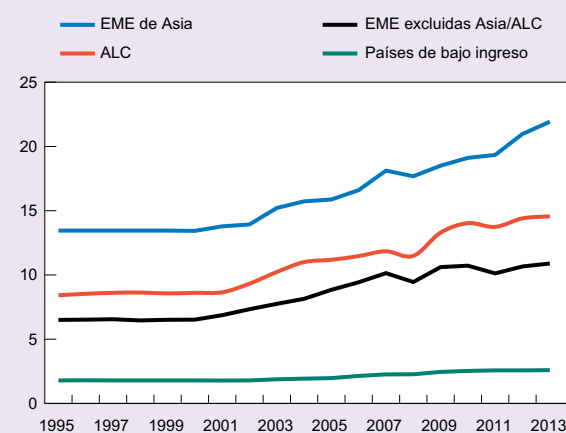
Resulta difícil medir el desarrollo financiero de manera integral. Algunas variables representativas típicas de la bibliografía incluyen el ratio de crédito privado a PIB y, en menor medida, la capitalización del mercado de acciones. Estos indicadores tradicionales, no obstante, son demasiado acotados para capturar el amplio espectro de actividades del sector financiero. En efecto, las instituciones financieras no bancarias (fondos de pensiones, empresas de seguros, fondos mutuos, etc.) crecieron de manera significativa en la última década, ofreciendo oportunidades para lograr una mayor suavización del consumo, financiamiento para inversiones y diversificación del riesgo de hogares y empresas (gráfico 5.1). De manera similar, los mercados financieros

Nota: Preparado por Dyna Heng, Anna Ivanova, Rodrigo Mariscal, Uma Ramakrishnan, Joyce Cheng Wong, con contribuciones de Steve Brito.

Gráfico 5.1

#### Activos no bancarios

(Promedios regionales como porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Mundial, Finstats e Indicadores del desarrollo mundial, y cálculos del personal técnico del FMI.

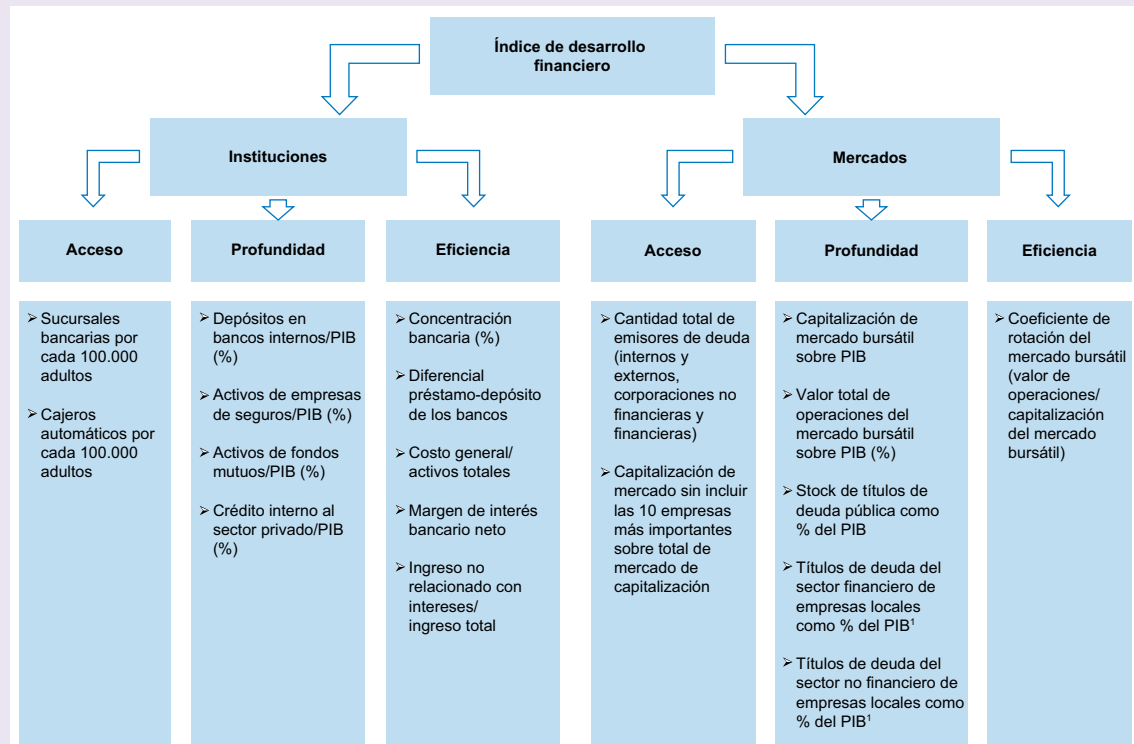
Nota: Suma de activos de empresas de seguros y de fondos mutuos como porcentaje del PIB. Promedio simple de los países. EME de Asia = economías de mercados emergentes de Asia; ALC = América Latina y el Caribe; EME excluidas Asia/ALC = economías de mercados emergentes, excluidas Asia y ALC.

han crecido y se han diversificado, permitiendo el acceso al financiamiento de mercado a un espectro más amplio de agentes económicos.

A fin de capturar de mejor manera las distintas facetas de estas tendencias, el FMI desarrolló un nuevo índice integral y de base amplia de desarrollo financiero (Sahay *et al.*, 2015a). El índice contiene dos componentes principales: instituciones financieras y mercados financieros. Cada componente se desglosa en subcomponentes de acceso, profundidad y eficiencia. Esos subcomponentes, a su vez, se construyen sobre la base de algunas variables subyacentes que tienen correlación con el desarrollo de cada área. Empleamos el mismo marco para capturar el desarrollo del sector financiero en ALC, con algunas modificaciones (gráfico 5.2 y anexo 5.1). Aunque la disponibilidad de datos limita las opciones de países y variables para la construcción del índice, la base de datos incluye 123 países, y cubre el período 1995–2013.

Gráfico 5.2

**Cómo medir el desarrollo financiero**

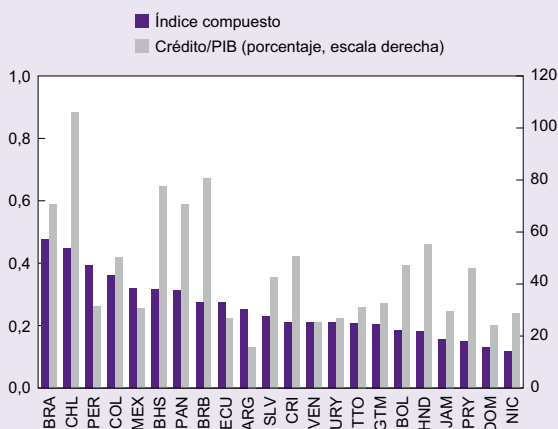


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Stock de deuda de empresas locales basado en el concepto de residencia.

Gráfico 5.3

**Índice de desarrollo financiero compuesto y crédito/PIB, 2013**



Fuentes: Banco Mundial, Finstats e Indicadores del desarrollo mundial, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El índice compuesto toma valores que van de cero a 1, donde 1 indica el nivel más alto de desarrollo financiero, sobre la base del desempeño de 123 países en 1995–2013. Las abreviaturas de los nombres de los países se presentan en la página 95.

Existen algunas diferencias notables entre nuestro índice de desarrollo financiero y otros indicadores más tradicionales (gráfico 5.3). Por ejemplo, a causa del tamaño de los bancos internos, el ratio de crédito de Honduras —el indicador más habitual de profundización financiera— es elevado, lo cual sugiere un alto desarrollo financiero. Honduras, sin embargo, no tiene un buen desempeño en términos de profundidad de las instituciones no bancarias, de eficiencia de las instituciones financieras, ni de todos los aspectos de desarrollo del mercado financiero, lo que redunda en un índice compuesto más débil. En una línea similar, el nivel de capitalización del mercado de acciones de Trinidad y Tobago es actualmente el tercero más alto de la región, pero ese ranking refleja en gran medida la existencia de empresas regionales que cotizan en distintas bolsas, mientras que el acceso al mercado de empresas internas y la eficiencia del mercado, medida de acuerdo con el coeficiente de rotación, se han mantenido

en niveles bajos. Esto revela las limitaciones de los indicadores basados en la capitalización del mercado al momento de mostrar el “desarrollo financiero”. Trinidad y Tobago no tiene buen desempeño en materia de acceso a las instituciones financieras.

## Desarrollo financiero: ¿Cuál es la situación actual de ALC?

A nivel general, los países de ALC muestran un desempeño poco favorable respecto de otros mercados emergentes en lo que se refiere al desarrollo financiero. De hecho, solo los países de bajo ingreso están por debajo de ALC (gráfico 5.4). No obstante, los resultados varían por componente:

- ALC muestra un mejor desempeño en términos de instituciones financieras que de mercados financieros, una característica que comparte con los países de bajo ingreso. Aun así, la calificación de ALC sobre la profundidad y la eficiencia de las instituciones financieras muestra un rezago respecto de la de otras regiones de mercados emergentes. Lo mismo ocurre con todos los subcomponentes de desarrollo del mercado financiero.
- La categoría en la que ALC se destaca respecto de los demás mercados emergentes es el acceso a las instituciones financieras, lo que refleja el énfasis que los países pusieron en mejorar la inclusión financiera a través de la ampliación de las redes de bancos y cajeros automáticos. No obstante, ALC se mantiene detrás de otras regiones de mercados emergentes en relación con el nivel de uso de los servicios financieros por parte de los hogares (recuadro 5.1).

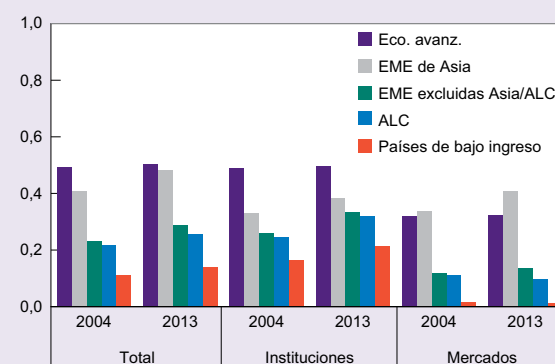
A su vez, existe un nivel sustancial de dispersión en términos de desarrollo financiero en ALC (gráfico 5.5). Chile y Brasil tienen el mayor desarrollo de mercados financieros e instituciones financieras, respectivamente. A continuación les siguen Perú, Colombia y México (que logró grandes avances en la recuperación desde la crisis de 1994).

