

Caminos para crecer en un nuevo mundo comercial

2017

Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe

COORDINADO POR ANDREW POWELL



Caminos para crecer en un nuevo mundo comercial

Coordinado por
Andrew Powell

Banco Interamericano de Desarrollo

2017

**Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo**

Caminos para crecer en un nuevo mundo comercial / coordinado por Andrew Powell.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

“Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2017.”

1. Economic development-Latin America. 2. Economic development-Caribbean Area. 3. Latin America-Economic integration. 4. Caribbean Area-Economic integration. 5. Latin America-Economic policy. 6. Caribbean Area-Economic policy. I. Powell, Andrew (Andrew Philip). II. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Investigación y Economista Jefe. IDB-AR-141

Copyright © 2017 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



CAPÍTULO 2

Riesgos e impactos globales en América Latina y el Caribe

América Latina y el Caribe ha sufrido un periodo de crecimiento negativo los últimos dos años —el primer período de dos años consecutivos de crecimiento negativo desde comienzos de los años 80— pero las perspectivas para 2017 son de una mejora de los resultados económicos. Esta perspectiva más optimista depende de al menos dos supuestos fundamentales: un escenario relativamente benigno para el crecimiento mundial, sin grandes shocks entre los socios comerciales o mercados financieros importantes, y una recuperación —aunque más modesta de lo previsto anteriormente— en Argentina y Brasil, las dos economías más grandes de las seis economías regionales en recesión en 2016.

El crecimiento global de referencia de 2017 de 3,4% (vs. 3,1% en 2016) se basa en un crecimiento algo mayor en Estados Unidos (1,9%), en la zona euro (1,6%) y un crecimiento de 6,5% en China. Sin embargo, existe cierta incertidumbre en relación a estas tres cifras. En Estados Unidos, si bien ahora se prevén estímulos fiscales, recortes de los impuestos, desregulación y una vía algo más marcada hacia tasas de interés más altas, la magnitud de estas políticas y su impacto siguen siendo inciertos. Un paquete de estímulo fiscal mayor a lo esperado podría impulsar aún más el crecimiento pero probablemente también conduciría a una normalización monetaria más rápida y a un dólar más fuerte, lo que implica condiciones financieras más restrictivas para las economías emergentes.¹

Ciertas medidas potenciales en el ámbito del comercio también han despertado inquietudes, dado que Estados Unidos se propone renegociar el NAFTA y baraja la posibilidad de imponer aranceles a países que tienen grandes superávits comerciales con Estados Unidos.² Paralelamente, también se habla de introducir un “impuesto de ajuste fronterizo” como parte de la reforma del impuesto corporativo; un candidato importante para este impuesto es el denominado Impuesto a los flujos de efectivo según el destino

¹ Como en ediciones anteriores de este informe, la referencia coincide con las *Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI (FMI, 2017) mientras que los escenarios alternativos tratados más abajo se generan utilizando un modelo econométrico (Autoregresión Vectorial Global, o G-VAR) de la economía mundial que se actualiza en el BID.

² NAFTA (por sus siglas en inglés) es la zona del Tratado de Libre Comercio de América del Norte que abarca Canadá, Estados Unidos y México.

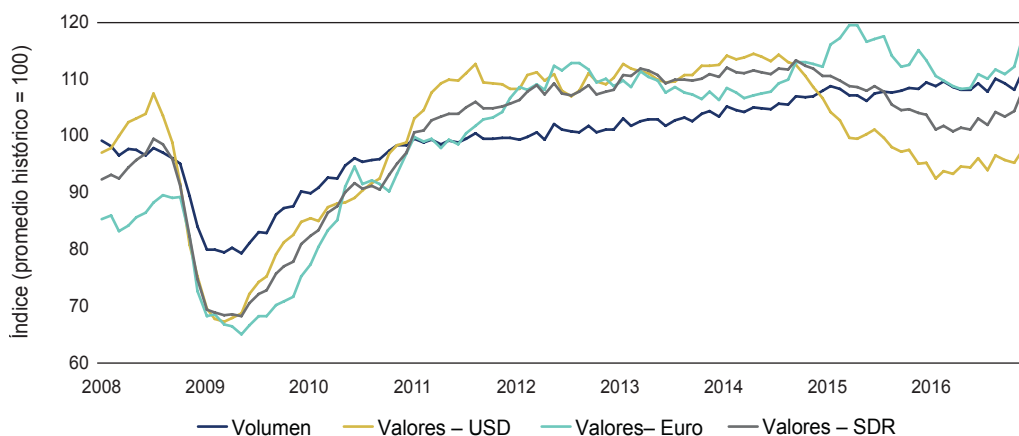
(Destination Based Cash Flow Tax, o DBCFT, por sus siglas en inglés). Este impuesto se parece a un impuesto al valor agregado pero les permite a las empresas deducir el costo de los insumos internos como el trabajo y, por lo tanto, impulsar la producción interna en relación con las importaciones. Suponiendo que las tasas de cambio no se ajusten plenamente para compensar los impactos, cualquiera de estas dos políticas podría afectar a países con grandes volúmenes de exportaciones a Estados Unidos, como China, Alemania, Japón y México, entre otros.³ También se especula sobre la posibilidad de que estos países respondan con sus propias medidas, generando así incertidumbre en las relaciones comerciales globales.

En realidad, el crecimiento en China mejoró en 2016, pero persisten los riesgos dado que la economía china previsiblemente se desacelerará y reequilibrará para centrarse más en el consumo interno y alejarse de las exportaciones y la inversión. Como se sostenía en el Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2012, un crecimiento más lento en China repercute en los precios de las materias primas, mientras que un reequilibrio repercute aún más en los metales pero significa cierto apoyo a los precios de los alimentos. Los estímulos fiscales y la disponibilidad de crédito siguen respaldando el crecimiento, pero los intentos por limitar la deuda en instituciones con resultados deficientes actuarían como un lastre. Los recientes flujos de salida de capital y la caída del valor del renminbi dan a entender que quizás los inversores se sientan nerviosos ante el proceso de reequilibrio.⁴

Hay varios otros riesgos en las economías avanzadas. En el momento de redactar este informe, el Reino Unido está a punto de activar el Artículo 50 de la Constitución Europea y, a partir de entonces, tendrá dos años para negociar su salida de la Unión Europea. Como la segunda economía más grande de Europa y la quinta el mundo, es importante saber cómo se llevarán a cabo dichas negociaciones, no sólo para el Reino Unido y Europa sino también para otros países. Además, las próximas elecciones en varios países europeos están generando incertidumbre sobre la dirección de la política económica y despiertan el fantasma de shocks en los mercados financieros si, por ejemplo, los resultados traen más sorpresas políticas y demuestran que las encuestas de opinión se equivocaron.

³ En teoría, si Estados Unidos introduce un DBCFT, puede que el dólar se aprecie para compensar exactamente el impuesto, con lo cual el cambio se vuelve neutro en términos de exportaciones e importaciones. Sin embargo, se ha producido un importante debate sobre si esto realmente ocurriría en la práctica y, en general, los modelos económicos de comportamiento del tipo de cambio tienen escasos resultados. El supuesto en este informe es que si bien puede que haya cierta compensación, probablemente sería incompleta. Ver Martin (2017) para un debate más general. Vale la pena mencionar que si la compensación fuera completa la implicación sería una apreciación más importante del dólar, lo cual podría tener implicaciones para los bonos corporativos y soberanos que han emitido parte importante de su deuda en dólares; ver el informe del año pasado para un análisis de los balances de las empresas en América Latina.

⁴ El capítulo 5 detalla la importancia de la depreciación china para la competitividad del tipo de cambio en América Latina y el Caribe.

GRÁFICO 2.1 Valores y volúmenes del comercio mundial

Fuente: Estimaciones del BID en base a CPB World Trade Monitor y estadísticas monetarias de la OCDE.

El comercio mundial

Se ha debatido extensamente sobre el colapso del comercio mundial. Considerando los valores del comercio en dólares de Estados Unidos, el comercio mundial disminuyó en aproximadamente un 20% entre 2014 y 2016, y solo ha aumentado marginalmente a partir de su punto más bajo en enero de ese año (ver Gráfico 2.1). Sin embargo, la caída de los valores del comercio global en dólares se explicó sobradamente por la disminución de los precios, medidos en dólares.⁵ Los volúmenes globales del comercio disminuyeron ligeramente entre enero y mayo de 2015, pero luego recuperaron su tendencia al alza, aunque a un ritmo inferior. La comparación de los valores del comercio en dólares con lo mismo en euros o SDRs ilustra el efecto de los cambios en la moneda de Estados Unidos. El comercio mundial en euros aumentó entre abril de 2014 y abril de 2015, lo cual ilustra que gran parte del “colapso” de 2014 puede ser el reflejo de la apreciación del dólar en relación con esa moneda. Como se podría esperar, el valor del comercio en SDR arroja una visión más equilibrada.⁶ Es importante señalar que en los volúmenes y valores medidos en cada moneda se observó un repunte en los últimos meses reseñados.⁷

Uno de los factores que explica la caída en los valores del comercio en dólares en 2014 fue la disminución de los precios de las materias primas en dólares. Puede que los volúmenes del comercio también se hayan vuelto más sensibles a los cambios en el crecimiento debido al aumento en las cadenas globales de valor. En el caso de América Latina y el Caribe, los valores

⁵ Ver, sobre todo, el debate en Giordano (2016) y ver FMI (2016) para una explicación de la caída del crecimiento en los volúmenes del comercio.

⁶ El SDR (Special Drawing Right, o Derechos especiales de giro) es una canastade divisas definida por el FMI.

⁷ Noviembre de 2016 fue el último mes de datos disponibles al redactar este informe.

del comercio en dólares de algunos países han sido muy golpeados por la disminución del precio de las materias primas en dólares mientras que en otros, sobre todo en México, puede que el comercio haya sufrido del efecto multiplicador de las cadenas globales de valor. En el Capítulo 5 se analiza el proceso del ajuste externo en la región a partir de estos desarrollos.

Los acuerdos comerciales globales se han convertido en un tema clave para los responsables de las políticas debido al Brexit, a la decisión de Estados Unidos de no participar en el Acuerdo Transpacífico y a los actuales debates sobre la renegociación de pactos comerciales multilaterales como el NAFTA. Al parecer, el mundo se está alejando de los acuerdos multilaterales en aras de pactos comerciales bilaterales. Los Capítulos 6 y 7 estudian estos temas, sus implicaciones y las opciones para las políticas públicas en la región.

El DBCFT propuesto podría afectar a países con superávits comerciales importantes con Estados Unidos, entre ellos China, Japón, Alemania y México.⁸ Estos shocks tendrían efectos en cadena en otras economías. En particular, Japón, China y otros países asiáticos se verían afectados a través de las cadenas de valor, mientras que América Latina se vería afectada sobre todo a través de la demanda de materias primas. El impacto potencial para la región se analiza a través de la perspectiva de un modelo de autoregresión vectorial global (G-VAR), más abajo.⁹

Flujos de capital y rendimiento de los bonos en las economías emergentes

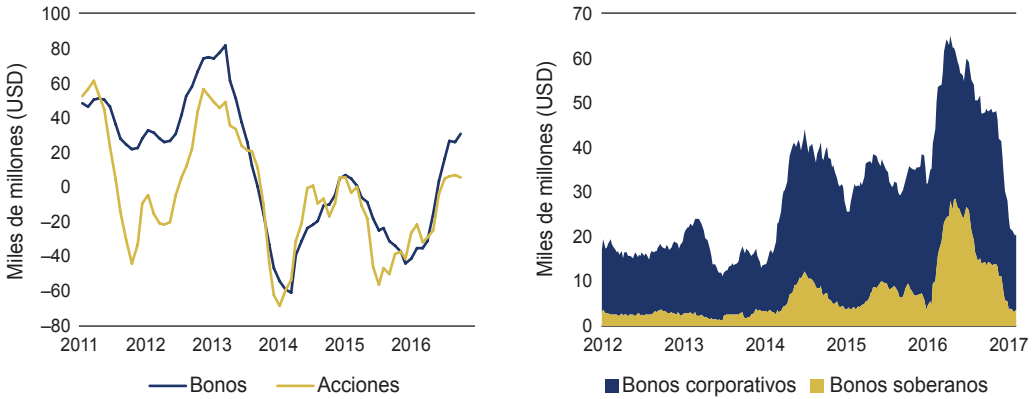
A comienzos de 2016, con la perspectiva de una suba de las tasas de interés en Estados Unidos, se temía que los precios de los activos de las economías emergentes cayeran y los flujos de capital disminuyeran. Sin embargo, si bien se produjeron retiros netos de fondos de mercados emergentes a lo largo de gran parte de 2016, incluso con una suba de la tasa de interés oficial en Estados Unidos, hacia finales del año se produjeron compras netas (ver Gráfico 2.2). Además, se observaba que, al parecer, los bonos corporativos de economías emergentes y los bonos soberanos seguían beneficiándose de tasas de interés históricamente bajas para comprar divisas en los mercados internacionales, aunque a comienzos de 2017 la emisión parece haber disminuido. América Latina y el Caribe sigue estas tendencias más generales de las economías emergentes.

Sin embargo, la perspectiva de estímulos fiscales y reformas tributarias ha vuelto a despertar el temor de una normalización más rápida de la tasa de interés en Estados Unidos y, a su vez, de impactos en las tasas de interés y las monedas de las economías emergentes. Al mirar los rendimientos del mercado secundario, si bien los diferenciales de los bonos en el mercado emergente no han aumentado en las últimas semanas, el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos ha impulsado al alza los rendimientos, y las monedas de varias economías emergentes, incluyendo a América Latina, se han depreciado

⁸ Aumentar las tarifas tendría impactos similares o quizá incluso mayores.

⁹ Sobre el modelo G-VAR y un debate de la metodología utilizada, ver Powell (2012) y Cesa-Bianchi et al. (2012).

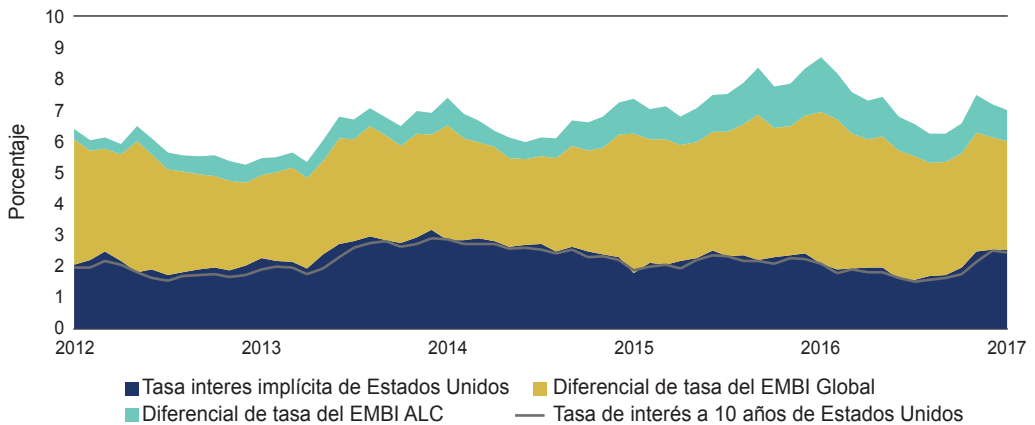
GRÁFICO 2.2 Retiros netos de fondos emergentes y emisiones de bonos



Fuente: Estimaciones del BID en base a datos de EPFR y Thomson Reuters.

Nota: la figura de la izquierda muestra compras o retiros netos mensuales de bonos y fondos de mercados emergentes. La figura de la derecha muestra un promedio móvil de 12 semanas de la emisión de bonos de cualquier tipo de monedas en mercados emergentes, siguiendo el criterio de nacionalidad.

GRÁFICO 2.3 Rendimiento de los bonos del mercado emergente



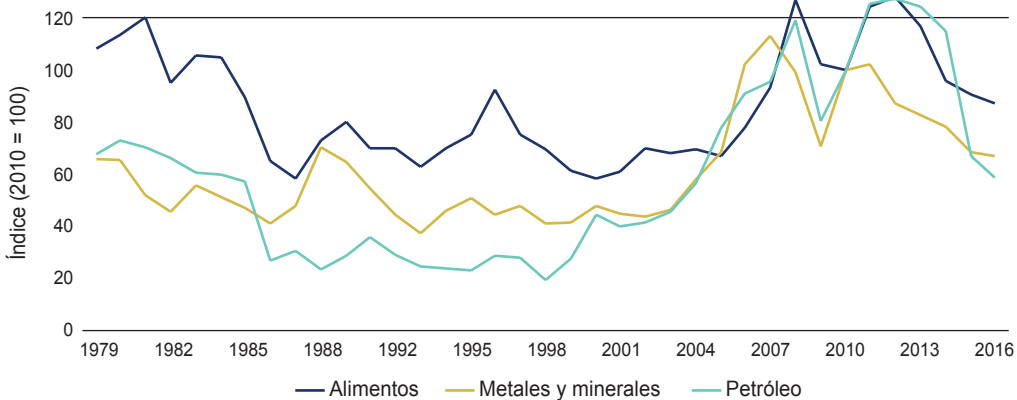
Fuente: Estimaciones del BID, tasa de retornos de J.P. Morgan EMBI y tasa de interés de Estados Unidos extraídos de Thomson Reuters.

(ver Gráfico 2.3). El Capítulo 3 analiza las difíciles disyuntivas de los bancos centrales en la región, dadas las presiones inflacionarias del efecto de transmisión aún cuando las brechas del producto sean negativas.

Los precios de las materias primas

Después de la brusca caída del precio de los metales a partir de 2011, del petróleo en 2014 y de otros productos básicos, los precios se han recuperado algo en los últimos meses. En

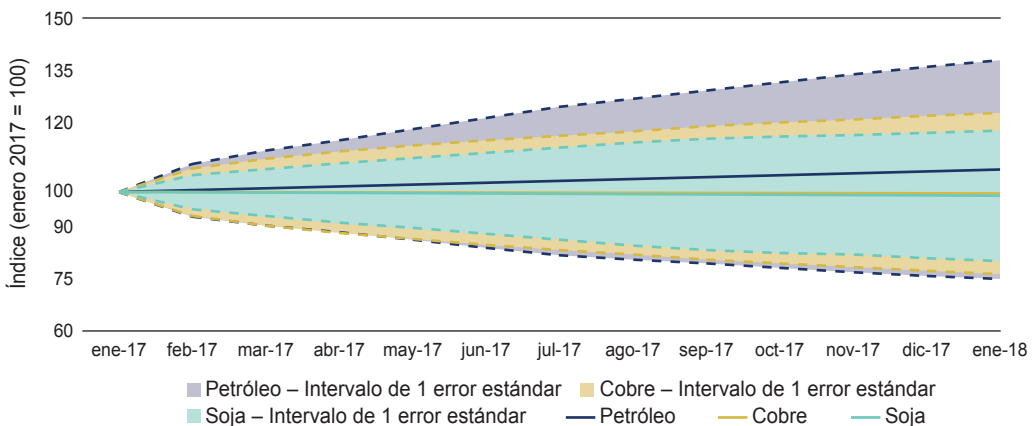
GRÁFICO 2.4 Precios reales de las materias primas



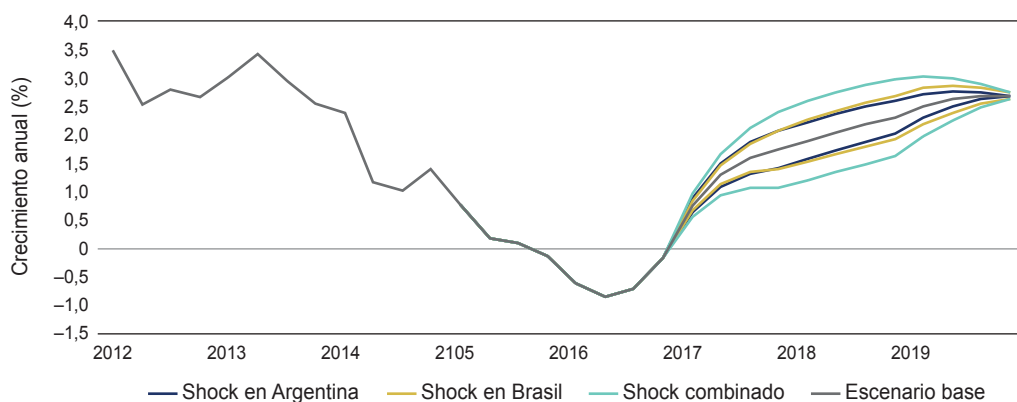
Fuente: Banco de datos del Banco Mundial.

términos reales, los precios de las materias primas se mantienen por encima del punto más bajo de los años 90 y las condiciones de la oferta y la demanda siguen bien equilibradas (ver Gráfico 2.4). Las proyecciones de referencia para los precios de las materias primas en general sugieren aumentos previstos moderados que se corresponden con el nivel de las tasas de interés mundiales.

GRÁFICO 2.5 Proyecciones de los precios de las materias primas e incertidumbre



Fuente: Estimaciones del BID en base a volatilidad implícita de Thomson Reuters y proyecciones del Banco Mundial y FMI
 Notas: Cambio mensual de los intervalos de predicción calculado como el crecimiento mensual de la serie proyectada más/ menos un error estándar computado a partir de la volatilidad implícita. En algunos casos la muestra de volatilidades implícitas se completó con interpolaciones lineales o con opciones menos cercanas al precio de contado.

GRÁFICO 2.6 Crecimiento regional con shocks en el crecimiento de Argentina y Brasil

Fuente: Estimaciones del BID y FMI (2016, 2017).

Notas: Los shocks en Argentina y Brasil son de 1/4 del desvío estándar de la tasa histórica de crecimiento. La crisis de 2002 de Argentina fue excluida de los cálculos del desvío estándar del crecimiento en este caso.

Sin embargo, en varios mercados de materias primas, sobre todo metales y minerales, las condiciones de la oferta siguen relativamente ajustadas, de modo que cualquier shock de aumento de la demanda o de oferta negativa podría provocar importantes aumentos de los precios. Los precios de algunos metales ya han aumentado tras las elecciones en Estados Unidos, al parecer a partir de la expectativa de una mayor demanda, en parte debido al gasto en infraestructura. En ese caso, es probable que los movimientos de los precios también dependan de cómo el estímulo de Estados Unidos se mida con esas expectativas, que ya se reflejan en los precios actuales. Además, si los importantes cambios en los acuerdos de comercio global se traducen en un shock en países con grandes superávits comerciales, sobre todo en China, los precios de las materias primas podrían caer todavía más. El Apéndice B contiene un análisis más detallado de las condiciones de oferta y demanda de los metales y minerales.

La historia sugiere que cualquier proyección del precio de las materias primas, incluidas las previsiones de precios de mercados de futuro, está sujeta a importantes errores potenciales. Las volatilidades implícitas en el futuro de las opciones sobre las materias primas proporcionan una indicación de esta incertidumbre. Analizando la fijación de precios actual de las opciones sobre el petróleo, el cobre y la soja, se pueden elaborar bandas de error en relación con cualquier proyección de los precios a futuro. Por lo tanto, si bien las previsiones actuales indican subas moderadas de los precios del orden del 5%–8% a lo largo del próximo año, en el caso del petróleo un error de banda de una desviación estándar podría significar un aumento de 20% o una disminución similar (ver Gráfico 2.5).¹⁰ Como se señala en el Apéndice B, si los precios acaban siendo inferiores a lo previsto, los ingresos fiscales por exportaciones de commodities caerían. Los países

que dependen de ingresos de materias primas deberían estudiar atentamente cómo gestionar mejor esos riesgos.

Escenarios de crecimiento e impactos en la región

El escenario de referencia incluye una recuperación del crecimiento mundial, pero el debate mencionado antes pone de relieve diversos riesgos para América Latina y el Caribe. Se elabora un conjunto de escenarios con la intención de cuantificar en qué medida estos riesgos pueden influir en el crecimiento económico en la región.

Seis países en la región se encontraban en recesión en 2016, entre ellos dos de las economías más grandes, Argentina y Brasil. Predecir el crecimiento cuando las tasas de crecimiento actuales son negativas es sumamente difícil y no tiene nada de sorprendente que las proyecciones de las tasas de crecimiento de ambos países para 2017 fueran revisadas considerablemente entre el número de octubre de 2016 de *Perspectivas de la Economía Mundial* y la actualización de enero de 2017.¹¹ ¿Qué ocurriría con el crecimiento regional si estas dos grandes economías regionales sufrieran más cambios? El Gráfico 2.7 ilustra los resultados de simulaciones de un modelo de autoregresión vectorial global (G-VAR), considerando tanto un escenario positivo como uno negativo en el que Argentina y Brasil supuestamente ganan (o pierden) un cuarto de una desviación estándar de crecimiento. Un shock de ese tipo en Brasil afecta a Argentina, así como un shock en Argentina afecta a Brasil, y ambos países afectan a otros países en la región. En la práctica, el impacto en el PIB regional es de aproximadamente 1,9 veces el tamaño del shock combinado de Argentina y Brasil, lo que señala un efecto multiplicador importante.

En estas simulaciones, el shock (en este caso, el beneficio o pérdida de una cuarta parte de una desviación estándar de la tasa de crecimiento de cada país) se distribuye a lo largo de ocho trimestres (dos años). Esto afecta la cronología de los impactos pero apenas influye en los efectos totales. Teniendo en cuenta los tres años entre 2017 y 2019, el impacto total es casi de un 0,5% al año en el crecimiento regional y, naturalmente, el cono Sur es el más afectado (ver Cuadro 2.1 para más detalles).

¿Qué se puede decir acerca del impacto del estímulo fiscal y otras políticas de Estados Unidos que pueden impulsar el crecimiento junto con acciones que pueden influir en el comercio global? Supongamos, concretamente, que esos países con importantes superávits comerciales con Estados Unidos (China, Alemania, Japón y México) se

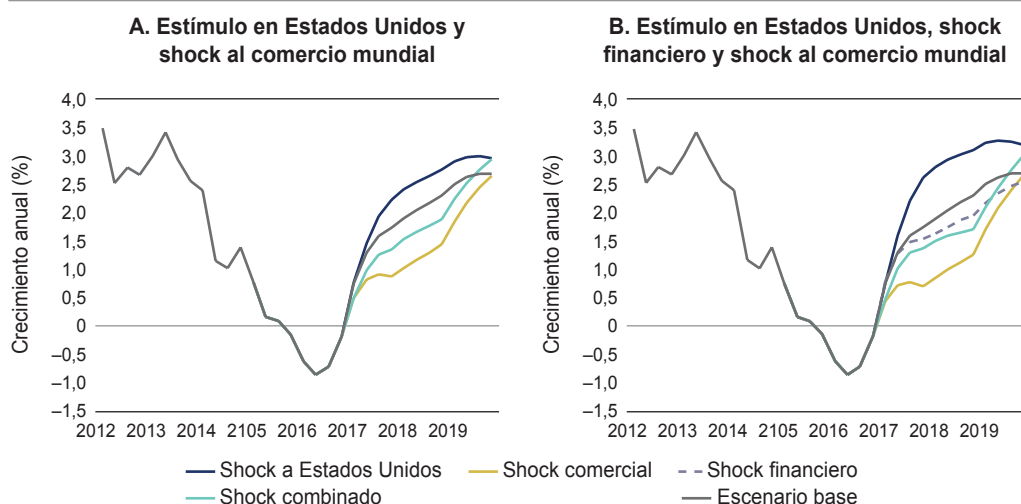
¹⁰ Si bien la volatilidad prevista del petróleo es más alta que la del cobre y la soja, es más baja actualmente que en el pasado reciente. Las volatilidades implícitas de las opciones de petróleo se sitúan en torno al 30%, pero llegaron a ser hasta del 50% a finales del año pasado.

¹¹ Ver Loungani (2011) y Genberg y Martínez (2014) sobre las previsiones de crecimiento y la dificultad de predecir recesiones y tasas de crecimiento.

ven afectados negativamente, por ejemplo a través de un DBCFT en el que los tipos de cambio no compensan plenamente estas intervenciones. Y supongamos que los impactos del crecimiento en cada país están relacionados con el tamaño del superávit comercial que ese país tiene con Estados Unidos, así como con la volatilidad del crecimiento y el tamaño de cada economía. Dada la gran incertidumbre en relación con la magnitud de las intervenciones de políticas públicas (tanto el estímulo fiscal como en el comercio), calibrar estos shocks es sumamente difícil. Una posibilidad interesante es que los shocks sean de tal dimensión que el impacto neto total en Estados Unidos sea neutral. En otras palabras, el estímulo positivo y la evolución del comercio no alteran las tasas de crecimiento de Estados Unidos en términos netos, de modo que el crecimiento de Estados Unidos sigue manteniéndose cerca de sus niveles en el escenario de referencia. Sin embargo, aunque los shocks estén calibrados de tal manera que el impacto neto en la economía de Estados Unidos sea neutral, implican impactos importantes en otros países, entre ellos los de América Latina y el Caribe.

El panel A del Gráfico 2.7 ilustra el impacto en América Latina y el Caribe en su conjunto de un impulso positivo al crecimiento en Estados Unidos combinado con un shock del comercio internacional que tiene un impacto particular en aquellos países con

GRÁFICO 2.7 Crecimiento regional con escenarios globales alternativos



Fuente: Estimaciones del BID y FMI (2016, 2017).

Notas: El shock a Estados Unidos es un shock positivo al crecimiento diseñado para reflejar un paquete de estímulos económicos, desregulación y rebaja de impuestos. El shock comercial es un conjunto de shocks a los países con grandes superávits fiscales con Estados Unidos. El tamaño relativo de dichos shocks se encuentra en relación con el nivel de su superávit como porcentaje del PIB y la volatilidad de cada país. El shock financiero representa un shock a los precios de los activos en Estados Unidos, zona euro, y el Reino Unido.

En el Panel A, el shock a Estados Unidos es de 1/4 desvíos estándar del crecimiento histórico de Estados Unidos. El shock comercial se calcula para garantizar que el shock combinado es neutral para Estados Unidos.

En el Panel B, el shock a Estados Unidos es mayor (1/2 desvíos estándar del crecimiento histórico), se agrega un shock financiero y el shock comercial se ajusta para asegurar que el shock combinado es neutral para Estados Unidos.

CUADRO 2.1 Resultados de la simulación de un modelo G-VAR

Región	Crecimiento bajo el escenario base (promedio 2017–2019)	Diferencia de crecimiento respecto del escenario base (promedio 2017–2019)			
		Shock combinado a Argentina y Brasil*		Shocks: Estados Unidos, financiero y comercial	
		+/-		Shock combinado 1**	Shock combinado 2***
América Latina y el Caribe	2,02%	+/-	0,47%	-0,32%	-0,38%
Cono Sur excepto Brasil	2,67%	+/-	0,63%	-0,39%	-0,44%
Brasil	1,22%	+/-	0,43%	-0,10%	-0,09%
Región Andina	2,87%	+/-	0,42%	-0,36%	-0,40%
América Central y el Caribe	3,34%	+/-	0,10%	-0,07%	-0,10%
México	2,20%	+/-	0,52%	-0,62%	-0,79%

Fuente: Estimaciones del BID y FMI (2016, 2017).

Notas:

* Los shocks en Argentina y Brasil son de 1/4 del desvío estándar de la tasa histórica de crecimiento. La crisis del 2002 de Argentina fue excluida de los cálculos del desvío estándar.

** Shock combinado 1 se refiere al estímulo en Estados Unidos y el shock al comercio mundial presentado en el Gráfico 2.7.A.

*** Shock combinado 2 se refiere al estímulo en Estados Unidos, el shock financiero y el shock al comercio mundial presentado en Gráfico 2.7.B.

superávits comerciales importantes con Estados Unidos. Nótese que un mayor crecimiento de Estados Unidos es positivo para la región pero que los shocks en los socios comerciales de Estados Unidos son negativos. La composición de los impactos en los países de la región varía ampliamente. El impacto neto en todos los países es ya sea negativo o desdénable; ningún país disfruta de un impacto positivo importante. Como es de esperar, hay un importante impacto negativo en México pero también hay impactos negativos en América del Sur. Allí, el principal canal parece ser el impacto en China y, por lo tanto, el impacto en los grandes exportadores de materias primas de la región. El Cuadro 2.1 detalla los impactos en toda la región.

El primer escenario se puede considerar una versión relativamente ligera de la combinación de estímulo fiscal y evolución del comercio que no provoca ningún shock en los mercados financieros. Pero, ¿qué pasaría si las políticas fueran lo suficientemente drásticas como para provocar subas de la tasa de interés más rápidas de lo previsto en Estados Unidos, que posteriormente tienen un impacto en los precios de los activos financieros? El panel B del Gráfico 2.7 ilustra el impacto de dicho escenario en América Latina y el Caribe. En este caso, el impulso del crecimiento es mayor, los ajustes comerciales son más amplios y los mercados financieros sufren otro shock. Una vez más, no obstante, los shocks se calibran de tal manera que el impacto neto total en Estados Unidos es neutral: el crecimiento en Estados Unidos bajo los shocks combinados es aproximadamente el mismo que en las proyecciones de referencia. Sin embargo, los impactos en la región son

mayores que antes. Un mayor crecimiento de Estados Unidos es positivo para la región pero los supuestos shocks en los socios comerciales de Estados Unidos y los shocks en los precios de los activos financieros son negativos, lo que crea un impacto negativo neto más grande en el crecimiento regional. Una vez más, los impactos varían en gran medida según los países. México es el más afectado, pero todos los países se enfrentan a impactos negativos netos dados los shocks entre los socios comerciales y el shock financiero (ver Cuadro 2.1 para más detalles).

Es necesario una advertencia en relación con la mecánica del modelo G-VAR. Este modelo depende de patrones históricos en los datos para construir los impactos de potenciales shocks futuros. Naturalmente, los cambios estructurales en la economía mundial podrían volver insuficientes los patrones históricos para capturar hechos futuros. Además, puede que el modelo no capture adecuadamente algunos cambios. Como se señaló en informes anteriores, las empresas privadas han tomado una cantidad importante de deuda en dólares. Si un conjunto de políticas provoca una gran apreciación del dólar, esto podría causar problemas financieros en la región. Puede que el modelo no capture plenamente este tipo de efectos.

América Latina y el Caribe se enfrentan a un mundo muy incierto. Aunque el escenario de referencia es razonablemente positivo, con un crecimiento global más fuerte y una recuperación prevista en Argentina y Brasil, hay riesgos externos e internos importantes. Por el lado externo, una incertidumbre considerable rodea la magnitud de diferentes medidas de políticas públicas en Estados Unidos que pueden impulsar el crecimiento en ese país pero, al mismo tiempo, pueden afectar las relaciones comerciales globales. Si bien esto puede ser neutral o positivo para Estados Unidos, los impactos del comercio pueden afectar a México directamente y, si China se ve afectada, América del Sur puede sufrir un impacto a través de precios más bajos de las materias primas. Si el estímulo de Estados Unidos es mayor de lo previsto, propiciando una normalización monetaria más rápida que la anticipada, puede que los mercados financieros resulten perjudicados y que las condiciones de financiamiento para las economías emergentes se vean más limitadas.

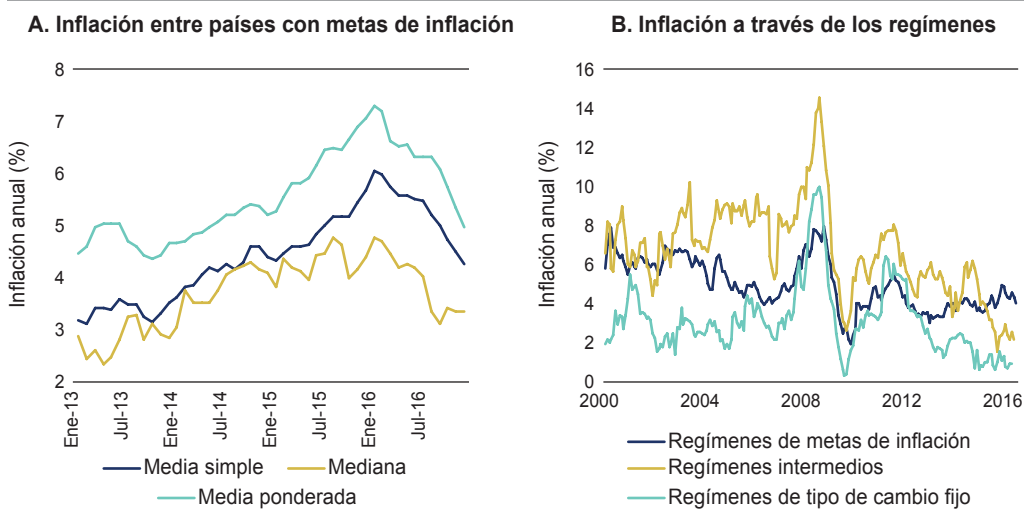
Dicho esto, los impactos de los shocks en el crecimiento de Brasil y Argentina también siguen siendo muy importantes para la región. El éxito de la actual recuperación en estas dos grandes economías es tan importante como los riesgos externos, si no más, para las perspectivas de crecimiento regional. Desde luego, los dos están relacionados. Un crecimiento global más fuerte, el aumento de los precios de las materias primas y la ausencia de shocks negativos en el comercio ayudarán a las dos economías a recuperarse con éxito. Los Capítulos 6 y 7 de este informe se aborda la cuestión de cómo una integración más profunda en la región también serviría para impulsar las tasas de crecimiento a futuro.