- Las reformas financieras de Chile comenzaron a mediados de la década de 1970, con medidas tendientes a facilitar el desarrollo del mercado de

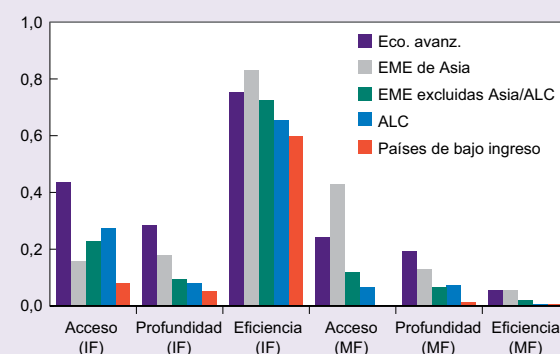
Gráfico 5.4

### Variación interregional de desarrollo financiero

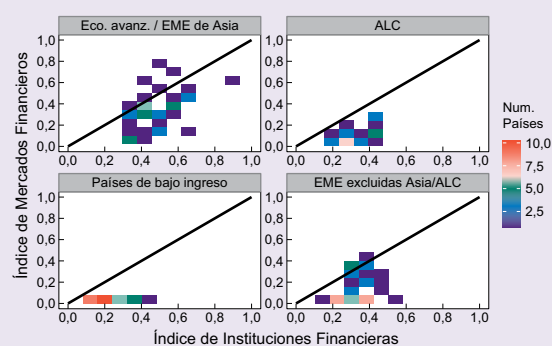
#### 1. Desarrollo financiero por región, 2004 y 2013



#### 2. Componentes del índice de desarrollo financiero por región, 2013



#### 3. Distribución entre instituciones y mercados, 2013<sup>1</sup>



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

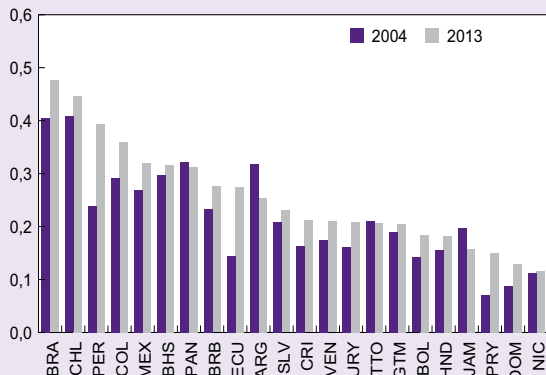
Nota: Eco. avanz. = economías avanzadas; EME de Asia = economías de mercados emergentes de Asia; EME, excluidas Asia/ALC = economías de mercados emergentes, excluidas Asia y ALC; ALC = América Latina y el Caribe; IF = instituciones financieras; MF = mercados financieros.

<sup>1</sup> El histograma 2D está basado en la frecuencia de países. Los rectángulos muestran el número de países para cada combinación de los índices de instituciones financieras y mercados financieros.

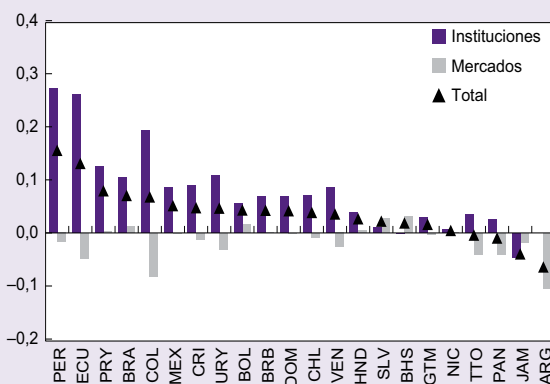
Gráfico 5.5

### América Latina y el Caribe: Avances en el desarrollo financiero y brechas remanentes

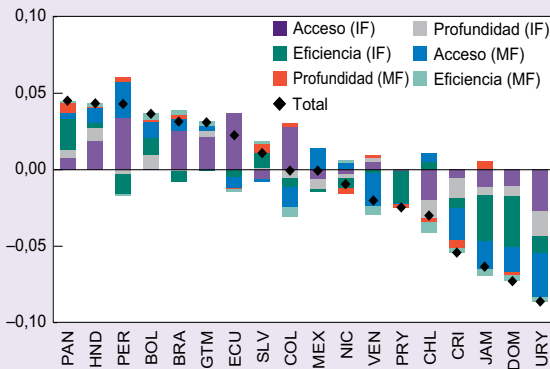
#### 1. Índice de desarrollo financiero (Índice compuesto)



#### 2. Variación del índice de desarrollo financiero (2004-13) (Variación del índice compuesto entre periodos)



#### 3. Brechas de desarrollo financiero respecto de los fundamentos del país, 2013<sup>1</sup>



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: IF= instituciones financieras; MF = mercados financieros. Las abreviaturas de los nombres de los países se presentan en la página 95.

<sup>1</sup>El desglose de la brecha se calcula utilizando la especificación de la regresión agregada sobre cada componente.

bonos y acciones. La creación de un sistema de pensiones totalmente financiado generó una gran base de inversionistas institucionales internos, que proveyó una demanda estable por bonos privados con vencimientos cada vez más prolongados. Las reformas aplicadas en la década de 2000 permitieron que los inversionistas institucionales tuvieran más flexibilidad para aumentar la proporción de sus carteras invertida en acciones internas. Actualmente, el mercado de bonos interno representa casi el 40 por ciento del PIB, mientras que el valor de mercado de las empresas del mercado de acciones (aproximadamente el 90 por ciento del PIB) supera notablemente el de los países vecinos.

- Brasil, en cambio, registró un rápido desarrollo en la última década, tanto en términos de instituciones financieras como de mercados financieros. El Gobierno aplicó una estrategia de gestión de deuda amigable al mercado que ayudó a desarrollar el mercado de capitales internos. La misma incluyó prorrogar la madurez de vencimientos de los bonos públicos, definir puntos de referencia a lo largo de distintas partes de la curva de rendimiento, y relanzar el mercado de bonos con cobertura. Esas reformas también contribuyeron al desarrollo de las instituciones financieras de Brasil: el ratio de activos de empresas de seguros a PIB se duplicó (con creces), mientras que los activos de fondos mutuos pasaron del 30 por ciento al 50 por ciento del PIB, por lo que Brasil quedó en el sexto puesto a nivel mundial (excluyendo los centros financieros). Los mercados de bonos privados, acciones y derivados también crecieron notablemente.
- Tras su crisis de 1994, México se concentró en aumentar la confianza en el sistema bancario fortaleciendo las regulaciones, reformando los seguros de depósitos y mejorando la ejecución de garantías y el intercambio de información entre oficinas de crédito<sup>1</sup>. Al mismo tiempo, se realizaron reformas para promover la educación financiera y la competencia en el sector bancario. Todas estas reformas contribuyeron a una aceleración

<sup>1</sup> Véase un análisis de la intermediación financiera en México en Klemm y Herman (de próxima publicación).

del crecimiento del crédito, lo que constituye un desarrollo positivo teniendo en cuenta que el ratio del crédito a PIB actual sigue siendo bajo.

Otros países de ALC (como Colombia, Ecuador y Perú) también experimentaron un avance notable en términos de desarrollo financiero en la última década. En particular, Colombia y Perú dieron pasos muy importantes para desarrollar las instituciones financieras: la cantidad de sucursales bancarias se cuadruplicó, con creces. En Ecuador, la cantidad de sucursales bancarias también creció de manera significativa, a partir de la expansión de dos grandes bancos y de la conversión de varias cooperativas de crédito en bancos comerciales. Por el lado de los mercados. Las Bahamas y El Salvador registraron un desarrollo notable (en el caso de este último sobre la base del desarrollo del sector financiero).

## Desarrollo financiero y fundamentos macroeconómicos

En muchos países de ALC, todo indica que la etapa actual de desarrollo financiero no está alineada con sus respectivos fundamentos macroeconómicos. Las brechas de desarrollo financiero —calculadas como la desviación de nuestro índice respecto de una predicción basada en fundamentos económicos, como el ingreso per cápita, el tamaño del sector público, la estabilidad macroeconómica, y otros (véase el anexo 5.1)— pueden ayudar a identificar posibles distorsiones u otras fuentes de desarrollo financiero insuficiente o excesivo en países específicos (gráfico 5.5)<sup>2</sup>.

En línea con estudios anteriores (De la Torre, *et al.*, 2012 y 2014), encontramos que los déficits de eficiencia y profundidad institucional, así como de

<sup>2</sup> Las regresiones explican una proporción considerable de la dispersión en términos de desarrollo financiero, con *R* cuadrados de 0,74 y 0,61 en las regresiones de las instituciones y de los mercados, respectivamente. De cualquier modo, la falta de una teoría sólida sobre los factores que impulsan el desarrollo financiero implica que la especificación correcta del modelo es incierta. Por ende, las brechas deben interpretarse con cautela.

acceso y eficiencia de mercados, son comunes en ALC. Esas brechas pueden representar diversos factores. Por ejemplo, es posible que los sistemas financieros que experimentaron crisis en el pasado reciente sigan en recuperación. En el caso de la República Dominicana, por ejemplo, que experimentó una crisis financiera en 2003, el nivel de desarrollo *inferior* al que implicarían los fundamentos refleja en parte la erosión de la confianza en las instituciones financieras y la demanda de crédito deprimida como consecuencia de la crisis. En Uruguay (crisis bancaria en 2002), por otro lado, la brecha negativa refleja principalmente el poco acceso a las instituciones financieras y a los mercados. También pueden surgir brechas negativas por la falta de marcos adecuados para obtener o ejecutar garantías (por ejemplo, la brecha de eficiencia negativa de Perú). En otros casos (por ejemplo, la brecha de eficiencia negativa de Jamaica), la falta de eficiencia refleja tanto los niveles elevados de concentración bancaria como la dependencia histórica de la inversión en deuda pública de bajo riesgo, que limitó la capacidad de los bancos para realizar evaluaciones de riesgo al momento de otorgar préstamos al sector privado, incrementando los márgenes. Las brechas negativas de eficiencia de mercados en ALC están relacionadas, según De La Torre, Ize y Schmukler (2012), a actividades de *offshoring* por parte de grandes corporaciones, aunque los factores subyacentes aún no están identificados.

También deberían analizarse las brechas positivas en el desarrollo financiero con el fin de detectar excesos o ineficiencias potenciales. Por ejemplo, el uso por parte de Bolivia de tasas de interés reguladas y asignación de cuotas de crédito para algunos sectores puede ser un riesgo para la rentabilidad de los bancos y generar una asignación ineficiente del crédito. De manera similar, el rápido crecimiento del crédito en Honduras, superior al que podría justificarse a partir de los fundamentos macroeconómicos, generó un aumento del consumo a causa de la falta de oportunidades de inversión. En otros países, en especial en América Central, las brechas positivas en el desarrollo de los mercados financieros reflejan el hecho de que los mercados de acciones presentan una cantidad reducida de empresas que cotizan (y poco volumen de operaciones), que carecen de una infraestructura

jurídica y contractual adecuada, y que la mayoría de las empresas internas no lo consideran como una fuente de financiamiento accesible.

Los países de ALC deberían tratar de atenuar las brechas en materia de desarrollo financiero. Dado que a menudo es difícil cambiar los fundamentos macroeconómicos a corto plazo, las políticas tendientes a reducir las brechas de desarrollo financiero deberían ajustarse para que aborden las distorsiones específicas de los países (véase la sección Conclusiones).

## El nexo entre el financiamiento, la estabilidad y el crecimiento: ¿Qué le espera a ALC en el futuro?

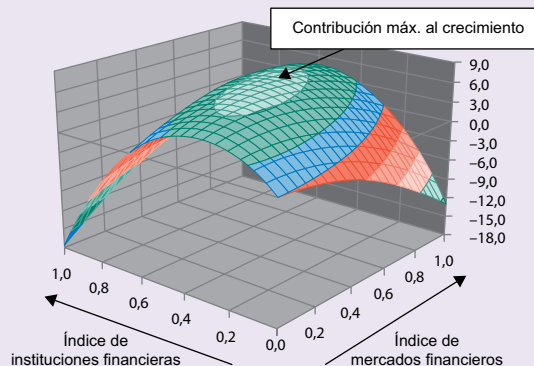
Se ha demostrado que el desarrollo financiero tiene una relación positiva con el crecimiento económico (Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2004; Levine, 2005). Los sistemas financieros eficientes ayudan a canalizar el capital hacia usos productivos, representan un seguro contra shocks, reducen las asimetrías de información y pueden potencialmente aliviar la pobreza y la desigualdad (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2004). Los sistemas financieros sólidos también pueden promover la innovación y el espíritu empresarial, a través de la diversificación del riesgo (King y Levine, 1993). Sin embargo, estudios recientes documentan la existencia de un umbral específico de desarrollo financiero, más allá del cual toda profundización adicional genera retornos decrecientes para el crecimiento y la estabilidad (Arcand *et al.*, 2012; Sahay *et al.*, 2015a). Una posible explicación radica en el hecho de que los grandes sistemas financieros desvían los recursos desde las actividades productivas hacia inversiones especulativas y financieras riesgosas (Minsky, 1975)<sup>3</sup>. Además, el exceso de apalancamiento y de toma de riesgo puede generar un aumento de la volatilidad económica y financiera, con consecuencias posiblemente negativas para el crecimiento a largo plazo, en especial

<sup>3</sup> También se reporta una reducción de los retornos de crecimiento provenientes del desarrollo financiero en Cecchetti y Kharroubi, 2012, 2015; Philippon y Reshef, 2013; Aizenman, Jinjarkar y Park, 2015; Cournède, Denk y Hoeller, 2015; y Sahay *et al.*, 2015a.

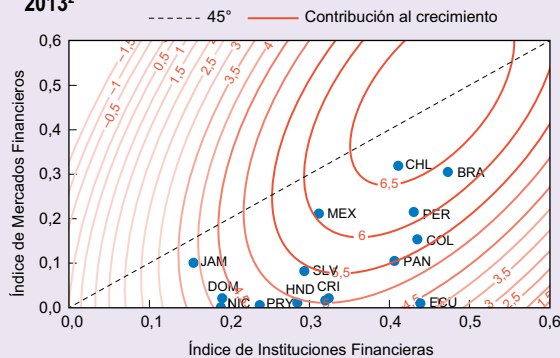
Gráfico 5.6

### Instituciones financieras y desarrollo de mercados, y crecimiento económico

#### 1. Contribución al crecimiento de instituciones y mercados<sup>1</sup>



#### 2. ALC: Índices compuestos y contribución al crecimiento, 2013<sup>2</sup>



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las abreviaturas de los nombres de los países se presentan en la página 95.

<sup>1</sup>La superficie muestra el efecto proyectado sobre el crecimiento de cada nivel de los índices, manteniendo los demás controles fijos.

<sup>2</sup>Las líneas muestran los niveles de contribución al crecimiento proyectado desde una superficie de tres dimensiones a un plano de dos dimensiones; los puntos muestran la combinación de los índices de instituciones financieras y de mercados para los países de ALC seleccionados.

si la regulación y la supervisión no son adecuadas (FMI, 2003; Reinhart y Rogoff, 2011; Sahay *et al.*, 2015a, y Sahay *et al.*, 2015b).

Siguiendo la línea de trabajos anteriores sobre este tema tan amplio, también encontramos relaciones no lineales entre desarrollo financiero y crecimiento (gráfico 5.6), y entre desarrollo financiero e inestabilidad en ALC<sup>4</sup>. Inicialmente, el desarrollo financiero

<sup>4</sup> Utilizamos un indicador de la inestabilidad financiera calculado como el primer componente principal de la inversa del  $\bar{x}$ -score (la distancia hasta una situación

reduce el riesgo de inestabilidad macroeconómica, tal vez porque crea mayores oportunidades para la gestión de riesgos, los seguros y la diversificación. No obstante, todo indica que existe un punto de inflexión, a partir del cual la contribución marginal al aumento de la estabilidad se torna negativa (anexo)<sup>5</sup>. Una relación no lineal se da también en el caso del desarrollo financiero y el crecimiento. Esa relación no lineal es especialmente pronunciada en la relación entre la profundidad institucional y el crecimiento, tal vez porque es más probable que un sistema financiero muy grande brinde espacio para un comportamiento excesivamente riesgoso (Bruno y Song, 2014; Rajan, 2005), que, por ejemplo, podría dar lugar a un crecimiento excesivo del crédito y, a su vez, representar grandes pérdidas crediticias e inestabilidad macroeconómica, socavando la posibilidad de lograr un crecimiento sólido y duradero (Cecchetti y Kharroubi, 2015). Por otro lado, la relación lineal entre crecimiento y eficiencia de los servicios financieros sugiere que habría mejoras sucesivas de bienestar a partir de un sector financiero más eficiente, aunque podrían tener un costo en términos de estabilidad, ya que la menor rentabilidad de los bancos ofrecería incentivos para diversificar en áreas de negocios más riesgosas.

Los datos tomados de las regresiones también sugieren que un nivel excesivo de desarrollo del mercado en las etapas iniciales del desarrollo institucional podría tener efectos negativos sobre la estabilidad. Es probable que esto suceda porque el aumento de

---

crítica), la volatilidad del crecimiento del crédito real, y la volatilidad de la tasa de interés nominal y real. En el caso de la volatilidad del crecimiento, se utiliza la desviación estándar del crecimiento del PIB.

<sup>5</sup> Tratamos de testear la importancia de la calidad regulatoria, representada por una variable dummy basada en un  $\chi^2$ -score (véase el anexo 5.1), como variable condicionante para el vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento. No obstante, la medición adecuada de la calidad regulatoria presenta una dificultad importante, causada 1) por la falta de un indicador adecuado que abarque distintos países y diversos momentos, y, lo que es más importante, 2) porque la mayoría de los cambios regulatorios se aplican en respuesta a crisis financieras, que también afectan el crecimiento, lo que genera problemas de endogeneidad en la regresión.

la volatilidad que genera el desarrollo del mercado predomina cuando las instituciones financieras no tienen la solidez suficiente para contribuir a la protección contra shocks. En particular, el desarrollo rápido del mercado, impulsado por la liberalización y la desregulación aplicadas sin una configuración institucional y jurídica sólida, puede hacer que un país sea más vulnerable a la manipulación del mercado, a flujos de capitales volátiles y a crisis financieras (Laeven, 2014, De La Torre y Schmukler, 2007). Para niveles similares de desarrollo, no obstante, las instituciones y los mercados se complementan positivamente, tanto en relación con el crecimiento como con la estabilidad. Por ende, podría justificarse un enfoque gradual, que apunte a lograr mejoras de desarrollo institucional inicialmente, antes de avanzar con el desarrollo del mercado.

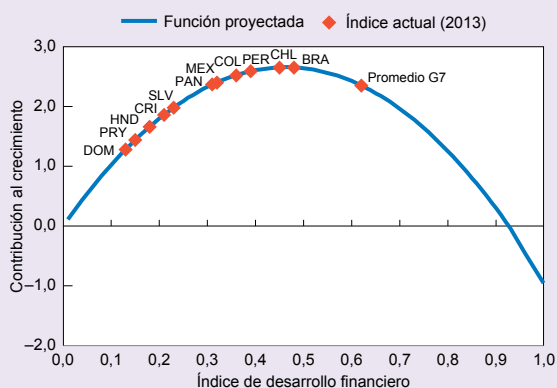
En resumen, existe potencial para profundizar el desarrollo financiero en ALC a más largo plazo. La mayor parte de los países de la región no llegaron todavía al punto de inflexión en el cual el crecimiento marginal de los dividendos provenientes del desarrollo financiero adicional se vuelve negativo. Brasil y Chile son los que están más cerca de este nivel “óptimo” de desarrollo financiero, mientras que la República Dominicana, Paraguay y Honduras están en el extremo opuesto del espectro (gráfico 5.7). Cabe señalar que esas relaciones surgen de un análisis parcial que supone que todos los demás determinantes del crecimiento (como el nivel de ingreso, la inflación, el tamaño del sector público, etc.) se mantienen constantes, mientras que el desarrollo financiero guarda coherencia con el nivel de los fundamentos macroeconómicos.

Así, a más largo plazo, para obtener los máximos beneficios del desarrollo financiero en términos de crecimiento y estabilidad también sería necesario mejorar los fundamentos macroeconómicos del país, lo que a su vez respaldaría un desarrollo adicional de los sistemas financieros. Este es un proceso interactivo, mediante el cual los fundamentos dan forma a los sistemas financieros, y los fundamentos evolucionan en parte en función del mayor desarrollo de los sistemas financieros. No obstante, las estimaciones deberían interpretarse con cautela, ya que es difícil separar la causalidad en

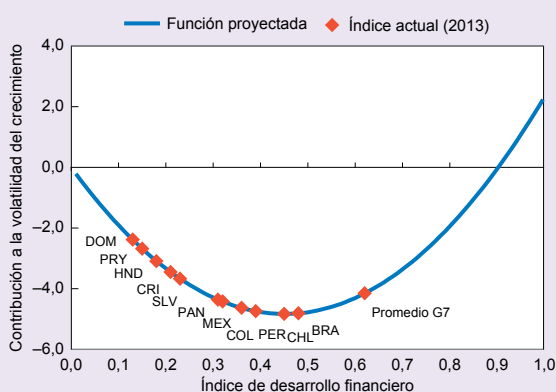
Gráfico 5.7

## Desarrollo financiero, crecimiento y estabilidad

### 1. Contribución al crecimiento proyectada<sup>1</sup>



### 2. Contribución a la volatilidad del crecimiento proyectada<sup>2</sup>



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las abreviaturas de los nombres de los países se presentan en la página 95.

<sup>1</sup>La curva muestra el efecto proyectado en el crecimiento para cada nivel del índice, manteniendo los demás controles fijos.

<sup>2</sup>La curva muestra el efecto proyectado en la volatilidad del crecimiento para cada nivel del índice, manteniendo los demás controles fijos. La volatilidad del crecimiento se refiere a la desviación estándar de la tasa de crecimiento del PIB durante muestras de 5 años.

términos econométricos, aunque se usaron variables instrumentales para abordar los posibles problemas de endogeneidad<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Utilizamos la estimación de sistema del método generalizado de momentos (MGM) (Arellano y Bover, 1995; Blundell y Bond, 1998) a fin de abordar la dependencia dinámica de nuestras variables de interés y la posible endogeneidad de las variables de control. También utilizamos variables instrumentales adicionales que se usan en los trabajos sobre el tema, a saber, el Estado de derecho (Kaufmann, Kraay y Mastruzzi, 2010) y un conjunto de

## Conclusiones e implicancias de políticas

Los sistemas financieros de ALC se han desarrollado y profundizado en los últimos años, pero siguen rezagados respecto de otros grupos de mercados emergentes, en especial en relación con el desarrollo del mercado financiero. Aún más importante, algunos países presentan brechas de desarrollo financiero respecto de los niveles que implican sus fundamentos macroeconómicos. En particular, las brechas de eficiencia y profundidad institucional, así como de acceso y eficiencia de mercados, son comunes en la región.