CAPÍTULO 3

Disyuntivas de la política monetaria en un mundo incierto

En los países de América Latina y el Caribe se observan grandes diferencias en términos de los sistemas monetarios y de tipo de cambio. En los países con tipos de cambio fijos, la inflación ha sido muy baja pero la otra cara de la moneda es que los shocks externos pueden tener un impacto directo en los precios internos y, como se señaló en el informe del año pasado, pueden tener un efecto mayor en la actividad interna. En países con tipos de cambio flexibles y una política monetaria activa, el ajuste a los shocks externos puede ser apoyado por movimientos del tipo de cambio. Sin embargo, los regímenes flotantes se enfrentan a la dificultad de calibrar la política monetaria para permitir que el tipo de cambio juegue su rol de amortiguador de los shocks a la vez que se mantiene una inflación baja y estable. Diversos países con regímenes intermedios se enfrentan a disyuntivas similares pero pueden utilizar un objetivo explícito (o implícito) para que el tipo de cambio gane credibilidad a expensas de reducir su flexibilidad.

La inflación ha sido relativamente baja en el país medio en los tres regímenes. En el caso de los países con regímenes de meta de inflación, si bien la inflación ha sido mayor y, en algunos casos, las expectativas de inflación han superado la meta, la inflación ha disminuido (ver Gráfico 3.1, Panel A). Sin embargo, la actividad económica sigue siendo moderada y ha disminuido por debajo de las estimaciones de su potencial. Los bancos centrales deben decidir cómo responder a un crecimiento débil y a la vez, idealmente, permitir que la inflación siga disminuyendo. Además, como se señala en el Capítulo 2, las tasas de interés mundiales pueden aumentar y los precios de las materias primas pueden disminuir, en cuyo caso esta disyuntiva se volvería aún más aguda dado que los tipos de cambio probablemente seguirían depreciándose, aumentando así las presiones inflacionarias. La conclusión de un análisis a partir de un modelo que incorpora la política monetaria es que los bancos centrales deberían mantener el tipo de políticas que han seguido hasta la fecha, permitiendo que el tipo de cambio funcione como un instrumento de ajuste (limitando así el tamaño de las brechas del producto negativas), y que calibre la política monetaria para mantener una inflación relativamente baja. La adopción de una política monetaria menos restrictiva, con el fin de impulsar la recuperación económica, puede generar un beneficio

GRÁFICO 3.1 Inflación en diversos regímenes monetarios

Fuente: Latin Macro Watch y páginas web de los Bancos Centrales.

Notas: En el panel A, la “media ponderada” es la media ponderada por el PIB nominal de 2015. El panel B muestra las tasas medianas de inflación. Los países con regímenes de metas de inflación son Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México, Paraguay, Perú y Uruguay; los países con regímenes intermedios son Argentina, Bolivia, República Dominicana, Costa Rica, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, Surinam, Trinidad y Tobago, y Venezuela; los países con regímenes de tipo de cambio fijo son Bahamas, Barbados, Belice, Ecuador, El Salvador, Nicaragua y Panamá.

más bien bajo y riesgos de niveles de inflación significativamente más altos, un desanclaje de las expectativas de inflación y, potencialmente, una pérdida de credibilidad.

Tendencia a la baja de la inflación

La inflación parece estar bajo control en el país medio en cada uno de los tres tipos de regímenes monetarios en América Latina y el Caribe.¹ La inflación en los países con regímenes de tipo de cambio fijos, sobre todo en América Central y el Caribe, ha sido muy baja, y en el país medio fluctuó alrededor del 1%, uno de los niveles más bajos desde comienzos de la década del 2000 (Gráfico 3.1, Panel B). De la misma manera, la inflación es baja para el país medio en el régimen intermedio por debajo del 5% en 2016. Argentina, clasificada en este régimen, anunció su intención de adoptar un esquema de metas de inflación con un conjunto de bandas objetivo progresivamente decrecientes a mediano plazo (ver Cuadro 3.1, sobre el caso de Argentina). En cambio, la inflación en Venezuela sigue superando el 100% anual.

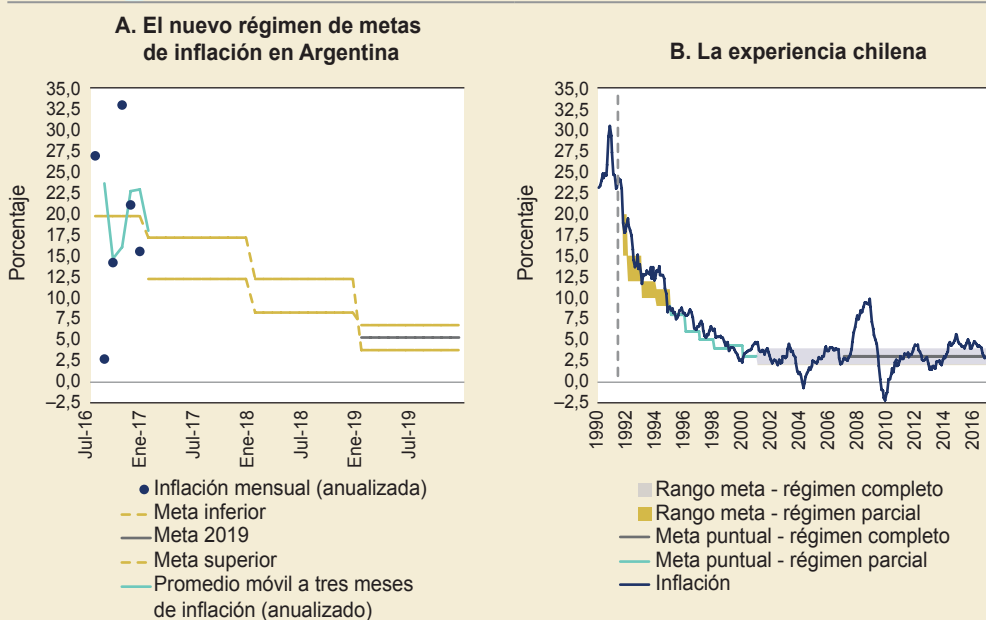
¹ La inflación ahora está cayendo, si se consideran promedios simples o medianas, o un promedio ponderado por el PIB en los seis países de régimen de meta de inflación.

Recuadro 3.1 Sobre la adopción de regímenes de meta de inflación en Argentina

El Banco Central de Argentina (BCRA) anunció su intención de adoptar formalmente un marco de meta de inflación en septiembre de 2016. El BCRA se ha fijado unos objetivos de bandas de inflación anual (de diciembre a diciembre) de entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018, y de 5% ($\pm 1,5\%$) para 2019 (ver Panel A). Estos objetivos se refieren a la inflación medida por el nivel general del Índice de Precios al Consumidor más amplio recogido por el Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina (actualmente, este es el índice de precios al consumidor para el gran Buenos Aires). El principal instrumento que será utilizado en relación con esta política es la tasa de interés a siete días.

La experiencia internacional sugiere que la plena implementación de un régimen de meta de inflación puede tardar varios años. El plan de una disminución progresiva de la meta y un estrechamiento progresivo de la banda para converger en una inflación de un solo dígito a lo largo de los próximos tres años coincide con la experiencia de otros países. Sin embargo, es posible que la convergencia tarde incluso más en algunos casos. En Chile, el primer objetivo de inflación se fijó en septiembre de 1990 para los 12 meses de 1991. En ese momento, la inflación superaba ampliamente el 20%. Hubo que esperar hasta octubre de 1994 para que la inflación disminuyera por debajo del 10%, lo que significa que se tardó cuatro años para que la inflación disminuyera a un solo dígito (ver Panel B). Además, Chile mantuvo ajustes a corto plazo del tipo de cambio, junto con metas de inflación, durante ocho años más.

GRÁFICO B3.1 Implementación de metas de inflación en Argentina y Chile



Fuente: Banco Central de la República Argentina, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y cálculos de los autores.

Fuente: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadística (INE) y Morandé y Schmidt-Hebbel (2000).

Fuente: Ministerio de Finanzas de Argentina, INDEC Argentina, Banco Central de la República Argentina, Banco Central de Chile.

El Gráfico 3.2 se centra en seis de los países con regímenes de meta de inflación en la región. La inflación general en tres de estos países —Brasil, Chile y Perú— ha vuelto a situarse en la banda objetivo. Las expectativas de inflación han vuelto a anclarse en las bandas objetivo en la mayoría de estos seis casos. Las excepciones son México y Uruguay, donde tanto las tasas de inflación observadas como las previstas se han situado cerca del tope de la banda objetivo.

El efecto de transmisión y la política monetaria

La tasa promedio anual de depreciación de la moneda aumentó de sólo 1%-2% a finales de 2014 a un máximo de 35% en menos de un año, sólo para volver a disminuir en 2016. Como se ilustra en el Gráfico 3.3, panel A, la inflación siguió una trayectoria similar, aunque con un retraso de un par de meses. La depreciación del tipo de cambio puede aumentar las exportaciones, estimular la sustitución de importaciones y ayudar a una economía a responder a los shocks negativos (ver Capítulo 5). Sin embargo, si el efecto de transmisión de la depreciación a la inflación es grande, puede que los bancos centrales tengan que adoptar medidas más estrictas en política monetaria con el fin de limitar el aumento de los precios, que puede retardar la recuperación económica. El panel B en el Gráfico 3.3 cuantifica el nivel promedio del efecto de transmisión durante 2015-16: el aumento del IPC fue de aproximadamente un 18% del aumento observado en las depreciaciones del tipo de cambio.

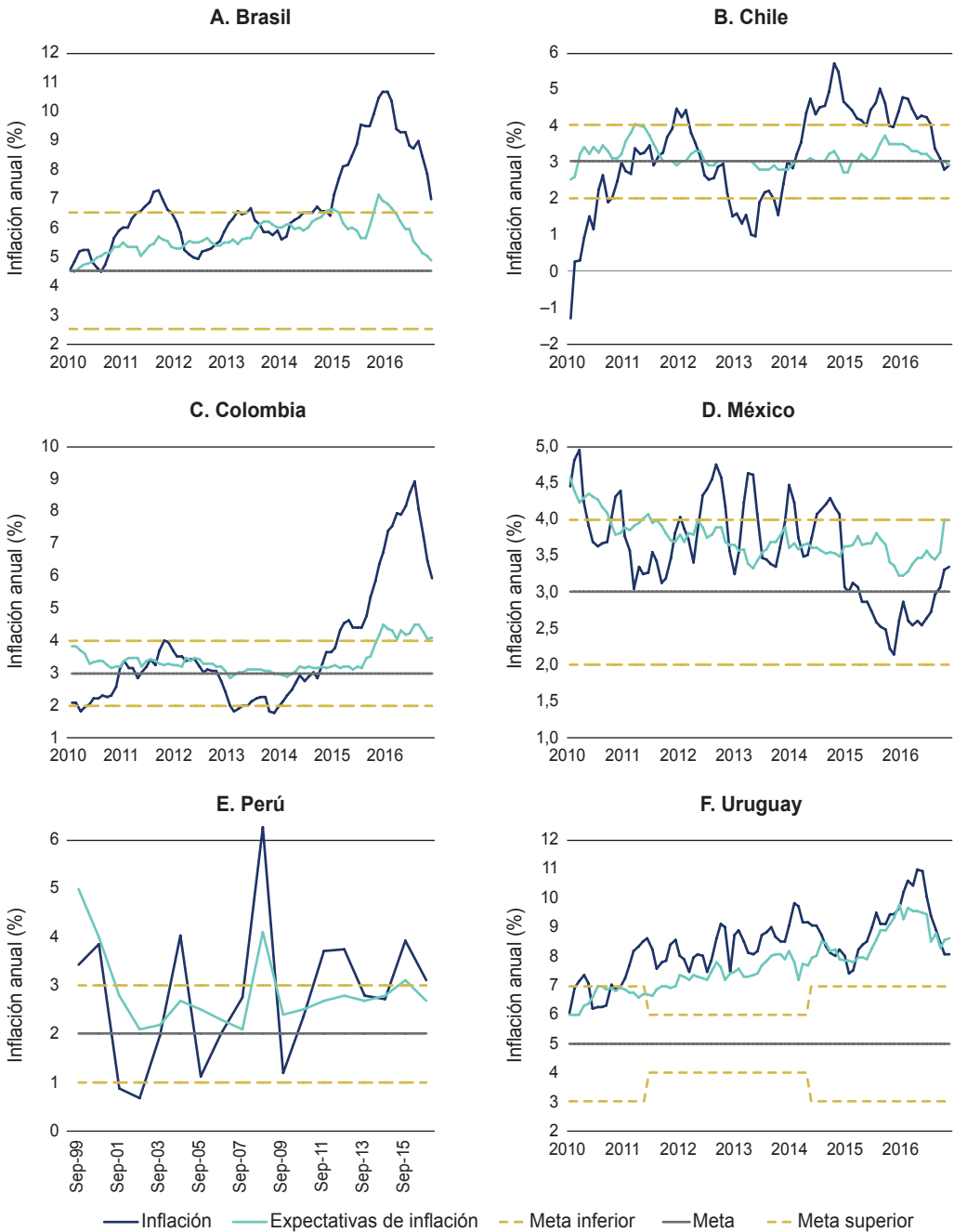
La fuerza del efecto de transmisión puede depender del motivo de la depreciación de la moneda. El Gráfico 3.3 presenta la evolución de las tasas de inflación y depreciación a lo largo del tiempo. Aparte del último episodio de depreciación mencionado más arriba, el gráfico describe dos episodios distintivos de grandes depreciaciones del tipo de cambio, a saber, la crisis argentina de 2002 y la crisis global desatada por la caída de Lehman Brothers en 2008-2009. Durante la crisis global, el efecto de transmisión fue similar al observado en 2015-2016, pero considerablemente inferior al registrado durante la crisis argentina. Esto sugiere que el efecto de transmisión puede variar dependiendo de si el shock es externo a la región o no.²

Disyuntivas de la política monetaria

Como se ha señalado en ediciones anteriores de este informe, varias de las economías más grandes de la región que mantienen regímenes de meta de inflación han pasado de

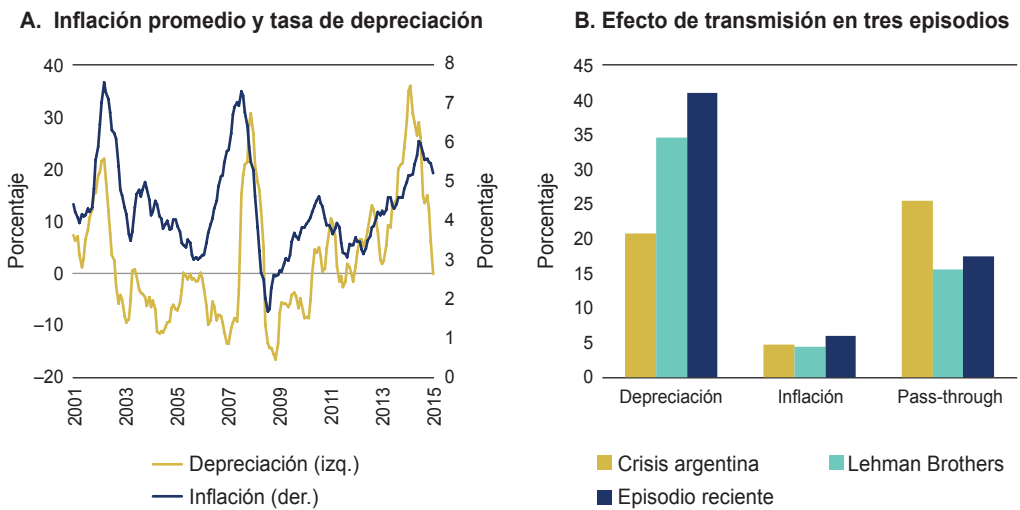
² Forbes, Hjortsoe y Nenova (2015) ya han insistido en un punto similar. Muestran que en un modelo estándar de economía abierta la relación entre los tipos de cambio y los precios depende de los shocks que provocan el movimiento del tipo de cambio. Presentan evidencia empírica de esto en el caso del Reino Unido.

GRÁFICO 3.2 Tasas de inflación, metas y expectativas



Fuente: Latin Macro Watch y páginas web de los bancos centrales.

Notas: En el caso de Perú, el gráfico ilustra las expectativas de inflación en cada mes de septiembre para el año subsiguiente.

GRÁFICO 3.3 Inflación, depreciación y efecto de transmisión

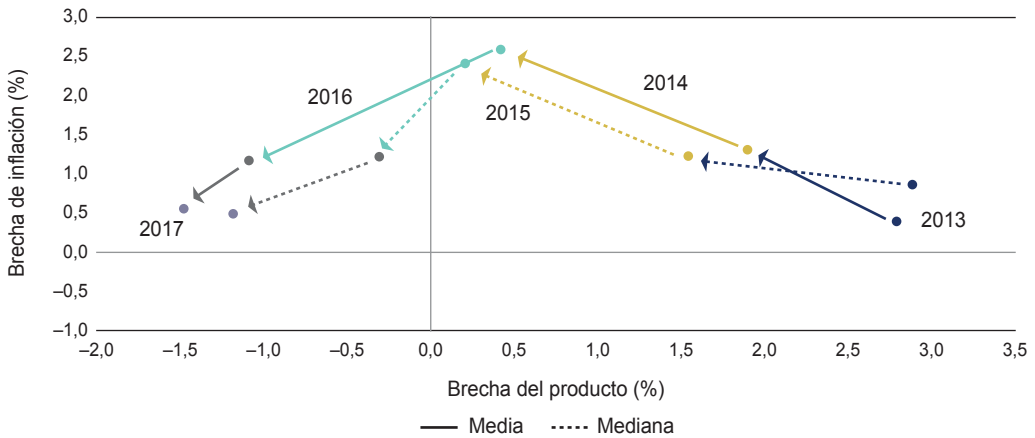
Fuente: Latin Macro Watch y página web de los bancos centrales.

Notas: El panel A calcula los promedios simples entre países con régimen de metas de inflación (ver Gráfico 4.1). El panel B, calcula el promedio de la máxima depreciación de cada uno de los cinco países (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) a lo largo de los tres episodios seleccionados. Para cada uno de los países, el efecto de transmisión (pass-through) se calcula como la diferencia relativa del nivel del índice de precios al consumidor (IPC) entre el final y el comienzo del episodio, dividido entre la depreciación relevante.

tener brechas del producto positivas (producción por encima de la tendencia), con una inflación por encima del objetivo, a tener brechas de inflación positivas más altas y brechas del producto negativas más bajas. Como se ilustra en el Gráfico 3.4, la brecha promedio del producto en 2013 en cinco países era de aproximadamente el 3%, y la inflación promedio era sólo de medio punto porcentual por encima del objetivo. Dos años después, las brechas del producto prácticamente habían desaparecido mientras que la inflación había superado el objetivo en aproximadamente un 2,5%. En 2016, la inflación comenzó a disminuir pero la tendencia en las brechas del producto empeoraron sistemáticamente, de un promedio de unos 3 puntos porcentuales en 2013 a una brecha del producto negativa de cerca de 1 punto porcentual en 2016. Además, como promedio, algunas previsiones para 2017 indican brechas del producto todavía más negativas.