Teniendo en cuenta que los fundamentos macroeconómicos difícilmente cambien a corto plazo, los países deberían analizar políticas que se adapten a sus propias circunstancias y que apunten a eliminar las distorsiones y contribuyan a cerrar las brechas de desarrollo financiero.

Si bien no existe una solución que se ajuste a todos los casos, estudios previos señalan diversos componentes importantes de un sistema financiero en buen funcionamiento, como 1) derechos de propiedad sólidos; 2) sistema jurídico eficiente; 3) baja incidencia de la corrupción; 4) nivel suficiente de información financiera; 5) buena gobernanza corporativa, y 6) regulación prudencial y supervisión del sistema bancario sólidas (Mishkin, 2007; Laeven, 2014). Esos componentes podrían ser útiles para diseñar políticas tendientes a cerrar las brechas de desarrollo financiero en ALC.

Por ejemplo, los países de ALC que se recuperan de crisis financieras podrían beneficiarse si se mejorara la credibilidad de los sistemas financieros fortaleciendo las reservas de capital y de liquidez, garantizando la oferta de seguros de depósitos creíbles, y resolviendo los descargos de los balances. Muchas de esas reformas se emprendieron en México tras la crisis de 1994, y han resultado invaluable, aunque sigue existiendo una brecha de desarrollo financiero negativa en el país.

variables dummies sobre el origen legal del país (La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer, 2008).

Los países que tienen brechas negativas en la profundidad y la eficiencia de las instituciones financieras (como la República Dominicana, Jamaica y Perú) podrían contemplar la posibilidad de fortalecer los marcos institucionales y jurídicos relacionados con los derechos de propiedad y las garantías, además de mejorar la eficiencia de los tribunales y de los sistemas de informes de crédito (EMC, 2012).

De manera similar, los países de ALC que tienen mercados de bonos poco desarrollados (como Costa Rica y Uruguay) podrían beneficiarse si se aplican estrategias de gestión y emisión de deuda favorables al mercado, a fin de ayudar a promover los mercados secundarios de títulos públicos, como el uso de instrumentos simples estandarizados con vencimientos convencionales, además de fortalecer los marcos jurídico y regulatorio.

Por último, aquellos países en los que los mercados de acciones están poco desarrollados o son ineficientes, grupo conformado por la mayoría de los países de ALC, podrían beneficiarse si se fortalecen el contexto macroeconómico y los marcos institucionales y jurídicos, que promueven los derechos de los inversionistas, la divulgación de información, y políticas que aumentan el tamaño del mercado (por ejemplo, reformas del sistema de pensiones, una liberalización financiera cuidadosamente secuenciada, reformas de impuestos y gobernanza corporativa; Laeven, 2014). Sin embargo, en las economías más pequeñas de ALC, y dado el limitado tamaño de sus mercados, puede no justificarse el desarrollo de mercados de acciones.

En los países en los que el nivel de desarrollo financiero *supera* al nivel que implican los fundamentos macroeconómicos (es decir, brechas de desarrollo positivas), podrían reforzarse las iniciativas tendientes a mejorar la supervisión con el fin de elevar la calidad del crédito y evitar los problemas relacionados con la mala calidad de la suscripción, así como fortalecerse los marcos de política macroprudencial.

A más largo plazo, a medida que los fundamentos macroeconómicos siguen evolucionando, los países de ALC se beneficiarían con un mayor desarrollo financiero estimulado por el crecimiento económico sin poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y financiera. No obstante, es probable que el proceso sea gradual e iterativo, con un crecimiento del ingreso que respalda el desarrollo financiero, y viceversa.

Cuando el desarrollo financiero avanza demasiado rápido, puede generar inestabilidad económica y financiera, en especial si la regulación y la supervisión no logran “mantener el ritmo”. Por ende, es importante que la regulación y la supervisión guarden coherencia con los niveles existentes de desarrollo financiero e incorporen suficiente flexibilidad para abordar los desafíos futuros en términos de profundización financiera.

La secuencia de las reformas también podría ser importante. De hecho, es preciso tener cuidado para no promover un desarrollo del mercado excesivo si las instituciones financieras están poco desarrolladas, ya que eso podría poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y financiera.

**Recuadro 5.1**

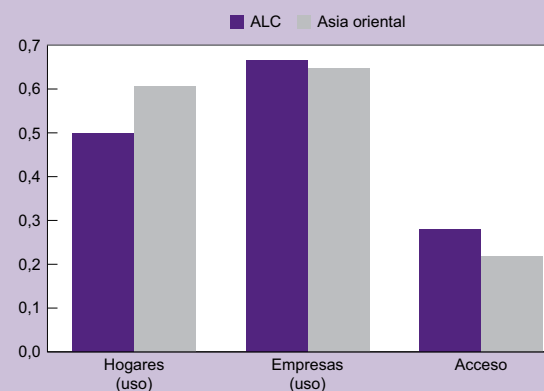
**Inclusión financiera: América Latina y el Caribe**

La región de América Latina y el Caribe (ALC) logró grandes avances recientemente en la mejora de la inclusión financiera de los hogares, fortaleciendo muchos aspectos, incluida la proporción de personas que poseen cuentas, ahorran y toman préstamos de instituciones financieras y utilizan cajeros automáticos y tarjetas de débito<sup>1</sup>. A pesar del avance, la región sigue rezagada respecto de otros mercados emergentes (en especial comparada con los países emergentes de Asia)<sup>2</sup>. En 2014, solo el 47 por ciento de los hogares de ALC tenían una cuenta en una institución financiera formal frente al 60 por ciento de los países emergentes de Asia. Solo el 17 por ciento de los adultos de ALC ahorran de manera formal: aproximadamente la mitad de la proporción de ahorristas en países emergentes de Asia (31 por ciento). El avance en la región también fue desigual: mientras Brasil, Chile, México y Uruguay lograron progresos importantes entre 2011 y 2014, el desarrollo en Honduras y Haití fue mucho menor. De hecho, en el caso de Haití, la inclusión de los hogares empeoró en esos años. La región de ALC tiene un buen desempeño en términos de uso de servicios financieros por parte de las pequeñas y medianas empresas (pymes). Más del 90 por ciento de las pymes poseen una cuenta en una institución financiera: un nivel comparable al de los países emergentes de Asia. La proporción de empresas con un préstamo o con una línea de crédito (46 por ciento) también puede compararse con la de los países emergentes de Asia (48 por ciento). Además, la región está explorando opciones relacionadas con fuentes de financiamiento no tradicionales, como el factoraje<sup>3</sup>. De cualquier modo, los requisitos en términos de garantías son elevados, y una mayor proporción de las empresas consideran que el acceso al financiamiento y su costo representan una restricción considerable: la garantía promedio (si tenemos en cuenta únicamente los préstamos con garantías) en ALC representa aproximadamente un 200 por ciento del valor del préstamo (el valor equivalente en los países de Asia oriental es del 175 por ciento). En algunos países, eso refleja intrincados sistemas jurídicos y de regulaciones (por ejemplo, en Perú); en otros, las asimetrías de información y la falta de información crediticia confiable (por ejemplo, Guatemala). Además, los trámites jurídicos para cobrar las garantías en caso de incumplimiento son onerosos en muchos países (por ejemplo, en El Salvador).

En ALC, en general provee un acceso adecuado de infraestructura financiera. Específicamente, la región tiene una cantidad mayor de sucursales bancarias, tanto en relación con la superficie del país como con la población, que otros

Gráfico 5.1.1

**Índice de inclusión financiera**  
(Datos de 2011, de 2014 en el caso de los hogares)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Joyce Wong.

<sup>1</sup> La inclusión financiera se mide utilizando tres índices: 1) uso de servicios financieros por parte de los hogares (FINDEX).

2) uso de servicios financieros por parte de las empresas (encuestas de empresas) y 3) acceso a servicios financieros (FAS).

Para obtener más detalles sobre los índices, véase el documento de trabajo, Dabla-Norris *et al.*, 2015.

<sup>2</sup> Los países emergentes de Asia incluyen a Brunei Darussalam, China, Fiji, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>3</sup> El término “factoraje” se refiere a una transacción financiera mediante la cual una empresa vende sus cuentas por cobrar (por ejemplo, facturas) a un tercero (denominado “factor”) con un descuento, a cambio de recibir financiamiento inmediato. El factoraje difiere de un préstamo bancario por tres razones: en primer lugar, el énfasis está puesto sobre el valor de las cuentas por cobrar, no en la solvencia de la empresa; en segundo lugar, el factoraje no es un préstamo, sino la compra de un activo financiero (por ejemplo, la cuenta por cobrar); por último, en un préstamo bancario participan dos partes, mientras que en el factoraje participan tres.

**Recuadro 5.1 (conclusión)**

mercados emergentes. Sin embargo, sigue existiendo una separación severa entre zonas rurales y urbanas (por ejemplo, en Guatemala), en gran parte a causa de la infraestructura generalmente débil, y en algunos países de América Latina (Bolivia, Chile, Venezuela) y el Caribe el acceso se mantiene deficiente a nivel general. Con esas inquietudes en mente, muchos países de la región están avanzando con iniciativas de dinero electrónico y banca móvil, aprovechando los niveles elevados de penetración de telefonía celular en la población (por ejemplo, el “modelo de Perú”).

En muchos países de ALC se creó un contexto favorable que habilita la inclusión financiera. Según el informe Microscopio Global, la región de ALC lidera la creación de contextos positivos para la inclusión, en comparación con otras regiones. Perú y Colombia son los primeros de la lista. La región se destaca especialmente en la creación de oficinas de crédito y en garantizar la protección de los clientes, pero muestra un rezago en materia de regulación y supervisión en el área de microfinanzas y en la formación/operación de instituciones de microcréditos reguladas, aunque la formación/operación de instituciones de microcréditos no reguladas está en expansión.

El uso de fuentes de financiamiento no tradicionales, que incluye el financiamiento informal, sigue siendo elevado. El modelo de corresponsales ayudó a cerrar la brecha entre el financiamiento informal y el financiamiento formal permitiendo que algunos minoristas accesibles (tiendas de alimentos, estaciones de servicio, farmacias) funcionen como intermediarios para transacciones financieras básicas (depósitos, retiros, pago de servicios)<sup>4</sup>. Como región, ALC presenta la mayor cantidad de corresponsales bancarios per cápita en el mundo, Brasil tiene el modelo de corresponsales más antiguo (desde 1973) y más desarrollado de la región, pero México y Colombia también avanzaron de manera significativa en los últimos años. De cualquier modo, el financiamiento informal sigue siendo importante y ha estado creciendo en la región. Más de la quinta parte de los hogares declara haber pedido préstamos a amigos y familiares o a un prestamista informal en 2014: aumentando con respecto al 16 por ciento registrado en 2011.

---

<sup>4</sup> Los corresponsales bancarios son establecimientos comerciales no financieros que ofrecen servicios básicos bajo la marca de un proveedor de servicios financieros y así se convierten en puntos de acceso al sistema financiero formal. Esto difiere de la banca corresponsal, que son instituciones financieras que ofrecen servicios en representación de otros bancos, en general ubicados en el exterior.

## Anexo 5.1 Fuentes y procesamiento de datos<sup>1</sup>

Los datos en general cubren el período 1995–2013, con algunas brechas, en particular correspondientes a países de Oriente Medio, África subsahariana y América Latina. En el caso de algunas variables, como la cantidad de cajeros automáticos por cada mil adultos, los datos solo están disponibles a partir de 2004. Nuestros datos provienen de diversas fuentes: los Indicadores del desarrollo mundial (IDM) del Banco Mundial, FinStats, la base de datos de las instituciones financieras no bancarias, la base de datos del Desarrollo Financiero Mundial; la base de datos de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI; Bureau van Dijk, Bankscope; las estadísticas sobre los mercados de capitales de deuda de Dealogic; la Federación Mundial de Bolsas; y las estadísticas sobre títulos de deuda del Banco de Pagos Internacionales.

Tras un proceso de cierre de brechas tendiente a generar un panel balanceado, todas las variables se normalizaron utilizando la siguiente fórmula:

$$I_{x,it} = \frac{x_{it} - \min(x_{it})}{\max(x_{it}) - \min(x_{it})}, \quad (\text{A5.1.1})$$

donde  $I_{x,it}$  es la variable normalizada  $x$  del país  $i$  en el año  $t$ ,  $\min(x_{it})$  es el valor más bajo de la variable  $x_{it}$  a lo largo de la totalidad de  $i-t$ ; y  $\max(x_{it})$  es el valor más alto de  $x_{it}$ . En el caso de las variables que capturan la falta de desarrollo financiero, como el diferencial de tasa de interés, la concentración de activos bancarios, los costos generales de empleados, el margen de interés neto y el ingreso no correspondiente a intereses, se utiliza uno menos la fórmula anterior.

Las ponderaciones se estimaron con análisis de componentes principales en niveles y diferencias, análisis de factores en niveles y diferencias, además de ponderaciones iguales dentro de un subcomponente del índice. En la mayoría de los métodos, las ponderaciones no diferían demasiado de las ponderaciones iguales, y los resultados econométricos son robustos

<sup>1</sup> El marco de este índice mayormente se basa en Sahay *et al.* (2015a). Se presentan más detalles en Heng *et al.* de próxima publicación.

a los distintos métodos de agregación. Por simplicidad, usamos un índice con ponderaciones iguales.

## Marco metodológico de regresión

Las regresiones utilizan promedios de cinco años a fin de abstraer los resultados de las fluctuaciones cíclicas, y se estiman utilizando técnicas de paneles dinámicos, comunes en la bibliografía sobre crecimiento.

### Brechas de desarrollo financiero

Las regresiones de referencia vinculan índices de desarrollo financiero (FD), índices de desarrollo de instituciones financieras (FI) y mercados financieros (FM) con respecto a los fundamentos. Siguiendo la bibliografía sobre la creación de referencias de desarrollo financiero (Beck *et al.*, 2008), los fundamentos ( $X_{it}^{FI}$ ) incluyen el ingreso per cápita inicial, el consumo público sobre el PIB, la inflación, la apertura comercial, los logros educativos (representados por la cantidad promedio de años de escolaridad secundaria de las personas de más de 25 años de edad), el crecimiento de la población, apertura de la cuenta de capital, el tamaño de la economía informal (dada la importancia que tiene en la región de ALC) y el Estado de derecho. También se utilizaron las variables instrumentales ( $Z_{it}$ ) de desarrollo financiero, variables dummies del Estado de derecho y el origen legal. Las normas proyectadas se calcularon utilizando la siguiente ecuación:

$$FI_{it} = \delta_1' X_{it}^{FI} + \delta_2' Z_{it} + \eta_t^{FI} + \varepsilon_{it}^{FI}, \quad (\text{A5.1.2})$$

donde  $FI_{it}$  representa uno de los índices financieros (FD, FI o FM). Las brechas son la diferencia entre los valores efectivos del índice y las normas calculadas.

### Desarrollo financiero, crecimiento y estabilidad

El vínculo entre el desarrollo financiero, el crecimiento y la estabilidad se analizaron utilizando un marco de regresión de panel dinámico. El crecimiento del PIB real ( $\Delta Y_{it}$ ) se vincula con el desarrollo financiero, permitiendo una posible no linealidad agregando el cuadrado del desarrollo financiero y controlando por otros factores que pueden afectar el crecimiento (ver a continuación). En el caso de los subcomponentes individuales de FI y FM, se

incluye el término de interacción entre los dos índices. Los controles de la regresión de crecimiento ( $X_{it}^Y$ ) son iguales a los de la regresión de referencia ( $X_{it}^{FI}$ ) con dos variables adicionales: el ratio de IED a PIB y la apertura de la cuenta de capital.

Para el impacto del desarrollo financiero sobre la inestabilidad financiera y macroeconómica se utiliza un marco similar. La inestabilidad financiera ( $FS_{it}$ ) se mide de acuerdo con el primer componente principal de la inversa de la distancia con respecto a una situación crítica ( $z$ -score)<sup>7</sup>, la volatilidad del crecimiento del crédito real y la volatilidad de la tasa de interés real y nominal. Esa variable combinada permite capturar distintas facetas de la inestabilidad financiera, lo que representa una mejora respecto de investigaciones anteriores, en general concentradas en una única variable. La volatilidad del crecimiento ( $GV_{it}$ ) se mide según la desviación estándar del crecimiento del PIB. Los controles incluyen el ingreso per cápita inicial, el consumo público sobre el PIB, la apertura comercial, los cambios en los términos de intercambio, el crecimiento del ingreso per cápita, los flujos de capital sobre el PIB, el régimen

de tipo de cambio, un indicador de estabilidad política, y un indicador que señala si un país es un centro financiero *offshore*.

Las siguientes tres ecuaciones se estimaron utilizando el enfoque de Arellano-Bond:

$$\Delta Y_{it} = (\alpha_0 - 1) \ln(Y_{it-1}) + \beta' f(\text{FinDev}_{it}) + \dots + \gamma' X_{it}^Y + \eta_{it}^Y + \nu_{it}^Y + \varepsilon_{it}^Y \quad (\text{A5.1.3})$$

$$FS_{it} = \alpha_0 FS_{it-1} + \beta' f(\text{FinDev}_{it}) + \gamma' X_{it}^S + \dots + \eta_{it}^S + \nu_{it}^S + \varepsilon_{it}^S \quad (\text{A5.1.4})$$

$$GV_{it} = \alpha_0 GV_{it-1} + \beta' f(\text{FinDev}_{it}) + \gamma' X_{it}^V + \dots + \eta_{it}^V + \nu_{it}^V + \varepsilon_{it}^V \quad (\text{A5.1.5})$$

Donde  $f(\text{FinDev}_{it})$  adopta dos formas, una con el índice agregado:  $f(FD_{it}) = \beta_1 FD_{it} + \beta_2 FD_{it}^2$  y una con los subcomponentes:

$$f(FI_{it}, FM_{it}) = \beta_1 FI_{it} + \beta_2 FI_{it}^2 + \beta_3 FM_{it} + \dots + \beta_4 FM_{it}^2 + \beta_5 FI_{it} \times FM_{it} \quad (\text{A5.1.6})$$

El cuadro del anexo 5.1 muestra los resultados de las ecuaciones estimadas de crecimiento e inestabilidad.

### Cuadro del anexo 5.1. Ecuaciones estimadas

Variable dependiente	Inestabilidad financiera		Volatilidad de crecimiento		Crecimiento	
FD	-6,457*	(3,814)	-21,42***	(7,270)	11,47*	(6,279)
FD <sup>2</sup>	6,263	(5,735)	23,74**	(10,82)	-12,38*	(6,556)
$\Delta$ FD	5,283**	(2,160)	8,423**	(4,008)	5,698*	(3,075)
FI	-13,75**	(5,419)	-27,89***	(9,533)	30,83***	(8,788)
FI <sup>2</sup>	18,64**	(8,123)	36,38**	(14,45)	-48,36***	(11,58)
FM	-0,772	(3,119)	-6,779	(5,345)	-0,586	(3,987)
FM <sup>2</sup>	3,360	(4,886)	18,02**	(8,324)	-12,35**	(5,314)
FM*FI	-5,140	(9,730)	-5,354	(15,81)	27,27**	(13,16)
$\Delta$ FI	4,753**	(2,114)	14,08***	(3,708)	7,088**	(2,958)
$\Delta$ FM	3,190*	(1,672)	-2,335	(2,846)	0,508	(2,222)
Obs.	143	143	158	158	301	301

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: FD = desarrollo financiero; FI = instituciones financieras; FM = mercados financieros. Los errores estandar figuran entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

<sup>8</sup>  $z$ -score es un indicador de la salud financiera. Compara la reserva del sistema bancario comercial de un país (capitalización y retornos) con la volatilidad de esos retornos.