En este “cuadrante problemático” de brechas de inflación positivas y brechas del producto negativas, las disyuntivas de la política monetaria se vuelven más agudas. Si los bancos centrales deciden ser más agresivos y controlar más estrictamente la inflación, puede que las brechas del producto se vuelvan aún más negativas. Por otro lado, una postura menos agresiva para apoyar la recuperación podría invertir la tendencia de disminución de la inflación, con consecuencias potencialmente adversas para las expectativas de inflación y para la credibilidad.

Además, puede que los bancos centrales en la región tengan que enfrentarse a otros shocks adversos. El movimiento de las tasas de interés y de las monedas en noviembre

GRÁFICO 3.4 Brechas de inflación y del producto para países con metas de inflación

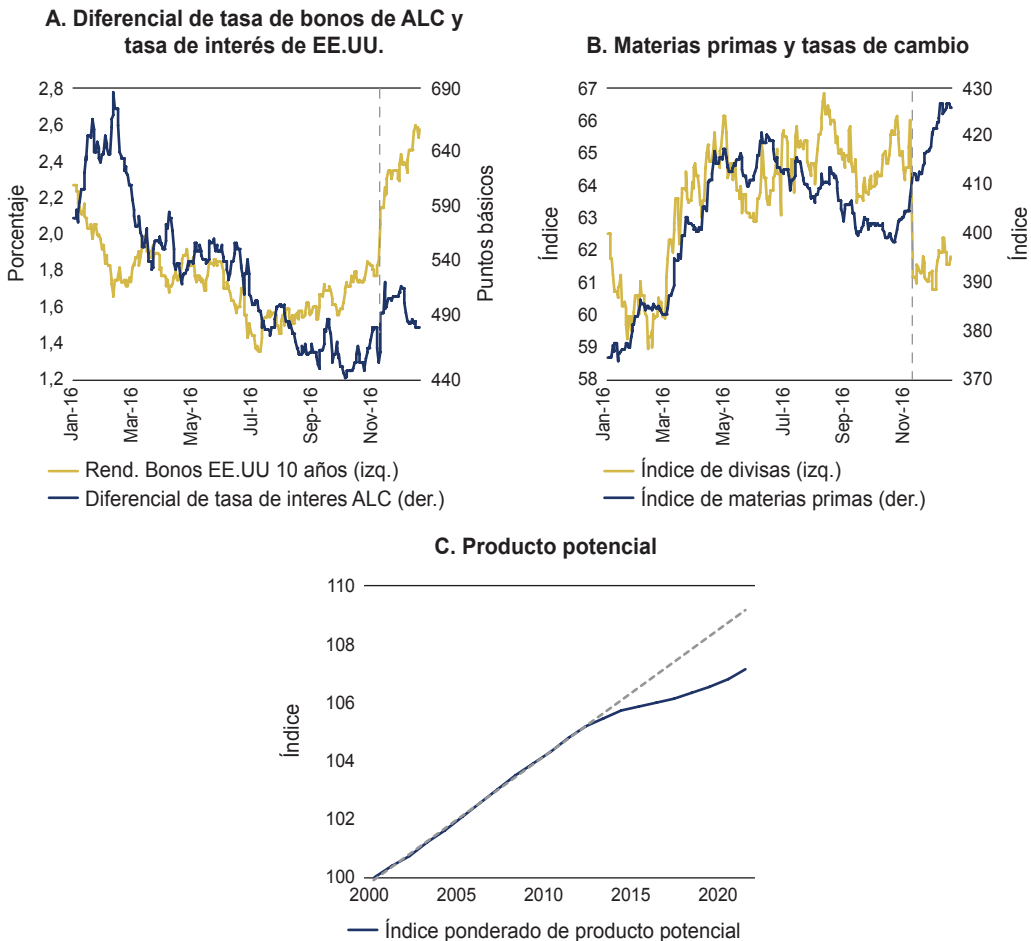
Fuente: Latin Macro Watch, encuestas de los bancos centrales y FMI (2016).

Notas: La brecha de inflación se calcula como la diferencia entre la inflación observada a fin de año y la meta de inflación. La brecha de PIB es el componente cíclico del filtro Hodrick-Prescott ($\lambda = 100$) del logaritmo del Producto Interno Bruto reportado en el WEO entre 1980 y 2021. Se muestra la media y la mediana calculada entre Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

de 2016, después de las elecciones en Estados Unidos, proporciona alguna indicación de los shocks potenciales que podrían materializarse (ver Gráfico 3.5, Paneles A y B). Como se analiza en el Capítulo 2, las tasas de interés aumentaron, el rendimiento de los bonos de los mercados emergentes se amplió y las monedas de las economías emergentes se depreciaron en relación al dólar de Estados Unidos. Por otro lado, la evolución del comercio global puede afectar a China y, por lo tanto, influir en los precios de las materias primas.

Otro de los problemas a los que se enfrentan los bancos centrales es que el crecimiento potencial ha disminuido (ver Gráfico 3.5, Panel C). Por lo tanto, puede que el equilibrio a largo plazo de la tasa de interés real haya disminuido, lo cual, con los demás factores iguales, significa que la tasa oficial de las políticas con la que se consideraría que la política monetaria es neutral —ni contractiva ni expansiva— también podría haber disminuido. Otra fuente de preocupación de los presidentes de los bancos centrales está relacionada con la política fiscal. Como se analizará en el Capítulo 4, si bien los países se están ajustando, en numerosos casos la disminución del gasto fiscal no guarda relación con la disminución de los ingresos. En la medida en que la política fiscal siga siendo expansiva, puede que las autoridades monetarias no consigan disminuir las tasas con la misma rapidez con que normalmente podrían hacerlo.

Para cuantificar estas disyuntivas de las políticas, se estima un modelo monetario de economía pequeña abierta para cinco grandes economías de la región —Brasil, Chile, Colombia, México y Perú— a lo largo del período 2000-2016. Los detalles del modelo y su estimación se presentan en el Apéndice B. El modelo permite tres fuentes externas de incertidumbre. Una captura las desviaciones temporales del crecimiento potencial en

GRÁFICO 3.5 Potenciales shocks para América Latina y el Caribe

Fuentes: Bloomberg y FMI (2016).

Notas: El panel A ilustra el diferencial de tasa del EMBI (Emerging market bond index) elaborado por J.P. Morgan y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 años. El panel B ilustra el LACI (Latin America Currency Index) elaborado por Bloomberg-J.P. Morgan y el CRB (Core Commodity Index) de Thomson Reuters. La línea vertical punteada en A y B es la fecha de las elecciones presidenciales en EE.UU. El panel C ilustra un índice del producto potencial (FMI, 2016) ponderado por el PIB nominal de 2015 para Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay; la tendencia lineal es calculada por medio de mínimos cuadrados ordinarios en el periodo 2000–2012.

relación con su media histórica. Otra captura la volatilidad en las tasas de interés en los mercados internacionales, ya sea debido a cambios en las tasas de interés mundiales o en los diferenciales de los países individuales. Por último, el modelo también incorpora un sector de las materias primas; por lo tanto, una tercera fuente de incertidumbre es el precio de la materia prima pertinente.³

³ Las fluctuaciones de los precios de las materias primas se capturan como impactos en los ingresos, como en Fernández, González y Rodríguez. (2015).

El modelo captura la política de los bancos centrales y su reacción ante los shocks adversos (incluyendo las tasas de interés mundiales y los precios de las materias primas), y cómo la inflación y la actividad económica en estas economías reaccionan a estas políticas. El modelo se estima utilizando datos históricos, de modo que la política monetaria referencial refleja cómo han reaccionado los responsables de las políticas en la práctica. Sin embargo, con ciertos supuestos, el modelo también se puede utilizar para analizar cómo puede reaccionar la economía ante un cambio en esta norma monetaria histórica.

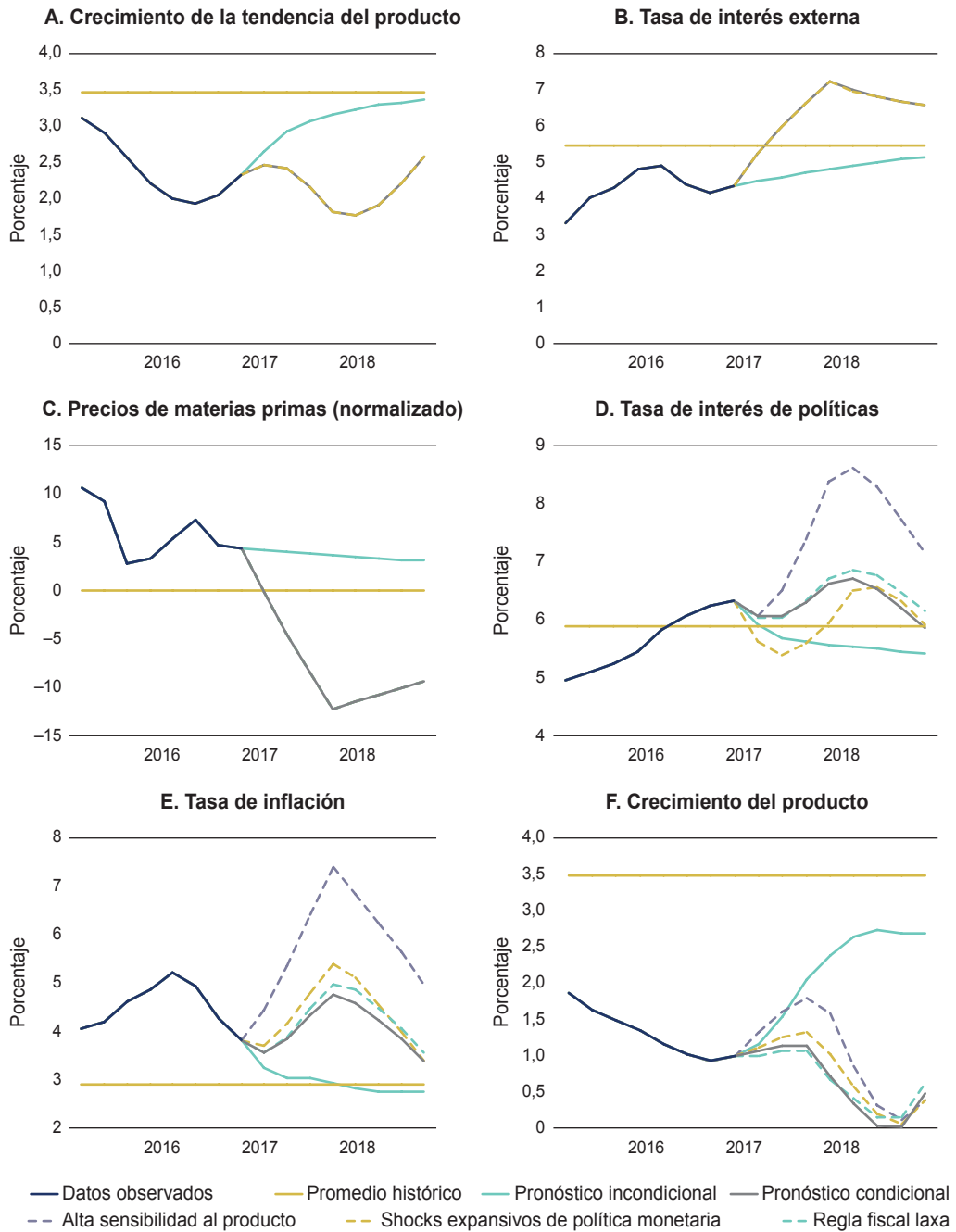
Para los años 2017-2018, se elaboran cinco escenarios posibles y los resultados (promedios simples de los modelos para cada uno de los cinco países) quedan recogidos en el Gráfico 3.6:

1. Un escenario “incondicional” sin nuevos shocks en los que las variables vuelven a valores de largo plazo o de equilibrio, dependiendo de la dinámica estimada del modelo.
2. Un escenario “condicional” que supone un aumento de las tasas de interés mundiales, una disminución de los precios de las materias primas y un shock negativo en el crecimiento.
3. El mismo escenario “condicional” pero suponiendo que la norma de la política monetaria cambia y el Banco Central reacciona más agresivamente a la caída del producto y se compromete creíblemente a hacerlo en todo momento en el futuro.
4. El escenario “condicional” pero donde los bancos centrales sorprenden a los mercados distanciándose de la norma de las políticas y reduciendo las tasas de interés.
5. El escenario “condicional”, pero suponiendo que la política fiscal expansiva es más persistente (es decir, que el ajuste fiscal es más lento).

En el primer escenario, de ausencia de nuevos shocks (el pronóstico incondicional), el modelo indica que las tasas oficiales seguirán disminuyendo mientras la inflación disminuye progresivamente y el producto se recupera. Sin embargo, en el segundo escenario la suba de las tasas de interés mundiales junto con otros shocks negativos provocan la caída del crecimiento y un aumento de la inflación en la práctica debido a la depreciación del tipo de cambio nominal. A su vez, esto obliga al Banco Central a aumentar la tasa de interés oficial.

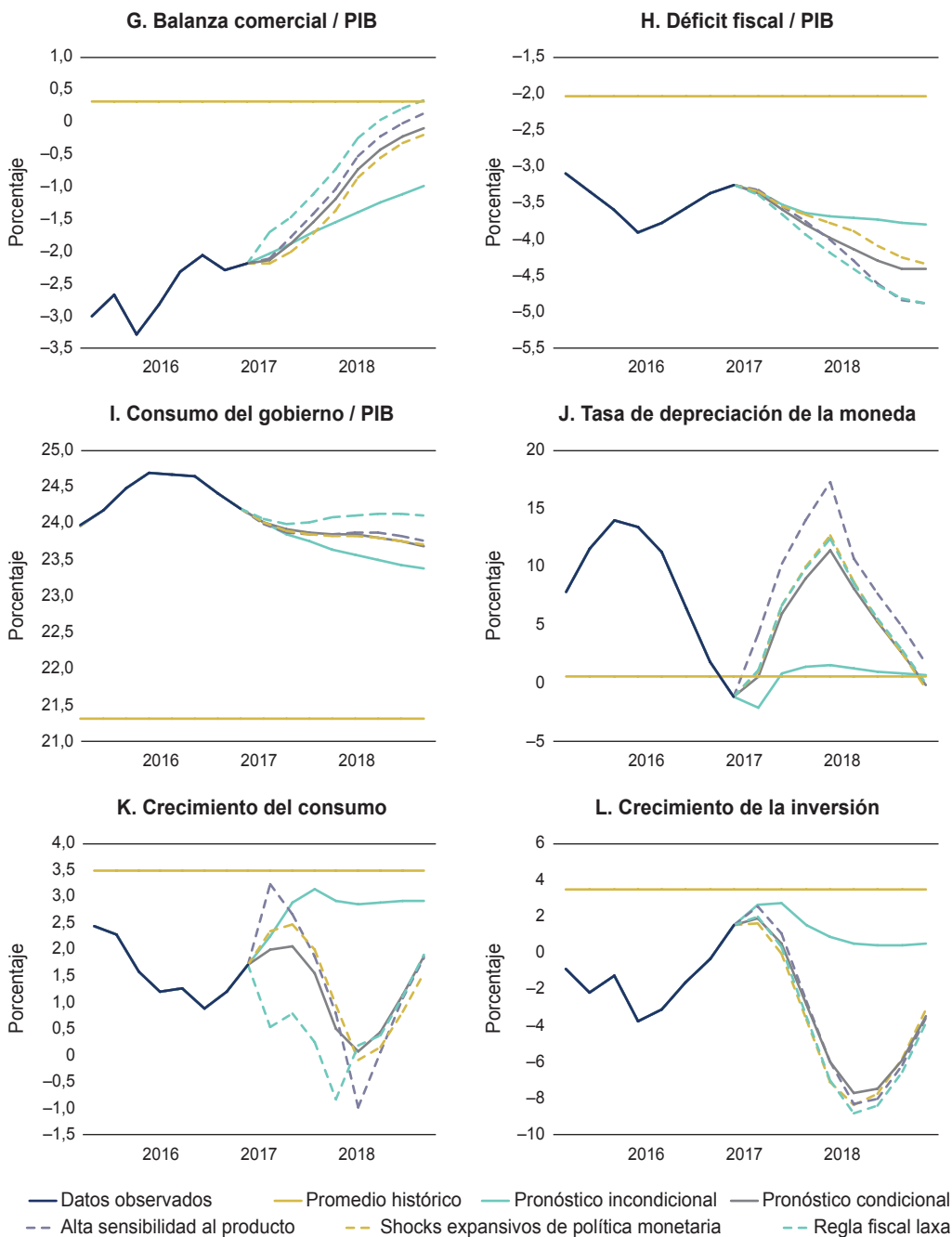
En el tercer escenario, donde el Banco Central reacciona más agresivamente a la caída del producto, se produce una respuesta positiva, aunque efímera. Dado que el sector privado reacciona inmediatamente al cambio creíble en la norma oficial, el consumo y la inversión aumentan en relación con el segundo escenario. Sin embargo, esto también implica una inflación más alta, sobre todo dado que el tipo de cambio también se

GRÁFICO 3.6 Escenarios, shocks y reglas de políticas alternativas



(continúa en la página siguiente)

GRÁFICO 3.6 Escenarios, shocks y reglas de políticas alternativas (continuación)



Fuente: Latin Macro Watch y estimaciones del BID.

Notas: Las dinámicas ilustradas son promedios simples entre los cinco países considerados. La línea negra representa los datos observados. La línea horizontal amarilla es el promedio histórico. La línea sólida azul es el pronóstico incondicional del modelo (es decir, sin shocks). La línea roja es el pronóstico condicional del modelo (esto es, con los tres shocks). Las tres líneas punteadas son pronósticos condicionales con diferentes supuestos de reglas alternativas de política.

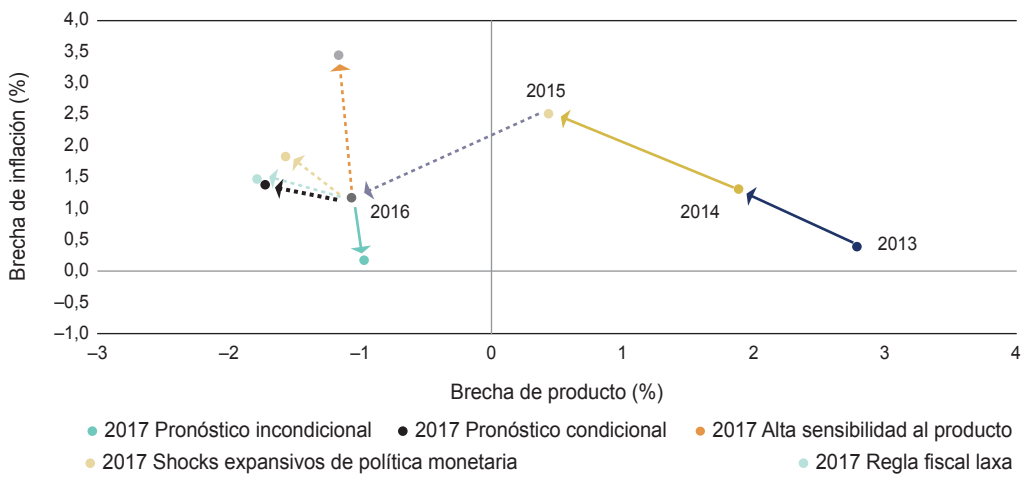
deprecia. Si bien la regla de políticas es más sensible a una disminución del producto, el Banco Central quiere seguir manteniendo la inflación bajo control. Ahora la tasa de interés oficial debe responder y, de hecho, tiene que aumentar incluso más que en el escenario anterior, en el que la norma oficial no se modifica. La actividad económica disminuye; de hecho, en casi la misma medida que en el escenario anterior.