## Cuadro del anexo 5.2. Componentes del índice de 2004 y 2013

Variable	ARG	BHS	BOL	BRA	BRB	CHL	COL	CRI	DOM	ECU	GTM	HND	JAM	MEX	NIC	PAN	PER	PRY	SLV	TTO	URY	VEN	
<b>2013</b>																							
Cajeros automáticos (por cada 100.000 adultos)	51,4	74,4	27,9	118,6	36,5	67,3	35,8	54,7	30,7	43,6	28,7	23,6	26,7	47,3	11,9	53,5	35,6	19,8	30,7	35,6	42,7	41,4	
Cantidad de sucursales por cada 100.000 adultos, bancos comerciales	13,5	34,6	11,7	47,7	19,2	17,2	72,2	22,3	11,7	80,1	38,0	24,0	6,1	15,3	7,6	24,7	88,4	10,3	9,8	12,6	12,7	16,8	
Crédito interno al sector privado/PIB (%)	15,8	77,4	47,0	70,7	80,6	105,9	50,2	50,4	24,0	26,7	32,6	55,2	29,6	30,6	28,8	70,7	31,4	45,8	42,7	31,1	26,8	25,3	
Activos de fondos mutuos/PIB (%)	2,3	—	4,5	49,7	22,3	13,8	0,1	3,9	—	0,2	—	—	—	10,1	—	2,9	3,0	—	2,9	27,0	0,0	—	
Activos de empresas de seguros/PIB (%)	3,1	17,4	3,1	10,4	26,9	20,2	6,0	6,6	1,5	1,6	1,7	3,1	19,5	5,8	0,6	5,3	5,2	1,7	2,6	26,7	5,5	3,2	
Depósitos de bancos internos/PIB (%)	23,3	72,1	49,7	57,9	113,8	49,8	24,4	22,5	22,7	30,3	40,4	47,5	41,3	28,4	31,6	78,7	35,4	29,2	41,3	55,0	41,7	41,1	
Diferencial de tasa de interés (tasa de préstamo menos tasa de depósito, %)	2,3	3,1	9,3	14,1	6,2	4,1	6,8	11,3	7,6	5,6	8,1	8,4	14,1	2,9	14,0	4,5	14,1	14,1	4,6	6,0	7,8	1,4	
Margen de interés bancario neto (%)	50,9	20,7	36,1	27,7	33,0	32,1	31,7	20,7	28,4	30,1	20,7	25,8	27,9	53,2	34,5	22,3	33,9	24,1	20,7	26,2	30,9	25,3	
Ingreso no relacionado con intereses/ingreso total (%)	36,0	86,0	51,1	54,4	94,6	43,0	52,8	62,0	70,8	55,9	67,0	42,9	89,1	55,2	83,7	60,3	74,2	51,4	56,5	78,7	67,3	45,3	
Costos generales/activos totales (%)	25,0	—	—	141,0	—	36,0	20,0	3,0	2,0	—	3,0	1,0	2,0	65,0	—	2,0	17,0	—	—	—	—	2,0	
Concentración de activos de tres bancos (%)	29,9	—	—	46,9	—	55,0	20,9	—	—	—	—	—	—	34,1	—	38,4	—	—	—	—	—	—	
Cantidad total de emisores de deuda (internos y externos, corporaciones no financieras y financieras)	5,7	35,6	16,4	54,7	106,4	117,7	70,8	4,4	0,7	6,7	0,9	8,8	43,2	44,3	—	33,0	50,3	3,9	45,1	64,7	0,4	6,6	
Capitalización de mercado sin incluir las 10 empresas más importantes sobre total de capitalización de mercado	0,2	0,2	0,1	37,1	0,4	17,6	7,0	0,1	—	0,2	0,1	—	1,4	10,0	—	0,3	2,6	0,2	0,2	0,5	0,0	0,0	
Capitalización de mercado de empresas que cotizan (% del PIB)	7,4	10,7	6,5	2,6	12,8	1,6	5,7	5,0	5,9	1,6	3,2	—	20,4	4,3	—	23,1	7,1	—	20,0	3,9	20,7	8,0	
Operaciones bursátiles, valor total (% del PIB)	0,4	14,8	0,0	5,0	20,7	5,2	4,5	0,4	0,0	0,4	1,5	15,4	—	3,3	—	8,0	6,0	1,4	2,9	0,6	—	4,4	
Títulos de deuda pública internacionales pendientes/PIB (%)	3,7	65,2	2,1	13,1	36,2	22,9	9,2	4,7	5,9	1,2	2,5	5,2	31,3	19,8	2,2	30,9	11,0	1,4	3,0	13,2	4,2	15,6	
Títulos de deuda del sector financiero de empresas locales como % del PIB <sup>1</sup>	3,8	—	0,5	67,9	0,4	16,0	11,2	1,9	—	2,3	6,4	—	3,0	25,3	—	1,0	5,7	5,5	0,6	0,8	0,8	0,2	
Títulos de deuda del sector no financiero de empresas locales como % of PIB <sup>1</sup>	7,1	3,5	5,1	5,0	4,6	3,6	6,1	5,7	10,1	6,8	7,6	8,8	10,1	3,0	5,8	3,2	6,2	8,2	5,9	5,1	4,9	7,8	
Coefficiente de rotación del mercado de acciones (valor de operaciones/capitalización del mercado de acciones)	6,5	2,2	5,0	2,8	0,8	2,3	3,9	4,0	6,5	5,2	4,0	6,0	6,5	2,5	4,1	1,6	3,5	4,2	3,6	3,8	4,3	4,4	
<b>2004</b>																							
Cajeros automáticos (por cada 100.000 adultos)	21,8	63,6	13,3	105,2	34,9	33,2	27,0	26,2	18,8	3,1	21,1	4,7	18,3	27,7	3,4	33,7	10,7	12,5	20,7	31,2	27,8	21,9	
Cantidad de sucursales por cada 100.000 adultos, Bancos comerciales	13,4	39,7	4,5	40,9	19,3	12,5	13,4	16,1	9,8	12,8	18,8	16,3	7,3	10,6	5,0	22,6	4,3	4,1	11,7	12,6	12,8	15,4	
Crédito interno al sector privado/PIB (%)	8,8	61,2	42,7	29,0	66,0	75,6	27,3	32,0	25,2	19,2	26,2	38,4	20,0	15,0	19,6	85,1	18,2	14,7	41,8	36,0	24,2	11,0	
Activos de fondos mutuos/PIB (%)	1,5	—	2,9	31,6	16,2	11,0	0,2	5,7	—	0,9	—	—	—	4,5	—	2,9	2,4	—	2,9	20,1	0,1	—	
Activos de empresas de seguros/PIB (%)	3,0	10,8	4,8	5,7	16,5	20,3	3,5	1,2	1,8	0,5	1,4	2,9	14,7	3,5	0,4	5,4	3,0	1,0	1,9	31,4	3,6	2,1	
Depósitos de bancos internos/PIB (%)	23,1	57,1	38,0	47,3	96,6	45,8	14,9	21,0	17,7	20,1	35,2	41,3	42,5	21,0	38,3	73,9	20,8	17,2	40,1	33,3	43,2	17,2	
Diferencial de tasa de interés (tasa de préstamo menos tasa de depósito, %)	4,2	2,2	7,1	19,2	5,8	3,2	7,3	13,9	11,5	5,8	9,6	8,8	10,2	4,7	8,8	6,6	19,2	19,2	4,6	6,5	17,5	5,9	
Margen de interés bancario neto (%)	2,4	1,1	4,4	7,5	4,7	4,4	4,4	7,2	9,8	6,0	6,6	6,6	7,7	7,7	8,1	3,4	6,2	7,7	5,5	4,9	5,6	9,8	
Ingreso no relacionado con intereses/ingreso total (%)	65,2	49,9	50,6	30,3	46,6	28,9	59,7	30,6	53,1	65,2	19,9	30,4	22,7	32,2	24,3	37,1	33,8	65,2	19,9	41,9	64,8	33,3	
Costos generales/activos totales (%)	3,9	1,0	6,8	6,1	4,3	2,9	7,0	6,0	8,9	7,4	4,6	5,5	5,6	5,2	2,6	5,5	8,9	2,9	4,6	8,9	7,0	—	
Concentración de activos de tres bancos (%)	45,7	70,2	48,9	47,1	100,0	53,5	34,6	55,2	66,1	48,6	45,4	53,4	79,6	62,3	72,1	37,4	76,7	43,6	68,8	79,8	54,9	39,4	
Cantidad total de emisores de deuda (internos y externos, corporaciones no financieras y financieras)	53,0	—	—	51,0	1,0	26,0	—	1,0	—	—	1,0	1,0	—	45,0	—	—	—	—	—	—	—	2,0	
Capitalización de mercado sin incluir las 10 empresas más importantes sobre total de capitalización de mercado	20,7	—	—	51,0	—	55,5	45,7	—	—	—	—	—	—	38,0	—	45,4	—	—	—	—	—	—	
Capitalización de mercado de empresas que cotizan (% del PIB)	25,3	33,7	22,7	49,8	149,0	116,3	21,5	7,6	0,7	7,1	0,9	8,8	103,9	22,3	—	24,0	30,1	3,1	16,7	132,3	0,6	5,4	
Operaciones bursátiles, valor total (% del PIB)	4,2	0,5	0,1	14,1	6,6	11,5	1,2	0,2	—	0,3	0,1	—	4,7	5,6	—	0,4	1,7	0,0	0,2	4,1	0,0	0,4	
Títulos de deuda pública internacionales pendientes/PIB (%)	47,3	2,8	—	9,1	8,8	3,8	10,8	9,4	6,9	17,1	4,6	—	22,6	5,9	—	40,5	9,1	—	14,7	5,3	31,7	17,0	
Títulos de deuda del sector financiero de empresas locales como % del PIB <sup>1</sup>	2,3	—	—	3,1	5,7	0,4	0,5	0,1	—	0,9	—	5,3	—	1,5	—	5,1	0,4	—	2,8	2,3	2,3	4,2	
Títulos de deuda del sector no financiero de empresas locales como % del PIB <sup>1</sup>	8,4	59,4	3,3	7,1	18,6	35,1	5,9	2,2	3,2	2,9	2,8	1,4	2,0	10,0	0,9	24,1	4,3	0,9	5,3	14,8	2,2	8,2	
Coefficiente de rotación del mercado de acciones (valor de operaciones/capitalización del mercado de acciones)	17,9	—	0,3	33,1	5,3	11,4	7,4	2,3	—	4,2	6,4	—	4,2	29,1	—	1,6	6,2	1,4	1,4	3,8	0,8	9,1	

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las abreviaturas de los nombres de los países se presentan en la página 95.

<sup>1</sup> Stock de deuda de empresas locales basado en el concepto de residencia.

# Abreviaturas

## Países

Antigua y Barbuda	ATG	Jamaica	JAM
Arabia Saudita	SAU	Japón	JPN
Argentina	ARG	Kazajstán	KAZ
Armenia	ARM	Letonia	LVA
Australia	AUS	Malasia	MYS
Bahamas, Las	BHS	México	MEX
Barbados	BRB	Mongolia	MNG
Belice	BLZ	Nicaragua	NIC
Bolivia	BOL	Nigeria	NGA
Brasil	BRA	Noruega	NOR
Bulgaria	BGR	Nueva Zelanda	NZL
Canadá	CAN	Pakistán	PAK
Chile	CHL	Panamá	PAN
China	CHN	Paraguay	PRY
Colombia	COL	Perú	PER
Corea	KOR	Polonia	POL
Costa Rica	CRI	Reino Unido	GBR
Croacia	HRV	República Checa	CZE
Dinamarca	DNK	República Dominicana	DOM
Dominica	DMA	Rumania	ROM
Ecuador	ECU	Rusia	RUS
Egipto	EGY	Saint Kitts y Nevis	KNA
El Salvador	SLV	San Vicente y las Granadinas	VCT
Eslovenia	SVN	Santa Lucía	LCA
Estados Unidos	USA	Singapur	SGP
Filipinas	PHL	Sudáfrica	ZAF
Granada	GRD	Suecia	SWE
Guatemala	GTM	Suiza	CHE
Guyana	GUY	Suriname	SUR
Haití	HTI	Tailandia	THA
Honduras	HND	Taiwan, provincial china de	TWN
Hong Kong, RAE de	HKG	Trinidad y Tobago	TTO
Hungría	HUN	Turquía	TUR
India	IND	Uruguay	URY
Indonesia	IDN	Venezuela	VEN
Israel	ISR	Vietnam	VNM

## Grupos de países

<b>Economías financieramente integradas (AL-6)</b>	<b>Otros exportadores de materias primas</b>	<b>CAPRD</b>	<b>Países caribeños dependientes del turismo</b>	<b>Países caribeños exportadores de materias primas</b>	<b>Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU)</b>
Brasil	Argentina	Costa Rica	Las Bahamas	Belice	Anguilla
Chile	Bolivia	República Dominicana	Barbados	Guyana	Antigua y Barbuda
Colombia	Ecuador	El Salvador	Jamaica	Suriname	Dominica
México	Paraguay	Guatemala	Estados de la ECCU	Trinidad y Tobago	Granada
Perú	Venezuela	Honduras			Montserrat
Uruguay (AL-5: AL-6, excluido Uruguay)		Nicaragua			Saint Kitts y Nevis
		Panamá			Santa Lucía
					San Vicente y las Granadinas

## Regiones

Pacífico y Asia oriental	PAO	Oriente Medio y Norte de África	OMNA
Europa y Asia Central	EAC	Asia meridional	AM
América Latina y el Caribe	LAC	África subsahariana	AS