El cuarto escenario contempla la posibilidad de que el Banco Central sorprenda al mercado con una reducción temporal de las tasas de interés más que con un cambio a largo plazo creíble en la norma oficial. Los efectos de una iniciativa de ese tipo son efímeros y la tasa oficial tiene que aumentar para controlar la presión inflacionaria generada por el impulso pasajero inicial. Una vez más, los beneficios parecen ser relativamente pequeños mientras que producen costos en términos de una mayor inflación y el consiguiente aumento de las tasas oficiales. Además, el modelo no captura ninguna pérdida de credibilidad que pudiera derivarse de la medida sorpresa del Banco Central. Si el mercado cuestiona la credibilidad del Banco Central, esto puede llevar a un aumento de las tasas oficiales y, por lo tanto, a una menor actividad de lo que normalmente se produciría, con el fin de mantener un determinado nivel de inflación.

Por último, el quinto escenario pone de relieve las posibles tensiones entre las políticas monetaria y fiscal. Si la política fiscal es expansiva y el ajuste es más lento, puede que el producto aumente moderadamente pero que la inflación sea más alta. Esto provocará a su vez otro aumento de las tasas oficiales, reduciendo así el impacto positivo en el producto. Las políticas monetaria y fiscal parecen actuar una contra la otra y conducen a una mezcla ineficiente de medidas de las políticas públicas.

¿Acaso el modelo sugiere que los países pueden salir del cuadrante “problemático” de brechas del producto negativas y brechas de inflación positivas en 2017? En ausencia de otros shocks, ambas brechas deberían cerrarse, aunque puede que la brecha de inflación disminuya más rápidamente (ver Gráfico 3.7). Si se incluyen los shocks adversos del segundo escenario, la brecha de inflación aumenta y la brecha del producto empeora. ¿Mejoraría la situación si la norma de la política monetaria se modifica? Los escenarios tercero y cuarto muestran una mejoría marginal de la brecha del producto en relación con el escenario 2. Sin embargo, esto se produce a expensas de una inflación significativamente más alta. Por último, con un escenario de ajuste fiscal más lento (el último escenario), la inflación es más alta y el producto es más bajo. Estos resultados sugieren que los bancos centrales deberían mantener las normas oficiales y resistir la tentación de reaccionar más enérgicamente ante un producto menor. Además, en algunos casos la mezcla de política fiscal y política monetaria puede no ser óptima, y una política fiscal menos expansiva podría favorecer una política monetaria algo más laxa. Las tasas de interés más bajas y un tipo de cambio más competitivo contribuirían al aumento del crecimiento, a la vez que mantendrían una inflación estable y se evitarían niveles de deuda más altos. Este es el tema del próximo capítulo.

GRÁFICO 3.7 Brechas de inflación y producto con shocks y respuestas alternativas de políticas



Fuente: Latin Macro Watch, páginas web de los bancos centrales y cálculos de los autores.

Notas: Los escenarios alternativos están descritos en el texto. La brecha de producto para el año 2017 fue calculada como el promedio del componente cíclico del pronóstico del modelo de PIB trimestral, filtrado con el filtro Hodrick-Prescott ($\lambda=1600$) usando la tendencia incondicional, y ajustado estacionalmente. La brecha de inflación fue calculada como la diferencia entre el pronóstico del modelo de inflación y la meta actual de inflación.

CAPÍTULO 4

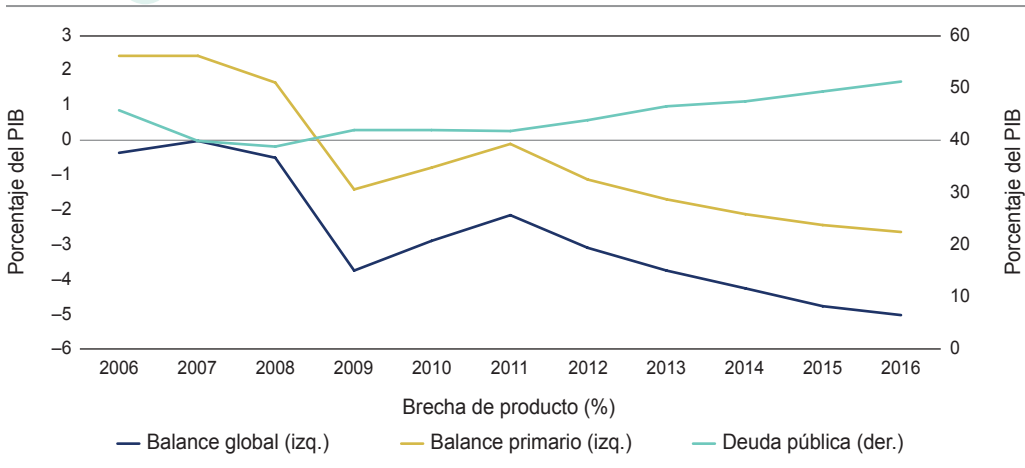
Evolución del panorama fiscal: diferentes políticas para diferentes posiciones

Las posiciones fiscales varían ampliamente en la región. Uno o dos países siguen teniendo posiciones fiscales relativamente fuertes, y con las actuales tasas de bajo crecimiento pueden contemplar políticas fiscales contracíclicas. Sin embargo, varios países se están viendo obligados a iniciar un período de ajuste procíclico para impedir que la deuda siga aumentando. Un peligro es que las políticas fiscales restrictivas puedan tener efectos tanto en el producto como en los balances fiscales, con lo cual el esfuerzo de ajuste se volvería contraproducente. Sin embargo, la composición de los planes de consolidación fiscal ha mejorado notablemente en comparación con el informe del año pasado. Como se señaló en la edición 2016, los países deberían centrar los ajustes allí donde los multiplicadores fiscales tengan probabilidades de causar el menor impacto en el crecimiento. Eso significa que los países con tasas impositivas que ya son altas deberían centrarse en recortar gastos —y en gran medida en los gastos corrientes, más que en inversión pública— mientras que a los países con una baja carga fiscal les conviene centrarse en aumentar los ingresos. Al parecer, los planes de los países actualmente siguen estas directrices. Aún así, en algunos casos se requiere un esfuerzo mayor para detener la tendencia al alza de la deuda. Este capítulo resume las tendencias fiscales, estudia los planes fiscales actuales y sugiere dónde les convendría a los países centrar sus esfuerzos.

Tendencias fiscales

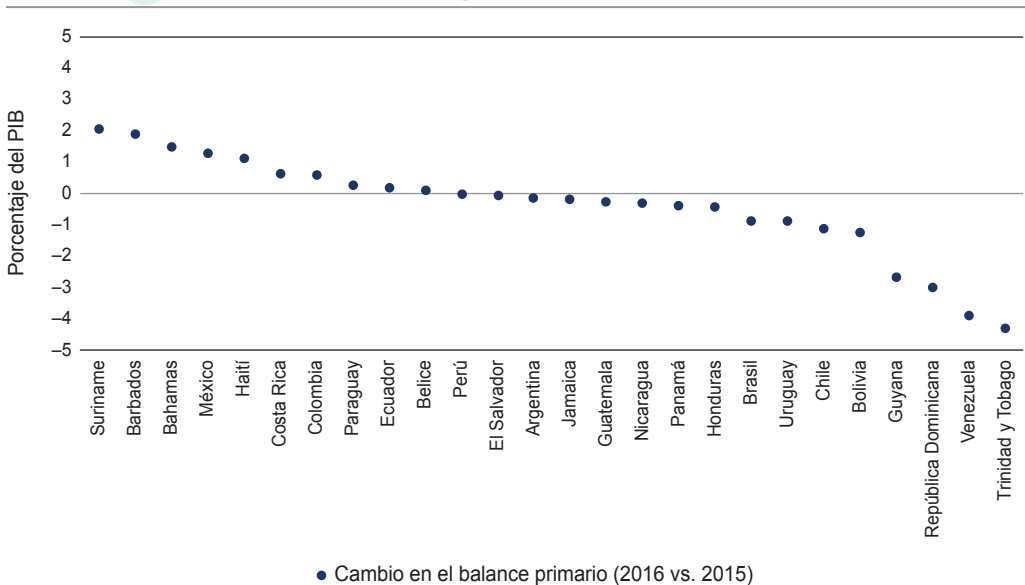
Los balances primarios se han deteriorado ligeramente en el país típico en la región, de un déficit de 2,4% del PIB en 2015 a 2,6% en 2016 (el déficit fiscal total promedio superó el 5% del PIB en 2016). El ratio deuda/PIB aumentó ligeramente para superar el 51% (ver Gráfico 4.1). Sin embargo, estas cifras ocultan la creciente heterogeneidad en diferentes países. Al comparar 2016 con 2015, el balance primario en realidad se fortaleció en ocho países pero se debilitó en el mismo número de países, y se mantuvo más o menos igual (no se debilitó ni mejoró en más del 0,5% del PIB) en otros 11 países (ver Gráfico 4.2).

GRÁFICO 4.1 Ligero deterioro en balances fiscales y deuda creciente



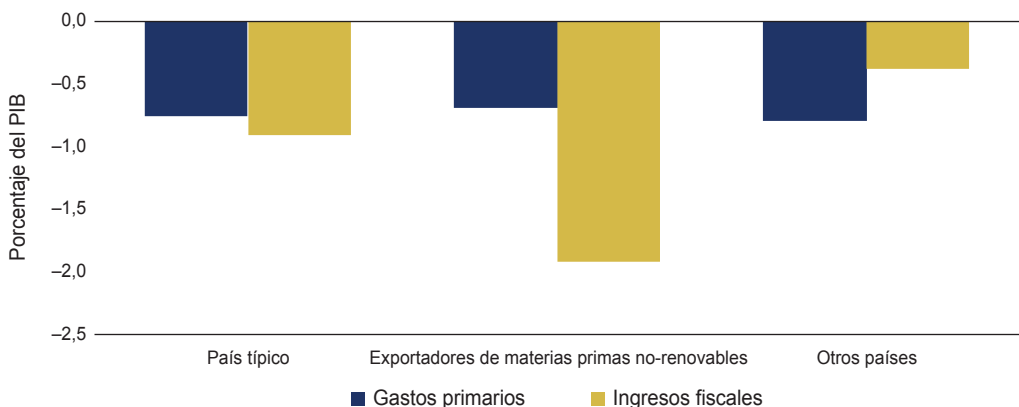
Fuente: Estimaciones del BID en base a fuentes nacionales y FMI (2016).
 Nota: El gráfico ilustra promedios simples para 26 países de América Latina.

GRÁFICO 4.2 Desempeño fiscal heterogéneo



Fuente: Estimaciones del BID en base a fuentes nacionales y FMI (2016).

Un conjunto de países dependientes de las materias primas ha recortado el gasto fiscal pero los ingresos disminuyeron incluso más, de manera que los déficits en realidad aumentaron. Debido a una combinación de disminución de precios y de producción, los países dependientes de las materias primas perdieron casi el 1,5% del PIB más en ingresos

GRÁFICO 4.3 Gastos e ingresos en baja (2016 vs. 2015)

Fuente: Estimaciones del BID en base a fuentes nacionales y FMI (2016).

del sector público que otros países de la región.¹ El Apéndice B se centra en el impacto de los precios de las materias primas sobre los ingresos fiscales. Se utilizó una base de datos y modelos económicos de operaciones mineras para estimar los ingresos fiscales de escenarios de precios alternativos. En otros casos, aunque los ingresos disminuyeron, el gasto disminuyó más, de modo que se redujeron los déficits fiscales (ver Gráfico 4.3).

Posiciones fiscales: un panorama diverso

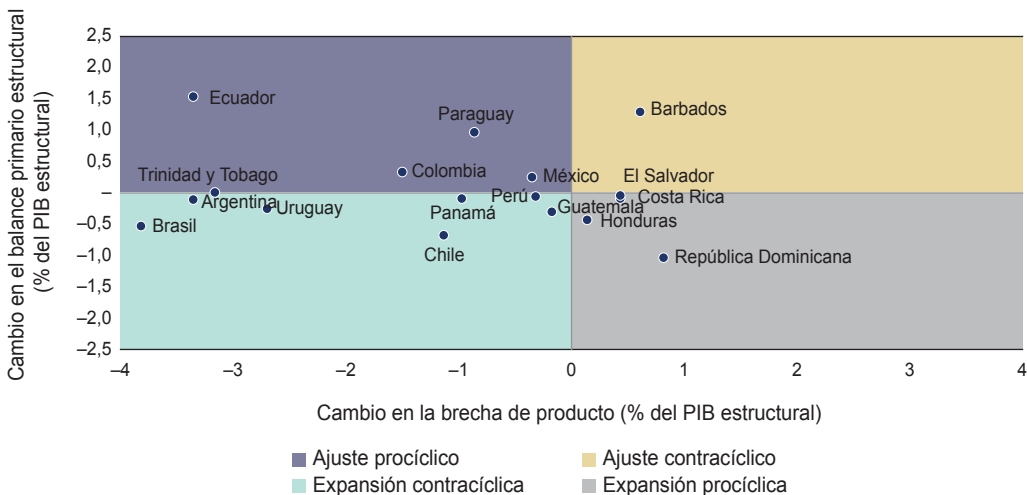
Debido al bajo crecimiento, el país típico tiene una brecha del producto más negativa y el déficit fiscal primario (estructural) promedio aumentó en 2016.^{2,3} Sin embargo, esta afirmación oculta una vez más la heterogeneidad de las respuestas fiscales en la región. Si bien la brecha del producto se amplió en la mayoría de los países, algunos respondieron relajando su posición fiscal (el ratio del balance primario estructural/PIB potencial se deterioró). En otras palabras, siguieron una política contracíclica. Otros países adoptaron una posición fiscal más restrictiva (el balance estructural mejoró) y, en las demás economías, la política fiscal siguió siendo en gran medida neutral (el balance estructural se mantuvo constante). Entre los pocos países donde las brechas del producto se mantuvieron por

¹ Los precios de los combustibles (crudo, gas natural y carbón) disminuyeron un promedio de 17% en 2016, después de una reducción del 45% en 2015, mientras que los precios de los metales se contrajeron a un promedio de 8% en 2016 y de 14% en 2015.

² El balance primario estructural es una medida que filtra el impacto del ciclo económico y el precio de las materias primas y, como tal, es un indicador útil para valorar la posición fiscal subyacente. Está disponible en 20 países de América Latina y el Caribe.

³ El PIB siguió por debajo del potencial en 21 de las 26 economías de América Latina y el Caribe durante 2016. Se prevé que la brecha del producto se amplíe en 11 países hacia fines de 2017.

GRÁFICO 4.4 Desempeño económico heterogéneo y respuesta de política fiscal



Fuente: Base de Datos de Balances Fiscales Estructurales del BID.

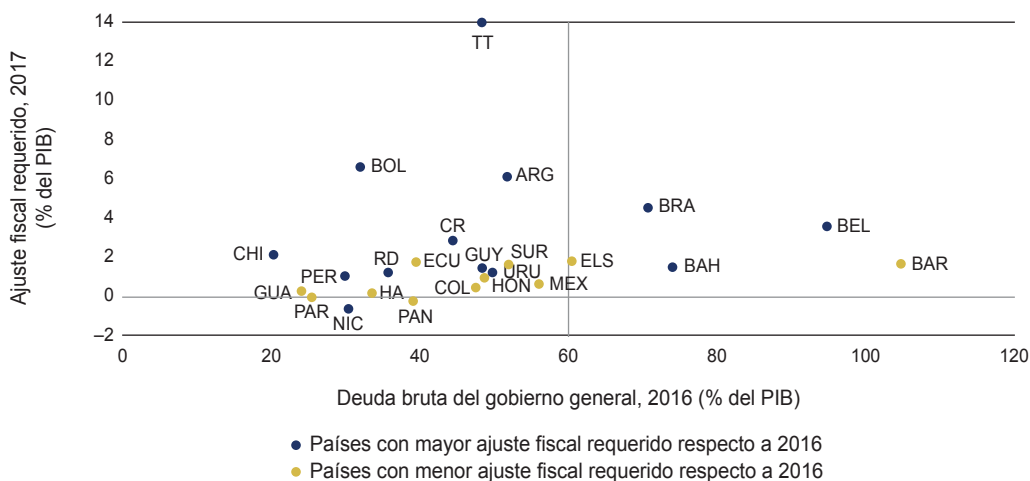
Nota: La figura muestra el cambio en la brecha de producto estimada y el cambio en el balance fiscal estructural estimado entre 2015 y 2016.

encima del potencial, la mayoría, en realidad, siguió una política fiscal más expansiva, lo cual ha reducido el espacio fiscal (ver Gráfico 4.4).

Disminución del espacio fiscal, aumento de las restricciones financieras

Hay varias medidas de indicadores del *espacio fiscal*. Aquí se analizan dos de estos indicadores: el ratio deuda/PIB y el ajuste fiscal necesario para mantener ese nivel de deuda constante a lo largo del tiempo, suponiendo que la economía se expande a su tasa de crecimiento potencial. Los balances primarios se mantuvieron por debajo de esos niveles de estabilización de la deuda en 21 de los países analizados. En comparación con las estimaciones del año pasado, este indicador del espacio fiscal mejoró en 14 países y el ajuste fiscal requerido disminuyó en aproximadamente el 1,6% del PIB (ver Gráfico 4.5). Entre los 11 países donde este indicador empeoró, el ajuste fiscal requerido aumentó en un promedio de 1,1% del PIB. Sin embargo, este grupo es muy heterogéneo: incluye a algunos países con baja deuda, como Nicaragua, Chile, Perú. En Chile y Perú, las políticas fiscales contracíclicas favorecieron las perspectivas de crecimiento. Además, Chile implementó una reforma tributaria en 2014 destinada a aumentar los ingresos internos para contrarrestar la disminución de los precios del cobre y mejorar la equidad.⁴

⁴ Ver BID (2016), Recuadro 3.2.

GRÁFICO 4.5 Ajuste fiscal requerido y deuda bruta (como porcentaje del PIB)

Fuente: Estimaciones del BID en base a FMI (2016).

Notas: El ajuste fiscal requerido estimado se basa en supuestos respecto al crecimiento potencial del PIB y las tasas de interés real. Las definiciones de deuda bruta pueden variar entre países.

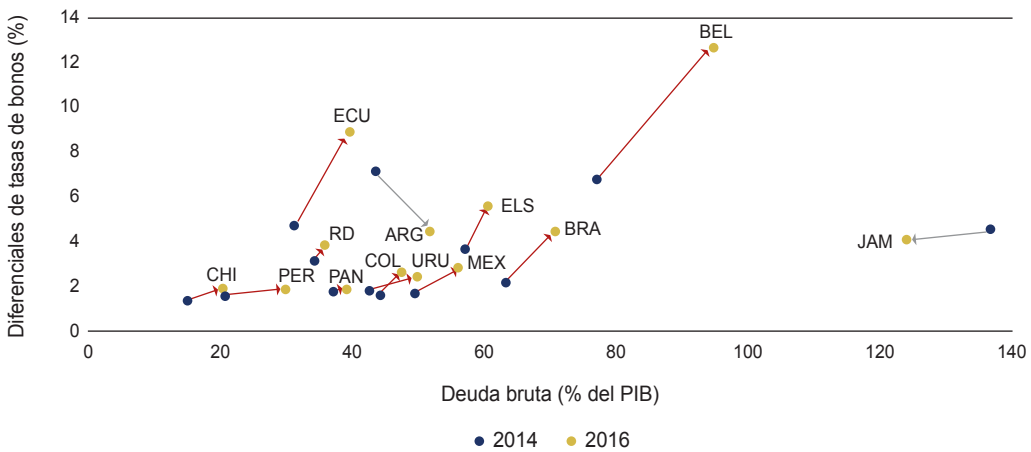
Las restricciones financieras se están convirtiendo en un impulsor más importante de la política fiscal de los países, obligándolos a acelerar sus esfuerzos de ajuste.⁵ La combinación de niveles de deuda y tasas de interés más altas aumenta la urgencia de medidas de políticas públicas (ver Gráfico 4.6). ¿Hasta qué punto los planes y políticas fiscales están internalizando esta dinámica?

Consolidación fiscal: ¿qué ha ocurrido, cuáles son los planes?

Un estudio de los presupuestos de 22 países en la región muestra que, en promedio, los gobiernos se esforzaron por alcanzar un balance fiscal primario en 2016, aunque la cifra resultante señala un déficit de aproximadamente el 0,8% del PIB (ver Gráfico 4.7). Esta diferencia se explicó por una disminución de los ingresos del sector público de 0,6% del PIB, lo que a su vez probablemente se debió a una sobreestimación promedio de un punto porcentual en el crecimiento supuesto en los presupuestos. En un grupo de ocho países exportadores de materias primas (Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Perú, y Trinidad y Tobago) los ingresos presupuestados se sobreestimaron en aproximadamente

⁵ Los diferenciales de los bonos aumentaron en más de 100 puntos básicos para el típico país de América Latina y el Caribe durante 2014-2016. Además, si bien los diferenciales de los bonos han disminuido ligeramente en los últimos meses, la tasa de interés de Estados Unidos ha comenzado a subir (ver Capítulo 2). Argentina y Jamaica son excepciones a la tendencia de diferenciales soberanos al alza.

GRÁFICO 4.6 Deuda y diferenciales de tasa de bonos crecientes en la mayoría de los países



Fuente: Estimaciones del BID en base a los diferenciales de tasas de bonos (EMBIG) de JP Morgan extraídos de la Base de Datos de Thomson-Reuters y FMI (2016).

Notas: Las flechas representan la magnitud y dirección del cambio en la deuda bruta del gobierno y los spreads de bonos. Las flechas rojas representan países con deuda y spread de bonos crecientes.

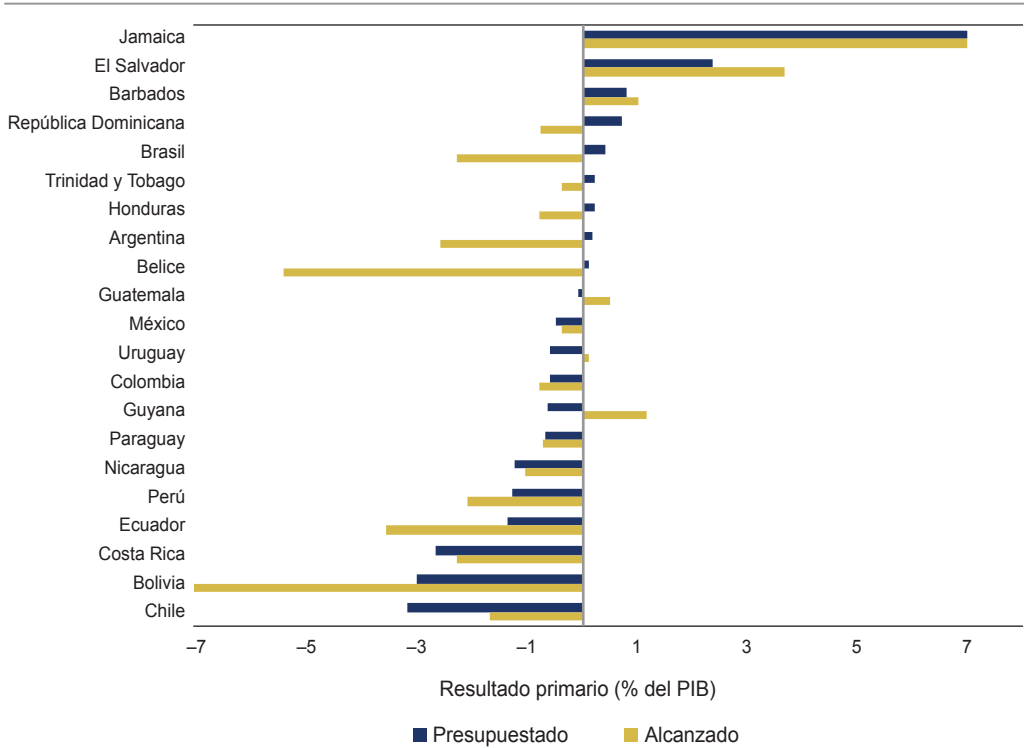
el 0,7% del PIB.⁶ Sin embargo, como se ilustra en el Gráfico 4.7, se observa una variación considerable entre diferentes países.

Para 2017, los presupuestos señalan que los ingresos aumentarán (en 0,2% del PIB) mientras que los gastos disminuirán (en 0,4% del PIB) y el déficit primario sería de sólo 0,2% del PIB. La evolución prevista del balance primario y otras variables sugiere que la deuda seguirá aumentando a lo largo de 2017. De hecho, en la región se ha observado una tendencia al alza del ratio promedio deuda pública/PIB desde 2011.

Sin embargo, unos 15 países siguen planes de consolidación fiscal que, una vez implementados, se prevé que logren un ajuste de aproximadamente el 2% del PIB en el país típico. Estas reformas pretenden aumentar los ingresos fiscales en 1,2% del PIB y reducir los gastos en aproximadamente 0,8% del PIB a lo largo de un período de implementación promedio de 4,4 años. Se prevé que la reducción en el gasto de capital contribuya en aproximadamente 0,2% del PIB, y que el resto (0,6% del PIB) se logre recortando los gastos corrientes. Es interesante señalar que al comparar estos planes con los cambios reales en el gasto registrados el año pasado, cuando los gastos corrientes disminuyeron en promedio 0,15% del PIB y el gasto de capital disminuyó hasta en un 0,5% del PIB, los países ahora intentan mantener el gasto de capital (como porcentaje del PIB) y se están centrando más en recortar el gasto corriente, como se recomendaba en el informe del año pasado.

⁶ Las excepciones fueron Chile y México, donde los ingresos en realidad fueron superiores a los previstos.

GRÁFICO 4.7 Diferencias significativas entre los resultados fiscales alcanzados y planeados en algunos países, 2016



Fuente: Estimaciones del BID en base a fuentes nacionales.

Notas: Resultado primario presupuestado (tal como está especificado en el plan de presupuesto de 2016). Resultado primario alcanzado (tal como está especificado en los informes de ejecución de presupuesto de 2016).

Un plan fiscal a mediano plazo es un enfoque razonable que evita la camisa de fuerza de los presupuestos anuales y cambios bruscos a corto plazo en la política fiscal que pueden tener consecuencias negativas a más largo plazo. Aún así, a la región le queda mucho por hacer para mejorar las instituciones fiscales con el fin de abordar las actuales necesidades de consolidación fiscal. De los 22 países analizados, sólo cinco contemplan formalmente una planificación presupuestaria plurianual dentro de un marco fiscal a mediano plazo; dos países tienen normas que podrían restringir el gasto de los próximos años dependiendo de los resultados fiscales. Sólo un país tiene un organismo independiente que evalúa el desempeño presupuestario ex post y sólo tres tienen procedimientos de control de calidad para evaluar los supuestos macroeconómicos que sustentan la preparación de los presupuestos.

Alternativas de las políticas públicas

Como se señaló más arriba, las proyecciones de referencia para la región indican tasas de crecimiento relativamente modestas. Además, hay importantes riesgos de impacto

Recuadro 4.1 Reformas fiscales estructurales y consolidación fiscal

Varios países de la región han adoptado reformas tributarias en los últimos años con el fin de aumentar el ingreso, mejorar la equidad, reducir distorsiones, promover el ahorro y la inversión, y simplificar el cumplimiento de las obligaciones tributarias.⁹

México

La reforma fiscal de 2013 incluyó una reducción de los subsidios a la gasolina y otros combustibles, una ampliación de la base fiscal del impuesto de sociedades y de la renta personal, y la igualación de las tasas del IVA en el país (los estados fronterizos del norte anteriormente tenían una tasa más baja). La reforma se complementó con la introducción de un sistema de facturas electrónicas (Certificados Fiscales Digitales a través de Internet, o CFDI), incluyendo el IVA, las nóminas de las empresas y las retenciones de impuestos. Según estimaciones recientes del impacto de estas reformas, los ingresos fiscales no petroleros aumentaron en cuatro puntos porcentuales del PIB en el período 2013-2016.

Chile

En 2014 se aprobó una reforma tributaria que incluía un aumento progresivo de las tasas del impuesto de sociedades de entre 5% y 7% a lo largo de un período de cinco años, la consolidación del impuesto sobre la renta personal y de sociedades para los individuos que perciben ingresos de ambas fuentes, y la creación de incentivos horizontales para el ahorro y la inversión, sobre todo de las pequeñas y medianas empresas. Se espera que esta reforma aumente los ingresos fiscales en tres puntos porcentuales del PIB entre 2014 y 2018. Hacia 2016, la reforma ya había generado ingresos equivalentes al 2% del PIB.

Jamaica

Se aprobó una reforma fiscal estructural a finales de 2014 con el fin de ampliar la base impositiva y lograr un sistema fiscal más eficiente y equitativo. La reforma incluyó medidas para simplificar y reducir los aranceles a las importaciones, eliminar las exenciones tributarias discrecionales y los beneficios específicos de los sectores (que generaban importantes distorsiones en la asignación de capital), estandarizar las tasas impositivas, y acelerar la depreciación de los bienes de capital y las deducciones fiscales en aras de la creación de empleo formal. Se estima que la reforma generó dos puntos porcentuales del ingreso y que probablemente ha contribuido a la inversión, el empleo formal y el crecimiento.

Colombia

En diciembre de 2016, se aprobó una reforma tributaria para aumentar la recaudación tributaria, reducir la informalidad y aumentar la inversión. El grueso del ingreso adicional provendrá del aumento de la tasa estándar del IVA de 16% a 19%, pero dado que las empresas pueden tener acceso a un crédito fiscal sobre los impuestos pagados en la adquisición de bienes de inversión, puede que las distorsiones disminuyan. El régimen del impuesto de sociedades se simplificó y unificó. También se modificaron los impuestos de la renta personal y se introdujeron límites a los beneficios fiscales de las deducciones. Se restableció un impuesto sobre los dividendos y se creó un régimen fiscal simplificado para los pequeños comercios minoristas (“monotributo”). También se creó un impuesto verde que grava el contenido de carbono de los insumos energéticos. Las tarifas impositivas dependen de la producción de CO₂ de cada combustible fósil. Se aumentó el impuesto especial al tabaco y los

(continúa en la página siguiente)

Recuadro 4.1 Reformas fiscales estructurales y consolidación fiscal *(continuación)*

cigarrillos de los gobiernos subnacionales. También se introdujeron reformas en la administración tributaria, incluyendo la aprobación de una factura electrónica más efectiva y avanzada para el IVA. Se espera que la reforma aprobada genere aproximadamente un 1% del PIB en ingresos adicionales.

^a Ver Arenas de Mesa (2016) para un estudio reciente de las reformas fiscales en países seleccionados.

negativo y si bien el estímulo fiscal en Estados Unidos puede impulsar el crecimiento, también puede provocar un aumento más rápido de las tasas de interés mundiales y un dólar más fuerte, complicando así el acceso al financiamiento externo. La situación fiscal es muy heterogénea. Un número reducido de países sigue teniendo una deuda relativamente baja y niveles moderados de ajuste fiscal requerido para mantener esos niveles de deuda; por lo tanto, si tienen brechas del producto negativas, pueden contemplar una política fiscal contracíclica. Chile y Perú se encuentran en esta posición envidiable y, según las estimaciones, ambos adoptaron una política fiscal contracíclica el año pasado. Un grupo más numeroso de países tienen brechas del producto negativas y decidieron realizar ajustes procíclicos; entre ellos, Ecuador, Colombia y México. Barbados es un caso interesante: clasificado como país que sigue un ajuste contracíclico, busca reducir la deuda. Dos países siguieron políticas fiscales expansivas mientras las brechas del producto se volvieron más positivas (República Dominicana y Honduras).

La mayoría de los países en la región, incluyendo prácticamente todos aquellos que hoy han adoptado un ajuste fiscal procíclico, han anunciado planes bastante ambiciosos para mejorar su política fiscal. Aún así, en algunos casos, estos planes no incluyen todos los ajustes requeridos para estabilizar los niveles de deuda y, sin otras medidas, estos niveles aumentarán. La duración de los planes efectivos de consolidación es, en promedio, de un poco más de cuatro años, y contemplan un ajuste de alrededor del 2% del PIB.

Si bien el informe del año pasado señalaba que los planes de los países en algunos casos parecían no tener en cuenta los trabajos recientes sobre los multiplicadores fiscales, estos planes parecen haber evolucionado y actualmente se sitúan más en línea con los consejos en ese ámbito. Por ejemplo, los planes se centran ahora más en recortar el gasto corriente que los gastos de capital, que normalmente están más asociados con multiplicadores más bajos y, por lo tanto, deberían tener un impacto menor en el producto. Además, como se señalaba en el informe del año pasado, la tendencia clara es que los países que ya tienen altas tasas impositivas se centren en recortar el gasto más que en aumentar impuestos, mientras que los países con una carga fiscal baja están efectivamente contemplando aumentar los ingresos. Estos planes coinciden con trabajos recientes que indican que los multiplicadores son sumamente no lineales con respecto a los niveles tributarios iniciales (ver Recuadro 4.2).

Recuadro 4.2 Efectos macroeconómicos de las variaciones fiscales en el producto

Los multiplicadores fiscales miden el impacto de las modificaciones de la política tributaria en el producto. Se definen como el ratio del cambio en el producto en relación con un cambio en el gasto público o los ingresos fiscales.^a Por lo tanto, el multiplicador tributario mide el efecto de un cambio de USD 1 en los ingresos sobre nivel del PIB. Medir las magnitudes de la política tributaria, así como estimar el impacto causal de las medidas fiscales en el PIB, es muy difícil.^b Los ingresos fiscales pueden variar debido a fluctuaciones en el tamaño de la base imponible que resulta de cambios en el PIB, y no por cambios en las políticas tributarias. Por ende, la identificación de impactos causales está plagada de problemas.

En trabajos recientes, se ha observado que el efecto de los cambios tributarios en el producto depende de la tasa impositiva original.^c En particular, el efecto de los cambios de tasas impositivas en el producto es (i) muy pequeño (o prácticamente cero) con niveles de tasas impositivas iniciales bajas o moderadas, y (ii) aumenta cada vez más rápido a medida que aumenta el nivel inicial de la tasa impositiva. La distorsión impuesta por la tributación en la actividad económica está directamente relacionada con el nivel de la tasa impositiva.

Concretamente, un aumento de dos puntos porcentuales en la tasa del IVA podría no tener prácticamente ningún efecto negativo en el PIB en países con tasas impositivas bajas como Bahamas, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Paraguay, y Trinidad y Tobago. En cambio, el mismo aumento de la tasa impositiva probablemente provocaría una caída del producto considerable en países con tasas de IVA relativamente altas como Argentina, Chile y Uruguay (ver Cuadro 4.2.1 para las estimaciones de multiplicadores fiscales en América Latina y el Caribe). Como se señala en este capítulo, unos 15 países en la región tienen planes de ajuste fiscal. El informe del año pasado señalaba que los países con cargas tributarias que ya eran altas deberían centrar sus esfuerzos en reducir los gastos mientras que aquellos países con tasas bajas podrían aumentarlas para incrementar los ingresos. Estas estimaciones cuantitativas actualmente aportan más evidencia para apoyar esta recomendación. Una pregunta interesante es si los planes de los países son congruentes con esta recomendación y con los multiplicadores estimados. O, en otras palabras, ¿aquellos países con multiplicadores tributarios estimados bajos contemplan ajustes fiscales aumentando los ingresos fiscales, mientras que aquellos países con elasticidades estimadas altas prefieren reducir los gastos?

La evidencia es bastante llamativa y, de hecho, es consistente con la recomendación propuesta en el informe del año pasado, con la estimación de los multiplicadores tributarios y con el debate en Gunter et al. (2017). Los países que ya tienen tasas impositivas altas no están planeando aumentar considerablemente los ingresos. En cambio, los países con tasas bajas de hecho están planeando aumentar los ingresos tributarios como parte de sus esfuerzos de ajuste (ver Gráfico 4.2.1 para más detalles).

^a Ver, por ejemplo, Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009).

^b Ver Riera-Crichton, Vegh y Vuletin (2016) para un debate.

^c Ver Gunter et al. (2016), que aplican el llamado enfoque narrativo desarrollado por Romer y Romer (2010) a una base de datos novedosa sobre impuestos al valor agregado en 51 países (21 países desarrollados y 30 países en vías de desarrollo) para el período 1970-2014.