## Referencias

- Adler, G., y N. Magud. 2015. "Four Decades of Terms-of-Trade Booms: Saving-Investment Patterns and a New Metric of Income Windfall". *Journal of International Money and Finance* 55 (julio): 162–92.
- Adler, G., M. Djigbenou y S. Sosa. 2014. "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?.. IMF Working Paper 14/60, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Adrian, T., R. Crump y E. Moench. 2013. "Pricing the Term Structure with Linear Regressions. *Journal of Financial Economics* 110(1): 110–38.
- Ahmed, S., M. Appendino y M. Ruta. 2015. "Depreciations without Exports? Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports". World Bank Policy Research Working Paper 7390, Banco Mundial, Washington.
- Aizenman, J., Y. Jinjark y D. Park. 2015. "Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis". NBER Working Paper 20917, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Aizenman, J., M. D. Chinn y H. Ito. 2010. "The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating New Patterns of the Trilemma Configuration". *Journal of International Money and Finance* 29(4): 615–41.
- Alichi, A. 2015. "A New Methodology for Estimating the Output Gap in the United States". IMF Working Paper 15/144, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Anderson, J. 2011. "The Gravity Model". *Annual Review of Economics* 3(1): 133–60.
- Anderson, James E. y Eric van Wincoop. 2003. "Gravity with Gravititas: A Solution to the Border Puzzle". *American Economic Review* 93(1): 170–92.
- Arcand, J. L., E. Berkes y U. Panizza. 2012. "Too Much Finance?.. IMF Working Paper 161, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Arellano, M., y O. Bover. 1995. "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models". *Journal of Econometrics* 68: 29–51.
- Arslanalp, S., y T. Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt". IMF Working Paper 14/39, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Baier, S., y J. Bergstrand. 2007. "Do Free Trade Agreements Actually Increase Members' International Trade?". *Journal of International Economics* 71: 72–95.
- Baier, S., J. Bergstrand y E. Vidal. 2007. "Free Trade Agreements in the Americas: Are the Trade Effects Larger Than Anticipated?". *The World Economy* 30(9): 1347–377.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). 2013. "Energy Matrix Country Briefings for the Caribbean". Washington.
- Baumann, R. 2008. "Integration in Latin America—Trends and Challenges". Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Oficina en Brasil.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt y R. Levine. 2004. "Finance, Inequality and Poverty: Cross Country Evidence". NBER Working Paper 10979, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Bernanke, B., y M. Gertler. 1999. "Monetary Policy and Asset Price Volatility". *Economic Review Q-IV*: 17–51.
- Blundell, R., y S. Bond. 1998. "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models". *Journal of Econometrics* 87: 115–43.
- Blyde, J. 2014. "Synchronized Factories: Latin America and the Caribbean in the Era of Global Value Chains". Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.
- Bruno, V., y Shin H. Song. 2014. "Globalization of Corporate Risk Taking". *Journal of International Business Studies* 45(7): 800–820.
- Cáceres, C., Y. Carrière-Swallow y B. Gruss. De próxima publicación. "Assessing International

- Monetary Policy Autonomy”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Canuto, O., C. Fleischhaker y P. Schellekens. 2015. “The Curious Case of Brazil’s Closedness to Trade”. VoxEU blog. <http://www.voxeu.org/article/brazil-s-closedness-trade>.
- Cashin, P., y S. Sosa. 2013. “Macroeconomic Fluctuations in the Eastern Caribbean: The Role of Climatic and External Shocks”. *Journal of International Trade & Economic Development* 22(5): 729–48.
- Cecchetti, S. G., y E. Kharroubi. 2012. “Reassessing the Impact of Finance on Growth”. BIS Working Paper 381, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- . 2015. “Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Economic Growth?”. CEPR Discussion Paper 10642, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Celasun, O., F. Grigoli, K. Honjo, J. Kapsoli, A. Klemm, B. Lissovlik, 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, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Cerutti, E., S. Claessens, y L. Laeven. 2015. “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”. IMF Working Paper 16/61 Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Cetorelli, N., y L. S. Goldberg. 2011. “Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis”. *IMF Economic Review* 59: 41–76.
- . 2012. “Liquidity Management of U.S. Global Banks: Internal Capital Markets in the Great Recession”. *Journal of International Economics* 88(2): 299–311.
- Chen, Mancini-Griffoli, y Ratna Sahay. 2014. “Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time?”. IMF Working Paper 14/240, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Claro, S., y L. Opazo. 2014. “Monetary Policy Independence in Chile”. BIS Working Paper 78, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- Constantinescu C., A. Mattoo y M. Ruta. 2015. “The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?”. IMF Working Paper 15/6, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Cordella, T., P. M. Federico, C. A. Vegh y G. Vuletin. 2014. “Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World”. Banco Mundial, Washington.
- Cornia, A. 2013. “Inequality Trends and Their Determinants: Latin America over 1990–2010”. En *Falling Inequality in Latin America: Policy Changes and Lessons*, editado por A. Cornia. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press.
- Cournède, B., O. Denk y P. Hoeller. 2015. “Finance and Inclusive Growth”. OECD Economic Policy Papers 14, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París.
- Dabla-Norris, E., Y. Deng, A. Ivanova, I. Karpowicz, D. Filiz Unsal, E. VanLeemput, J. Wong. 2015. “Financial Inclusion: Zooming in on Latin America”. IMF Working Paper 15/206, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- De Gregorio, J. 2014. “Some Challenges for Financial Policies in Emerging Markets”. Estudio presentado en la conferencia “Desarrollo del sector financiero: Políticas para fomentar y reforzar los mercados de capitales locales”, 2–3 de octubre, Graduate Institute Geneva.
- De la Torre, A., y S. Schmukler. 2007. *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*. Washington: Banco Mundial.
- De la Torre, A., E. Feyen y A. Ize. 2014. “Benchmarking LAC’s Financial Development: The Banking and Equity Gaps”. En *Emerging Issues in Financial Development. Lessons from Latin America*, editado por T. Didier y S. L. Schmukler. Washington: Banco Mundial.
- De la Torre, A., A. Ize y S. L. Schmukler. 2012. *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*. Washington: Banco Mundial.
- De la Torre, A., D. Lederman y Samuel Pienknagura. 2015. “Hacer lo correcto”. *Finanzas y Desarrollo* 52(3).
- De la Torre, A., T. Didier, A. Ize, D. Lederman y S. Schmukler. 2015. “Latin America and the Rising

- South, Changing World, Changing Priorities”. Banco Mundial, Washington.
- De Melo, J., y S. Dhar. 1992. “Lessons of Trade Liberalization in Latin America for Economies in Transition”. Policy Research Working Paper 1040, Banco Mundial, Washington.
- De Sousa, J. 2012. “The Currency Union Effect on Trade Is Decreasing over Time”. *Economics Letters* 117(3): 917–20.
- Didier, T., y S. Schmukler. 2014. “Emerging Issues in Financial Development”. Banco Mundial, Washington.
- Dovern, J., U. Fritsche y J. Slacalek, 2012. “Disagreement Among Forecasters in G7 Countries”. *Review of Economics and Statistics* 94(4): 1081–96.
- Ebeke, C., y A. Kyobe. 2015. “Global Financial Spillovers to Emerging Market Sovereign Bond Markets”. IMF Working Paper 15/141, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Emerging Market Committee. 2012. “Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets”. International Organization of Securities Commissions No. FR04/12.
- Estevão, M., y I. Samake. 2013. “The Economic Effects If Fiscal Consolidation with Debt Feedback”. IMF Working Paper 13/136, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Feyen, E., K. Kibuuka y D. Sourrouille. 2014. “FinStats 2015: A Ready-to-Use Tool to Benchmark Financial Sectors across Countries and Time”. Banco Mundial. Inédito.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2003. “Financial Asset Price Volatility: A Source for Instability”. Capítulo 3 de *Global Financial Stability Report*. Washington.
- . 2015. “Assessing Reserve Adequacy—Specific Proposals”. Washington, abril.
- . 2015a. “Global Value Chains: Where Are You? The Missing Link in Sub-Saharan Africa’s Trade Integration”. *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*, Washington, abril.
- . 2015b. “Review of the Role of Trade in the Work of the Fund”. Washington, febrero.
- . 2015c. “Stabilizing and Outperforming Other Regions”. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, abril.
- Frankel, Jeffrey A. 1997. *Regional Trading Blocs*. Washington: Instituto de Economía Internacional.
- , y D. Romer. 1999. “Does Trade Cause Growth?”. *American Economic Review* 89(3): 379–99.
- Frankel, Jeffrey A., Ernesto Stein y Shang-Jin Wei. 1995. “Trading Blocs and the Americas: The Natural, the Unnatural, and the Super-Natural”. *Journal of Development Economics* 47(1): 61–95.
- Goldsmith, R. W. 1969. *Financial structure and development*. New Haven, Connecticut: Yale University Press.
- 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.
- Heng, D., A. Ivanova, R. Mariscal, U. Ramakrishnan y J. Wong. De próxima publicación. “Advancing Financial Development in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Holt, C. C. 2004. “Forecasting Seasonals and Trends by Exponentially Weighted Moving Averages”. *International Journal of Forecasting* 20(1): 5–10.
- Ilzetzki, E., C. M. Reinhart y K. S. Rogoff. 2009. “Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?”. Universidad de Maryland y Universidad de Harvard. Inédito.
- Kaufmann, D., A. Kraay y M. Mastruzzi. 2010. “The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues”. Policy Research Working Paper 5430, Banco Mundial, Washington.
- King, R. G., y R. Levine. 1993. “Finance, Entrepreneurship and Growth”. *Journal of Monetary Economics* 32(3): 513–42.
- Klemm, A., y A. Herman. De próxima publicación. “Financial Intermediation in Mexico”. Selected Issues Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.