(continúa en la página siguiente)

Recuadro 4.2 Efectos macroeconómicos de las variaciones fiscales en el producto *(continuación)*

CUADRO B4.2 Multiplicador tributario asociado a un aumento de 2 puntos porcentuales en la alícuota del IVA

País	Alícuota del IVA al oct. 2016	Multiplicador tributario asociado a un aumento de 2 puntos porcentuales en la alícuota del IVA
Argentina	21	-5,2*
Bahamas	7,5	0,4
Barbados	17,5	-3,4*
Belice	12,5	-1,3
Bolivia	13	-1,5
Chile	19	-4,1*
Colombia	16	-2,7*
Costa Rica	13	-1,5
República Dominicana	18	-3,6*
Ecuador	14	-1,9*
El Salvador	13	-1,5
Guatemala	12	-1,1
Guyana	16	-2,7*
Haití	10	-0,4
Honduras	15	-2,3*
Jamaica	16,5	-2,9*
México	16	-2,7*
Nicaragua	15	-2,3*
Panamá	7	0,5
Paraguay	10	-0,4
Perú	18	-3,6*
Surinam	10	-0,4
Trinidad y Tobago	12,5	-1,3
Uruguay	22	-5,8*
Venezuela	12	-1,1

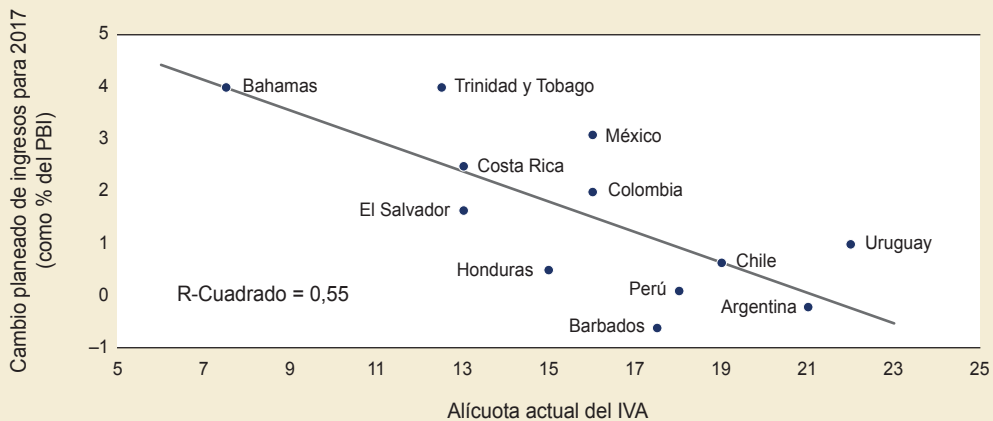
Fuente: Gunter et al. (2017).

Notas: * indica estadísticamente significativo.

(continúa en la página siguiente)

Recuadro 4.2 Efectos macroeconómicos de las variaciones fiscales en el producto *(continuación)*

GRÁFICO B4.2 Relación entre alícuota actual del IVA y el cambio planeado de ingresos para 2017



Fuente: Estimaciones del BID.

Notas: Alícuota actual del IVA a octubre de 2016. Cambio planeado de ingresos para 2017 según se especifica en el presupuesto de 2017.

A pesar de estas iniciativas, varios países tendrán que seguir con sus esfuerzos de consolidación fiscal, y algunos países ya están aplicando nuevas medidas. Por ejemplo, el Congreso de Brasil ya ha aprobado un techo en el gasto fiscal real y el Ejecutivo ha presentado una propuesta para una reforma importante del sistema de pensiones y de seguridad social. Suponiendo un crecimiento económico positivo, este techo disminuirá el gasto fiscal como porcentaje del PIB. En muchos países, todavía se pueden obtener importantes beneficios fiscales al recortar gastos que a menudo tienen escasa justificación económica. Por el lado del gasto, todavía hay espacio para mejorar la eficiencia y la focalización del gasto social y para reestructurar los costosos subsidios a la energía, un aspecto que se ha abordado extensamente en el informe del año pasado. En efecto, el ahorro fiscal de ésta y otras medidas podría utilizarse para proteger o incluso aumentar la inversión pública en infraestructura, incluyendo programas de mantenimiento para contribuir a las perspectivas de crecimiento.

Además de estas medidas específicas, también hay espacio en numerosos países de la región para contemplar la aplicación de más reformas estructurales de los sistemas tributarios. Las reformas destinadas a ampliar la base imponible, reducir distorsiones y aumentar las tasas de ahorro e inversión pueden mejorar tanto los ingresos como el

crecimiento.⁷ Además, las reformas bien diseñadas también pueden mejorar la equidad y el ingreso al mismo tiempo. Las reformas recientes en países seleccionados, reseñadas en el Recuadro 4.1, tuvieron como resultado no sólo un aumento significativo de los ingresos sino también mejores objetivos de desarrollo. Varios países han modernizado su administración tributaria digitalizando la presentación de las declaraciones y los controles tributarios con resultados positivos.

En otro frente, las instituciones fiscales pueden mejorarse adoptando reglas fiscales y marcos fiscales y presupuestarios a mediano plazo, así como creando consejos fiscales independientes. Hay relativamente pocos países en la región que tengan un conjunto sólido de instituciones de este tipo. Aquellos países con restricciones presupuestarias a mediano plazo claramente definidas, como límites de la deuda o balances primarios (estructurales) mínimos requeridos, fueron capaces de ahorrar durante el reciente auge de las materias primas y, por lo tanto, han estado mejor preparados para enfrentarse a condiciones externas menos benignas. Para asegurar el cumplimiento de sus restricciones presupuestarias a mediano plazo, también han reaccionado rápido y han adoptado las medidas necesarias para mantener posiciones fiscales relativamente fuertes. Por lo tanto, las reglas son útiles en sí mismas pero también como un estímulo agregado para implementar las medidas necesarias de manera oportuna.

Algunos países anunciaron objetivos de ajuste que posteriormente no se cumplieron, o anunciaron medidas de políticas que en la práctica no se adoptaron. Si bien los anuncios ambiciosos pueden jugar un importante rol de política económica, también corren el peligro de erosionar la credibilidad si no están respaldados por las acciones y los resultados correspondientes. A menudo es preferible planificar mejoras cautelosas pero sólidas en lugar de esperar resultados más contundentes pero menos probables. Los objetivos no cumplidos también pueden tener como resultado la necesidad posterior de mayores medidas de ajuste, en desmedro de la eficiencia económica. La mejora de los marcos fiscales de mediano plazo sería un enfoque para abordar estas preocupaciones. La efectividad de dichos marcos mejora significativamente cuando se complementan con medidas que aumentan la transparencia.⁸ Además, otras innovaciones institucionales, como los consejos fiscales, encargados de favorecer o supervisar el cumplimiento de los objetivos de mediano plazo y de evaluar las medidas propuestas, fortalecerían todavía más los planes de mediano plazo.

⁷ Ver el debate en Corbacho, Fretes Cibils y Lora (2013).

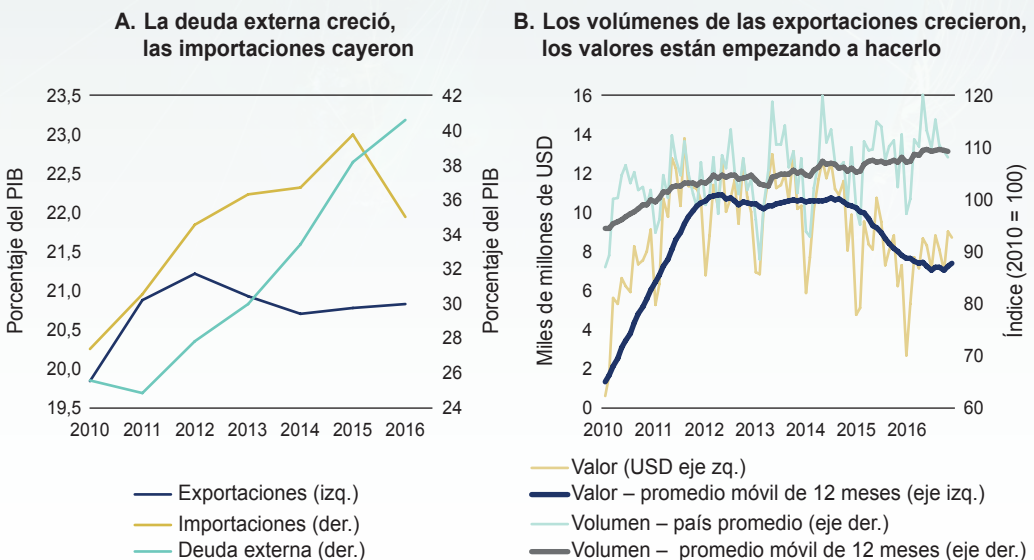
⁸ El FMI publicó recientemente el Código de Transparencia Fiscal, un avance muy útil en este sentido.

CAPÍTULO 5

Ajustes externos: el rol de los precios

América Latina y el Caribe ha sido golpeada por shocks externos negativos, entre ellos, la disminución de los precios de las materias primas y la suba de las tasas de interés mundiales. A medida que los shocks negativos externos reducen el ingreso neto procedente del exterior, los países deben endeudarse más, intentar encontrar nuevas fuentes de ingresos procedentes del extranjero o reequilibrar su gasto hacia la producción interna para mantener el mismo nivel de consumo. Considerando las variables en relación con el tamaño de la economía de la región, la deuda externa ha aumentado y las importaciones aumentaron antes de sufrir una fuerte caída (ver Gráfico 5.1, Panel A). Como consecuencia, aumentaron los déficits de cuenta corriente. Los volúmenes de las

GRÁFICO 5.1 Indicadores de ajuste externo



Fuente: FMI (2016) y sistema de información INTrade.

exportaciones han seguido creciendo; los valores en dólares cayeron en 2015 pero en los últimos meses han aumentado (ver Gráfico 5.1, Panel B).¹

Numerosos países se encuentran en un proceso de ajuste externo con déficits de cuenta corriente que están disminuyendo hasta promedios de largo plazo. Los cambios en los precios son cruciales para esta senda de ajuste. Si no hay una realineación de los precios, puede que el ajuste no se produzca, y la deuda seguirá aumentando o la carga del ajuste recaerá sobre el consumo.² Sin embargo, los precios pueden cambiar de diversas maneras. En países con tipos de cambio fijos, los precios internos pueden ajustarse, pero con relativa lentitud. En un régimen flexible, se puede entender la depreciación del tipo de cambio como un ajuste coordinado de los precios. A menos que los precios internos se reajusten (conocido como efecto de transmisión y analizado en el Capítulo 3), una depreciación volverá las exportaciones más competitivas y las importaciones más costosas en relación con los bienes producidos internamente.³ Este cambio en los precios relativos puede inducir un ajuste externo al mejorar la competitividad, aumentando así el volumen de las exportaciones actuales y creando otras nuevas, y desplazando el gasto de las importaciones a bienes producidos internamente. Este capítulo estudia estos mecanismos, y ofrece conclusiones en relación con el estado, la rapidez y la eficacia del proceso de ajuste.

Tipos de cambio y competitividad de las exportaciones

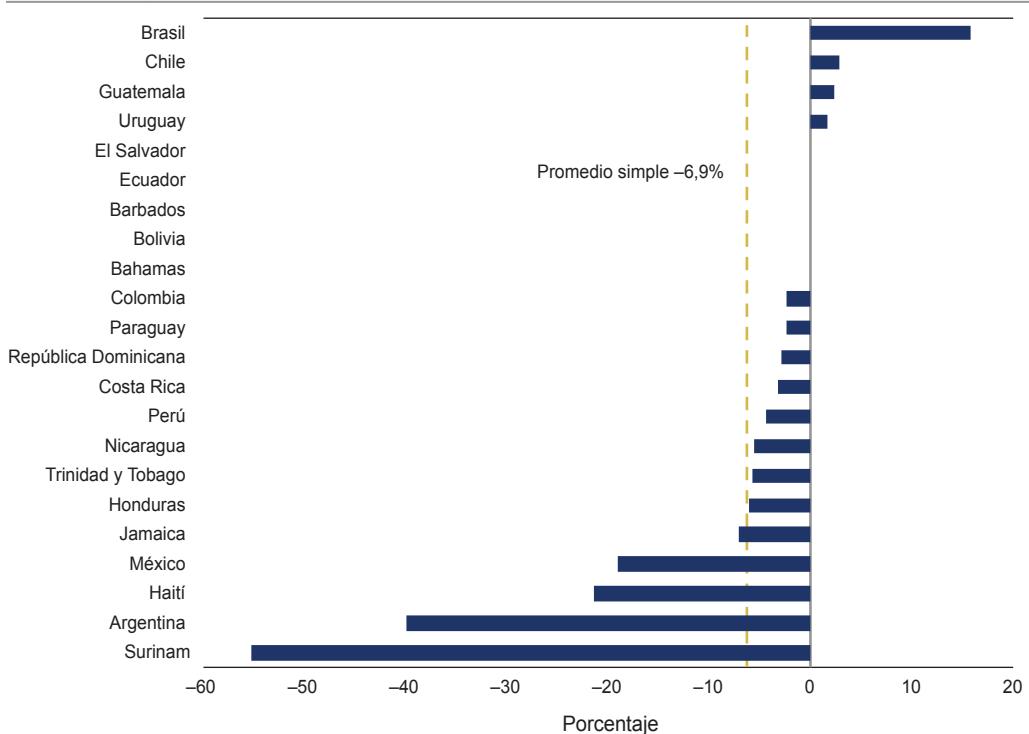
Los tipos de cambio efectivos reales (REER, por sus siglas en inglés) tradicionales son una medida común de la competitividad del tipo de cambio. Se trata de promedios ponderados de los tipos de cambio reales bilaterales, donde las ponderaciones dependen del valor de las exportaciones a diferentes socios comerciales. En el informe del año pasado, se elaboró un REER ajustado (A-REER) que reflejaba otros dos factores: la competencia en los mercados de destino y la similitud en las canastas de exportación.⁴ Por ejemplo, aunque China no es un destino importante de las exportaciones mexicanas (y tiene una baja ponderación en un REER tradicional), la evolución del renminbi chino tiene una gran importancia para el A-REER de México, dado que China es un exportador importante a Estados Unidos (el principal mercado de exportación de México), y la canasta de exportaciones chinas a Estados Unidos es similar a la de México. Entre junio de 2014 y octubre de 2015, la mayoría de los países de América Latina y el Caribe sufrieron depreciaciones

¹ Ver Giordano (2016) para un análisis de las tendencias en el comercio global y regional.

² En episodios anteriores, se ha culpado a la falta de ajuste de los precios ante los shocks negativos por generar niveles de deuda insostenibles en la región.

³ La depreciación del tipo de cambio puede tener otros efectos, entre los cuales está el impacto sobre los balances de las empresas. El informe del año pasado detallaba cómo las depreciaciones deprimían la inversión en aquellas empresas que habían emitido deuda en dólares. En la práctica, este canal puede reducir las exportaciones, al menos en el corto plazo.

⁴ Ver Apéndice C, Stein et al. (2017) y Powell (2016) para más detalles sobre los datos y la metodología.

GRÁFICO 5.2 Depreciación nominal (octubre 2015–diciembre 2016)

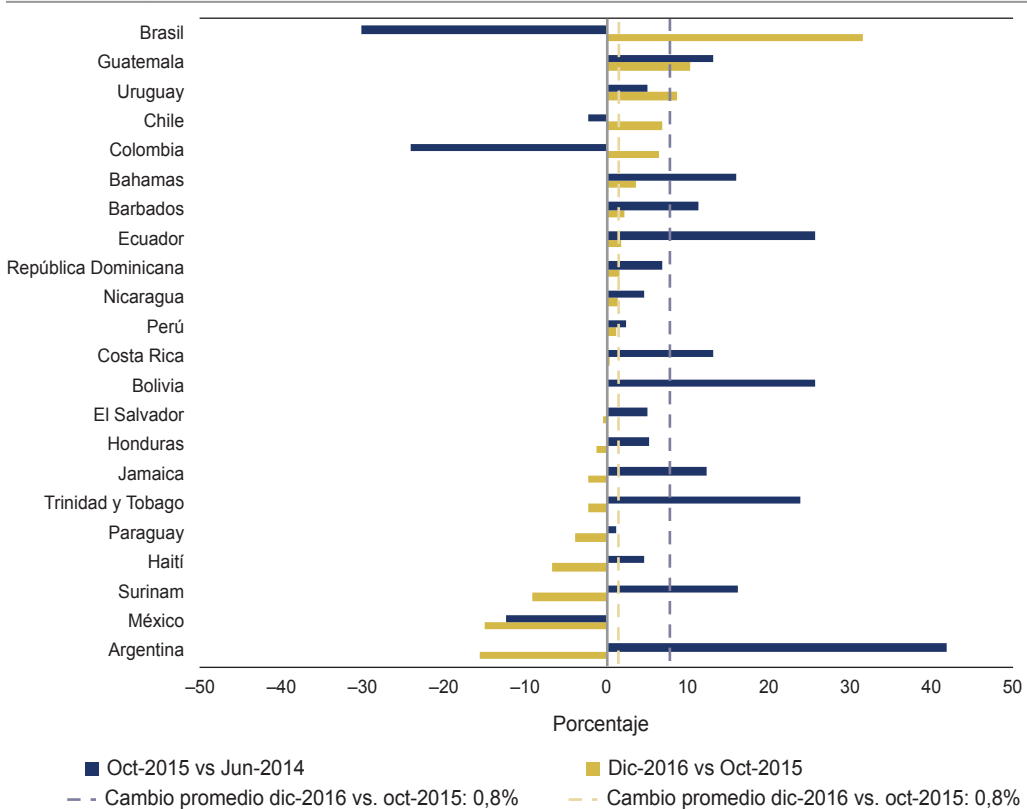
Fuente: Estimaciones del BID en base a International Financial Statistics del FMI.

Nota: Valores negativos (positivos) corresponden a una depreciación (apreciación). La línea vertical punteada muestra el promedio simple entre los distintos países.

nominales considerables. La depreciación promedio fue de alrededor del 15% y superó el 35% en Colombia y Brasil. Sin embargo, teniendo en cuenta los A-REER, la mayoría de los países perdió competitividad del tipo de cambio. Teniendo en cuenta la competencia y la similitud, en sólo tres países —Brasil, Colombia y México— hubo depreciaciones considerables y el país típico se apreció en 7,4%, según las medidas de A-REER.⁵

¿Qué ha ocurrido con la competitividad del tipo de cambio en los últimos meses? La depreciación nominal del típico país de América Latina y el Caribe fue de casi el 7% entre octubre de 2015 y diciembre de 2016; en 13 países hubo depreciaciones y en sólo cuatro hubo apreciaciones (ver Gráfico 5.2). A lo largo del mismo período (octubre 2015-diciembre 2016) el A-REER del país típico se mantuvo casi constante (una apreciación de sólo 0,8%), y la cantidad de países que sufrieron depreciaciones significativas fue similar a la cantidad que registró apreciaciones importantes (ver Gráfico 5.3).

⁵ Se informó de estas tendencias en el informe del año pasado, aunque los datos han sido actualizados y la base de datos se amplió, de modo que las estimaciones pueden diferir.