- Koopman, R., Z. Wang, y S.-J. Wei. 2014. “Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports”. *American Economic Review* 104(2): 459–94.
- Krippner, L. 2013. “Measuring the Stance of Monetary Policy in ZLB Environments”. *Economics Letters* 118.
- Laeven, L. 2014. “The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges”. IMF Working Paper 234, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes y A. Shleifer. 2008. “The Economic Consequences of Legal Origins”. *Journal of Economic Literature* 46(2): 258–332.
- Lederman, D., S. Pienknagura y D. Rojas. 2015. “Latent Trade Diversification and Its Relevance for Macroeconomic Stability”. Policy Research Working Paper 7332, Banco Mundial, Washington.
- Lenzen, M., K. Kanemoto, D. Moran y A. Geschke. 2012. “Mapping the Structure of the World Economy”. *Environmental Science and Technology* 46(15): 8374–381.
- . 2013. “Building Eora: A Global Multi-Region Input-Output Database at High Country and Sector Resolution”. *Economic Systems Research* 25(1): 20–49.
- Levine, R. 2005. “Finance and Growth: Theory and Evidence”. En *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, capítulo 12, editado por P. Aghion y S. Durlauf, 865–934. Ámsterdam: Elsevier.
- Levy-Yeyati, E. 2006. “Financial Dollarization: Evaluating the Consequences”. *Economic Policy* 21(45): 62–118.
- Lombardi, M., y F. Zhu. 2014. “A Shadow Policy Rate to Calibrate US Monetary Policy at the ZLB”. BIS Working Paper 452, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- López-Calva, L. F., y N. Lustig (editores). 2010. *Declining Inequality in Latin America: A Decade of Progress?* Washington: Brookings Institution y Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo.
- López-Calva L., N. Lustig y E. Ortiz-Juarez. 2013. “Deconstructing the Decline in Inequality in Latin America”. Tulane Economics Working Paper 1314.
- Matheson, T., y E. Stavrev. 2014. “News and Monetary Shocks at a High Frequency: A Simple Approach”. *Economics Letters* 125: 282–86.
- McKinnon, R. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington: The Brookings Institution.
- Minsky, H. 1975. *John Maynard Keynes*. Nueva York: Columbia University Press.
- Mishkin, F. S. 2007. “Globalization and Financial Development”. discurso pronunciado en la conferencia “New Perspectives on Financial Globalization”, celebrada el 26 de abril en la ciudad de Washington, D.C.
- Naciones Unidas. 2015. “Global Value Chains and Development: Investment and Value Added Trade in the Global Economy”.
- Noguera, G. 2012. “Trade Costs and Gravity for Gross and Value Added Trade”. Inédito.
- Nunn, N. 2007. “Relationship-Specificity, Incomplete Contracts, and the Pattern of Trade”. *The Quarterly Journal of Economics* 122(2): 569–600.
- Obstfeld, M. 2015. “Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization”. En *Global Liquidity, Spillovers to Emerging Markets and Policy Responses*, editado por C. Raddatz, D. Saravia y J. Ventura. Banco Central de Chile: Santiago.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh y A. Taylor. 2005. “The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility”. *Review of Economics and Statistics* 87(3): 423–38.
- Organización Internacional del Comercio. 2014. “World Trade Report 2014: Trade and Development: Recent Trends and the Role of the WTO”. Organización Internacional del Comercio. Ginebra.
- Osorio Buitron, C., y E. Vesperoni. De próxima publicación. “Big Players Out of Synchrony: Spillover Implications of US and Euro Area Shocks”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Österholm, P., y J. Zettelmeyer. 2008. “The Effect of External Conditions on Growth in Latin America”. *IMF Staff Papers* 55(4): 595–623.
- Pescatori, A., y J. Turunen. 2015. “Lower for Longer: Neutral Rates in the United States”. IMF Working Paper 15/135, Fondo Monetario Internacional, Washington.

- Philippon, T., y A. Reshef. 2013. "An International Look at the Growth of Modern Finance". *Journal of Economic Perspectives* 27(2): 73–96.
- Rajan, R. G. 2005 "Has Financial Development Made the World Riskier?". NBER Working Paper 11728, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff. 2011. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Rey, H., 2015, "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence". NBER Working Paper 21162, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Ricci, L.A., y W. Shi. De próxima publicación. "Trilemma or Dilemma: Inspecting the Heterogeneous Response of Local Currency Interest Rates to Foreign Rates". IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Rodrik, D. 2015. "Premature Deindustrialization". NBER Working Paper 20935, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Rojas-Suárez, Liliana, y Steven R. Weisbrod. 1995. *Financial Fragilities in Latin America: The 1980s and 1990s*. IMF Occasional Paper No. 132. Washington: International Monetary Fund.
- Romer, C., y D. Romer. 2004. "A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications". *American Economic Review* 94(4): 1055–84.
- Saez, Sebastián, J., D. Taglioni, E. van der Marel, C. Hollweg y V. Zavacka. 2015. "Valuing Services in Trade: A Toolkit for Competitiveness Diagnostics". International Trade Unit Publication 93714, Banco Mundial, Washington.
- Sahay, R., M. Cihak, P. N'Diaye, A. Barajas, D. Ayala Pena, R. Bi; Y. Gao, A. Kyobe, L. Nguyen, C. Sabrowski, K. Svirydenka y R. Yousefi. 2015. "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets". IMF Staff Discussion Note 15/8, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Sahay, R., M. Cihak, P. N'Diaye, A. Barajas, S. Mitra, A. Kyobe, Y. N. Mooi, S. R. Yousefi. 2015b. "Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?". IMF Staff Discussion Note 15/17, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Santos Silva, J. M. C., y S. Tenreyro. 2006. "The Log of Gravity". *The Review of Economics and Statistics* 88(4): 641–58.
- Shaw, E. S. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. Nueva York: Oxford University Press.
- Shepherd, B. 2013. "The Gravity Model of International Trade: A User Guide". Comisión Económica y Social de las Naciones Unidas para Asia y el Pacífico.
- Svirydenka, K. De próxima publicación. "Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development". IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Taylor, A. 1998. "On the Costs of Inward Development: Price Distortions, Growth, and Divergence in Latin America". *The Journal of Economic History* 58(1): 1–28.
- Towbin, Pascal, y Sebastian Weber. 2013. "Limits of Floating Exchange Rates: The Role of Foreign Currency Debt and Import Structure". *Journal of Development Economics* 101(C): 179–94.
- Tukker, A., y E. Dietzenbacher. 2013. "Global Multi-regional Input-Output Frameworks: An Introduction and Outlook". *Economic Systems Research* 25(1): 1–19.
- Wacziarg, R., y K. Horn Welch. 2008. "Trade Liberalization and Growth: New Evidence". *World Bank Economic Review* 22(2): 187–231.
- Wu, J., y F. Xia. 2014. "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the ZLB". NBER Working Paper 20117, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.



# Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental Abril a septiembre de 2015

## IMF Working Papers

### WP/15/76

*Recent U.S. Labor Force Dynamics: Reversible or not?*  
Ravi Balakrishnan, Mai Dao, Juan Sole, Jeremy Zook

### WP/15/77

*Investing in Emerging Markets: We Are Not in Kansas Anymore... Or Are We?*  
Nicolás Magud y Sebastián Sosa

### WP/15/93

*Too Much of a Good Thing? Prudent Management of Inflows under Economic Citizenship Programs*  
Xin Xu, Ahmed El-Ashram, Judith Gold

### WP/15/97

*Determinants of Firm Profitability in Colombia's Manufacturing Sector: Exchange Rate or Structural?*  
Naomi Griffin

### WP/15/108

*Saving in Latin America and the Caribbean: Performance and Policies*  
Francesco Grigoli, Alexander Herman, Klaus Schmidt-Hebbel

### WP/15/116

*U.S. Total Factor Productivity Slowdown: Evidence from the U.S. States*  
Roberto Cardarelli, Lusine Lusinyan

### WP/15/128

*Gauging Housing Supply in Canada: A Stock Approach*  
Julien Reynaud

### WP/15/134

*Avoiding Dark Corners: A Robust Monetary Policy Framework for the United States*  
Ali Alich, Kevin Clinton, Charles Freedman, Ondra Kamenik, Michel Juillard, Douglas Laxton, Jarkko Turunen, Hou Wang

### WP/15/135

*Lower for Longer: Neutral Rates in the United States*  
Andrea Pescatori, Jarkko Turunen

### WP/15/142

*Systemic Risk: A New Trade-off for Monetary Policy?*  
Stefan Laseen, Andrea Pescatori, Jarkko Turunen

**WP/15/143**

*The Macroeconomic Relevance of Credit Flows: An Exploration of U.S. Data*

Alexander Herman, Deniz Igan, Juan Sole

**WP/15/144**

*A New Methodology for Estimating the Output Gap in the United States*

Ali Alichí

**WP/15/145**

*How Does Post-Crisis Bank Capital Adequacy Affect Firm Investment?*

Yangfan Sun, Hui Tong

**WP/15/170**

*A Model for Monetary Policy Analysis in Uruguay*

Rafael Portillo, Yulia Ustyugova

**WP/15/174**

*Institutions and Growth: a GMM/IV Panel VAR Approach*

Carlos Góes

**WP/15/179**

*Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth*

Pablo Druck, Nicolás E. Magud, Rodrigo Mariscal

**WP/15/180**

*Filling the Gap: Infrastructure Investment in Brazil*

Mercedes García-Escribano, Carlos Góes, Izabela Karpowicz

**WP/15/206**

*Financial Inclusion: Zooming in on Latin America*

Era Dabla-Norris, Yixi Deng, Anna Ivanova, Izabela Karpowicz, D. Filiz Unsal,

Eva VanLeemput y Joyce Wong

## **Selected Issues Papers**

### **Brasil**

- *Filling the Gap: Infrastructure Investment in Brazil*  
Mercedes García-Escribano, Carlos Góes e Izabela Karpowicz
- *Macroeconomic Implications of Minimum Wage Increases in Brazil*  
Fabian Lipinsky y Carlos Góes
- *Fiscal Multipliers for Brazil*  
Joana Pereira y Troy Matheson
- *Normalization of Global Monetary Conditions: The Implications for Brazil*  
Troy Matheson

- *Assessment of Foreign Exchange Intervention*  
Heedon Kang y Christian Saborowski
- *Non-Financial Corporate Sector Vulnerabilities*  
Heedon Kang y Christian Saborowski

## Chile

- *The End of the Commodity Supercycle and GDP Growth: The Case of Chile*  
Luc Eyraud
- *Assessing the Potential Economic Impact of the Structural Reform Agenda in Chile*  
Marika Santoro

## Colombia

- *Colombia's Experience with Inclusive Growth*  
Zulima Leal y Daniel Rodríguez-Delgado
- *The Role of Labor Frictions in Colombia's Recent Economic Performance*  
Daniel Rodríguez-Delgado
- *Unemployment-Growth Trends in Colombia and Selected Emerging Markets*  
Christina Kolerus
- *Youth Entrepreneurship Initiatives*  
Izabela Karpowicz
- *Infrastructure Investment*  
Kristine Vitola
- *Informal Finance and Financial Inclusion Policies*  
Izabela Karpowicz y Zulima Leal
- *Banks' Capital*  
Izabela Karpowicz y Mohamed Afzal Norat

## Estados Unidos

- *Housing Finance*  
Deniz Igan

## Haití

- *Opportunities and Challenges for Growth*  
Anta Ndoye, Lawrence Norton, Daniela Cortez y Gabriel Di Bella
- *Public Expenditure in Haiti: Balancing Human Capital and Infrastructure Formation*  
Emine Hanedar
- *Monetary Policy and Financial Intermediation in Haiti*  
Lawrence Norton y Gabriel Di Bella

- *External Buffers and Competitiveness to Absorb Shocks and Support Growth*  
Lawrence Norton
- *Haiti's Public Sector: Explaining the ECF's Fiscal Target*  
Joseph Ntamatungiro y Lawrence Norton

### México

- *Financial Intermediation in Mexico* (de próxima publicación)  
Alexander Herman y Alexander Klemm

### Panamá

- *Assessing Risks in the Panamanian Banking Sector: Stress Testing and Contagion Analysis*  
Diego Cerdeiro, Metodij Hadzi-Vaskov y Torsten Wezel
- *Interest Rates in Panama: U.S. Pass-Through and Its Effects on Local Economic Activity*  
Diego Cerdeiro y Wei Shi
- *Panama: Investment and Growth*  
Fang Yang y Diego Cerdeiro
- *Panama: Energy and Growth*  
Diego Cerdeiro

### Perú

- *Investment Dynamics in Peru*  
Kevin Ross y Melesse Tashu
- *Forecasting Peruvian Growth Using a DSGE Model*  
Fabian Lipinsky y Svetlana Vtyurina
- *Drivers of Peru's Equilibrium Real Exchange Rate: Is the Nuevo Sol a Commodity Currency?*  
Melesse Tashu
- *Taxation in Peru: Taxing Times Ahead*  
Ricardo Fenochietto y Svetlana Vtyurina