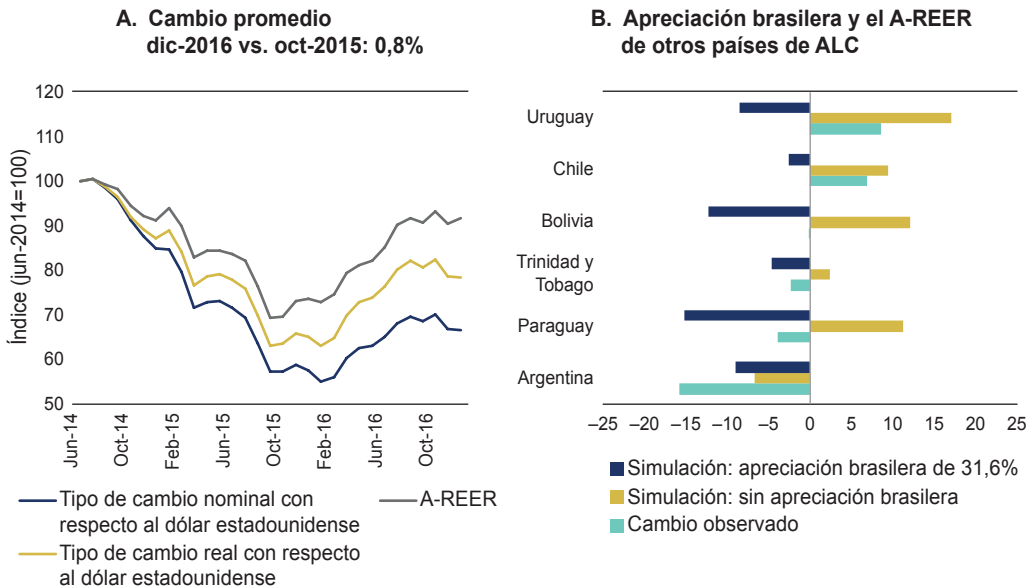
GRÁFICO 5.3 Cambios en la competitividad cambiaria (A-REER)

Fuente: Estimaciones del BID en base a International Financial Statistics del FMI, Thomson Reuters DataStream, tasas de cambio continuas para la zona euro del Banco de Inglaterra, BID, INDEC – Argentina, flujos de comercio bilateral del Atlas de Complejidad Económica del CID de la Universidad de Harvard, y World Development Indicators de la Universidad de Michigan.

Nota: A-REER: Tipo de Cambio Real Efectivo Ajustado. Valores negativos (positivos) corresponden a una depreciación (apreciación). Las líneas verticales punteadas muestran el promedio simple entre los distintos países.

En el último período, Argentina, México, Surinam y Haití experimentaron aumentos considerables de la competitividad del tipo de cambio, mientras que Brasil perdió competitividad, al igual que Guatemala, Uruguay, Chile y Colombia, aunque en menor medida. El A-REER de Brasil fue el que más se depreció entre octubre de 2014 y diciembre de 2015 (30%) y luego fue el que más se apreció en el segundo período (casi 32%) (ver Gráfico 5.4, Panel A).⁶ Estas grandes variaciones en el valor de la moneda brasileña tuvieron un impacto en el A-REER de otros países en la región. (Ver Gráfico 5.4, Panel B, para una ilustración del impacto en seis países.) Como ejemplo, la depreciación real del A-REER de Paraguay fue de 4% pero la apreciación de Brasil significó una depreciación del 15% del

⁶ Las cifras en este caso pueden ser engañosas. Partiendo de un índice de 100, una depreciación de 30,3% produce un índice de 69,7, pero una apreciación posterior de 31,6% llevaría el valor del índice $69,7 \times 1,31 = 91,7$.

GRÁFICO 5.4 Variaciones del real brasileño y su impacto

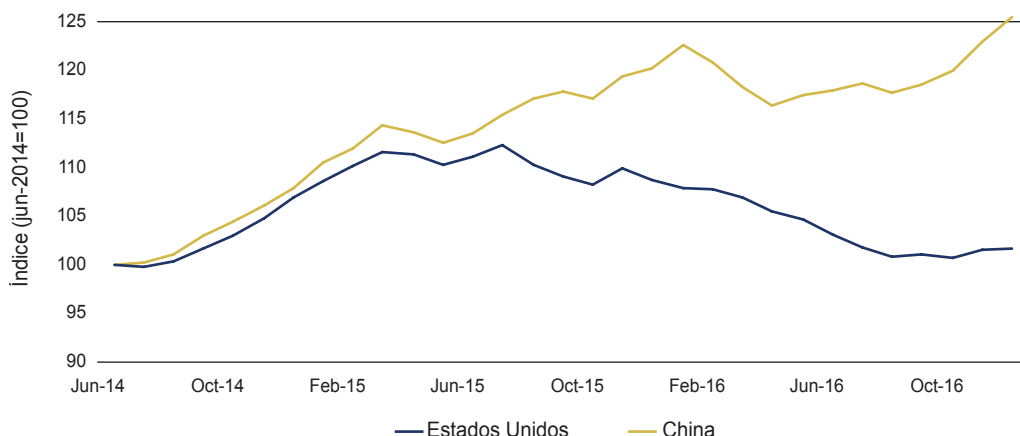
Fuente: Estimaciones del BID en base a International Financial Statistics del FMI, Thompson Reuters DataStream, tasas de cambio continuas para la zona euro del Banco de Inglaterra, BID, INDEC – Argentina, flujos de comercio bilateral del Atlas de Complejidad Económica del CID de la Universidad de Harvard, y World Development Indicators de la Universidad de Michigan.

Nota: En el Panel B las barras turquesa corresponden al cambio observado en el A-REER en un grupo seleccionado de países de ALC. Las barras azules muestran el impacto de la apreciación observada brasileña (31,6%) sobre el A-REER de ese mismo grupo de países. Las barras doradas muestran el cambio en el A-REER de ese grupo de países si no hubiese tenido lugar la apreciación brasileña.

A-REER de Paraguay. De modo que, de no ser por la apreciación brasileña, el A-REER de Paraguay se habría apreciado en un 11%.

Estados Unidos y China también tienen un impacto importante en los A-REER de América Latina y el Caribe. El A-REER de Estados Unidos se apreció en aproximadamente 25% entre junio de 2014 y fines de 2016 (ver Gráfico 5.5). Por otro lado, China se depreció en más del 6% desde mediados de 2015, invirtiendo casi completamente la apreciación real del año anterior. La ponderación de China en los A-REER de Brasil, Chile, Costa Rica, Haití, Perú y Uruguay superó en todos los casos el 15%.⁷ La apreciación del A-REER de Estados Unidos mejora la competitividad de las exportaciones de la región, pero la reciente depreciación de China disminuye la competitividad. Estos diferentes factores contribuyen a explicar los diversos movimientos del A-REER, según se ilustra en el Gráfico 5.3.

⁷ En este sentido, México no se encuentra muy por detrás, dado que la ponderación de China es aproximadamente del 11%.

GRÁFICO 5.5 A-REER de Estados Unidos y China

Fuente: Estimaciones del BID en base a International Financial Statistics del FMI, Thompson Reuters DataStream, tasas de cambio continuas para la zona euro del Banco de Inglaterra, BID, INDEC – Argentina, flujos de comercio bilateral del Atlas de Complejidad Económica del CID de la Universidad de Harvard, y World Development Indicators de la Universidad de Michigan.

Nota: Los A-REER de Estados Unidos y China reexpresados como índices base 100 en Junio de 2014.

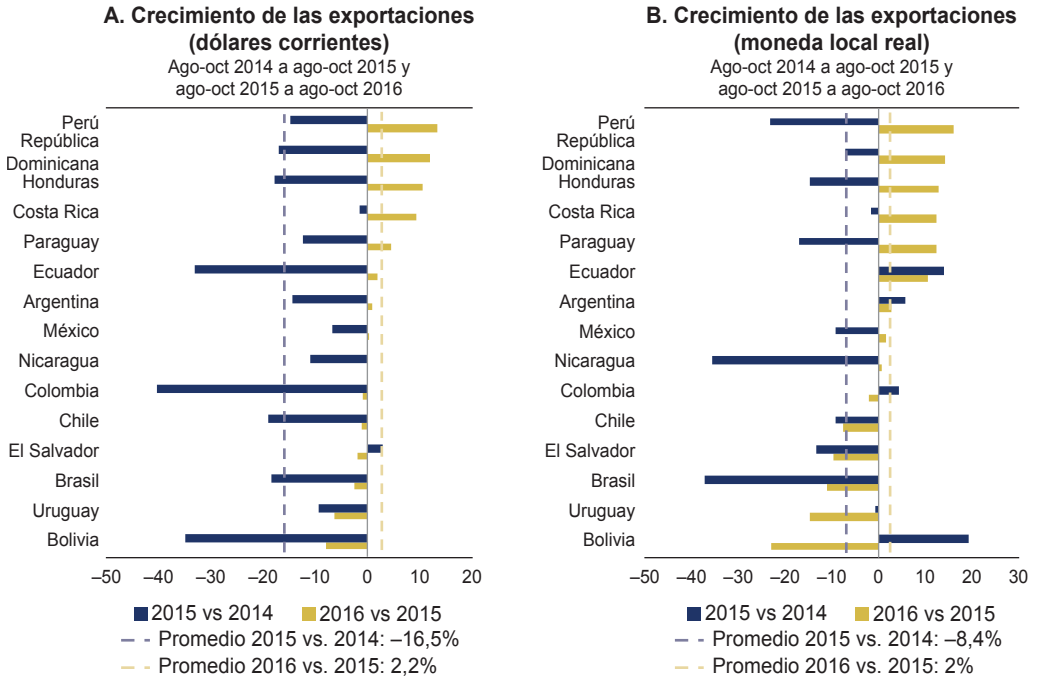
Desempeño de las exportaciones y tipo de cambio efectivo real ajustado

Las exportaciones valoradas en dólares disminuyeron en aproximadamente un 17% entre agosto de 2014 y octubre de 2015, pero aumentaron en aproximadamente el 2% entre octubre de 2015 y diciembre de 2016. Cinco países —Costa Rica, República Dominicana, Honduras, Paraguay y Perú— registraron un crecimiento importante de las exportaciones. Sin embargo, como se señaló en el informe del año pasado, medir los valores de las exportaciones en dólares puede ser engañoso dada la fuerte apreciación de esa unidad. Consideradas en unidades de la moneda local real, las exportaciones disminuyeron en aproximadamente un 8,4% en el período de 2014 hasta octubre de 2015, y luego aumentaron un 1% entre octubre de 2015 y diciembre de 2016. Ocho países experimentaron un crecimiento de las exportaciones y en seis países las exportaciones crecieron más del 10% (Argentina, Costa Rica, República Dominicana, Honduras, Perú y México) (ver Gráfico 5.6).

Existe una relación significativa entre una depreciación del A-REER y un mejor desempeño de las exportaciones, cuando las exportaciones se valoran en unidades reales de la moneda local (ver Gráfico 5.7).⁸ Esto también sucede cuando se consideran únicamente las exportaciones de las manufacturas. En un ejercicio econométrico más formal en el

⁸ El coeficiente de pendiente es estadísticamente significativo en 5% para las exportaciones medidas en unidades de la moneda local real. Cuando se mide en USD la correlación no es estadísticamente significativa.

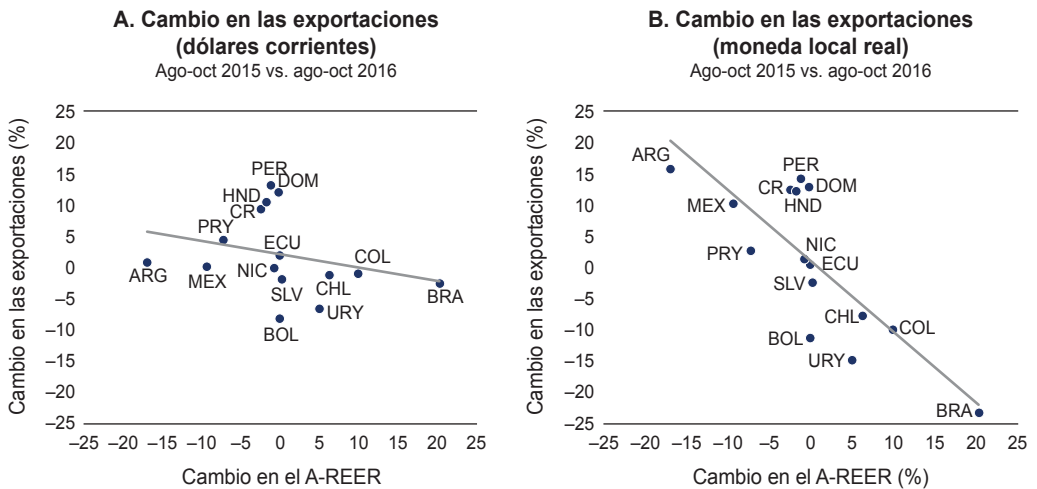
GRÁFICO 5.6 Cambios en las exportaciones



Fuente: Estimaciones del BID en base al sistema de información INTrade.

Nota: Los gráficos muestran el cambio promedio en las exportaciones entre agosto y octubre para cada año, tanto en dólares estadounidenses corrientes (Panel A) como en unidades de la moneda local en términos reales (Panel B).

GRÁFICO 5.7 A-REER y el desempeño de las exportaciones



Fuente: Estimaciones del BID.

Nota: El gráfico muestra el cambio en el valor de las exportaciones, tanto en dólares estadounidenses corrientes (Panel A) como en unidades de la moneda local en términos reales (Panel B), con respecto a cambios en el A-REER.

contexto de un modelo de gravedad (*gravity*) que tiene en cuenta las exportaciones bilaterales entre numerosos países, se confirma una relación para las exportaciones valoradas en dólares. (Ver Recuadro 5.1 para una descripción).⁹ Una depreciación del A-REER se asocia con una caída inicial, seguida de un aumento posterior de las exportaciones totales y un aumento estadísticamente significativo de las exportaciones de manufacturas y en el número de diferentes tipos de exportaciones (líneas de exportación).

Estos resultados sugieren que el mecanismo de ajuste externo de la depreciación del tipo de cambio al crecimiento de las exportaciones está funcionando. Sin embargo, si bien las exportaciones en algunos países han aumentado, no han aumentado en todos. Este desempeño diverso puede estar relacionado con el movimiento diferente en los A-REER. Los movimientos del tipo de cambio también pueden provocar una mayor producción interna y menos importaciones, algo que será estudiado en la próxima sección.

Sustitución de las importaciones

La depreciación del tipo de cambio también puede abrir oportunidades para que la industria local sustituya a los proveedores externos. Un cambio en el índice de penetración de las importaciones (IP) proporciona una medida de esta variación. El índice IP refleja el porcentaje de productos extranjeros en la oferta total: el ratio de las importaciones en relación con la suma del producto interno y las importaciones. Sin embargo, el índice IP simple captura no sólo los cambios reales en la sustitución de las importaciones sino también los efectos de valuación. Por ejemplo, una devaluación de la moneda puede aumentar el precio interno de las importaciones y, por lo tanto, el índice (construido en moneda local) puede aumentar, aunque puede que los volúmenes de importación no hayan variado. Para neutralizar este efecto de valuación, se efectúa un ajuste del tipo de cambio que equivale a considerar un tipo de cambio constante: el promedio a lo largo del período de análisis.¹⁰ El índice IP general para la región ha disminuido marcadamente desde 2011 y actualmente se sitúa en aproximadamente un 30% por debajo de su punto máximo (ver Gráfico 5.8).¹¹

La disminución del índice de penetración de las importaciones se asocia con la depreciación de la moneda (ver Gráfico 5.9). Este patrón sugiere que los productores

⁹ El modelo incluye un efecto fijo que contribuye a controlar los movimientos del dólar. Giordano (2016) también encuentra una relación estadística entre los REER tradicionales y el desempeño de las exportaciones.

¹⁰ Se calcula un índice del tipo de cambio real para el período 2008-2015. Este índice y el tipo de cambio de mercado son utilizados luego para definir el tipo de cambio nominal que mantiene el tipo de cambio real constante al nivel promedio para el período.

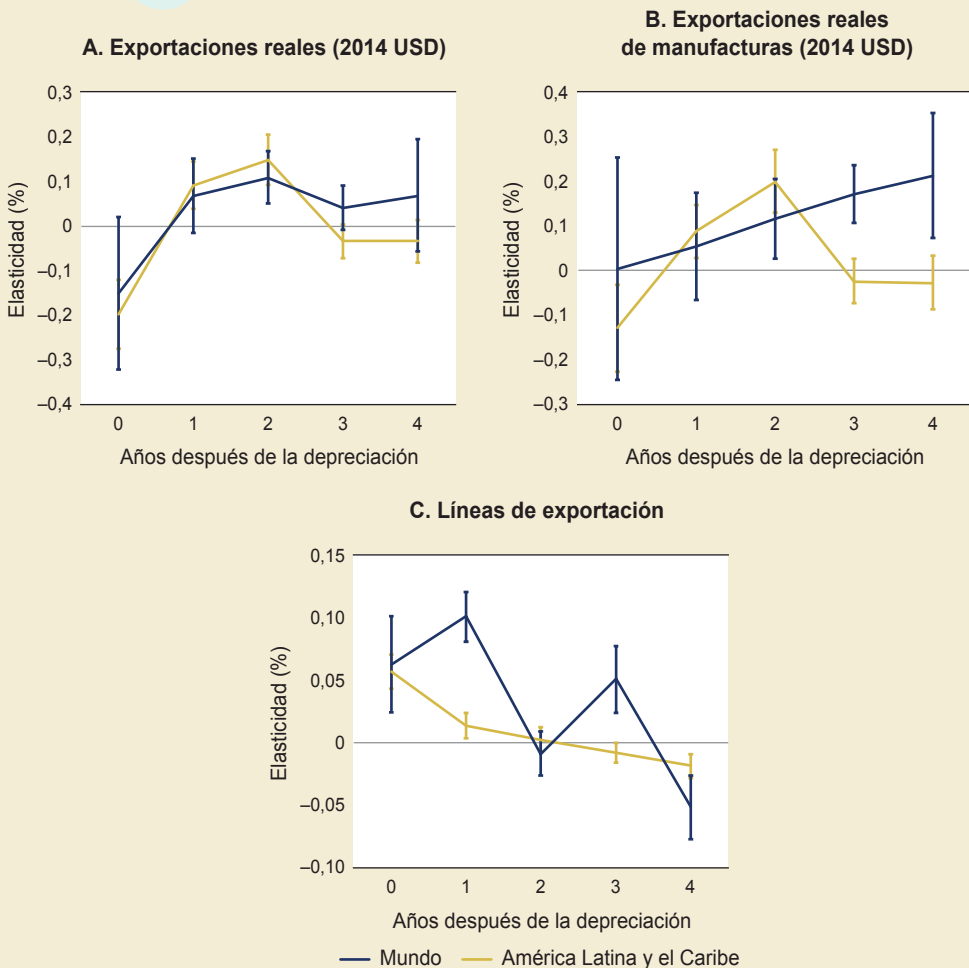
¹¹ Los países incluidos en el cálculo del índice de penetración de las importaciones promedio son: Argentina, Bahamas, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guyana, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Recuadro 5.1 El impacto de una depreciación del A-REER en las exportaciones

Utilizando datos de las exportaciones bilaterales de 120 exportadores entre 1985 y 2014, se puede estimar el impacto de los cambios en los A-REER bilaterales. El A-REER bilateral para el país i en relación con el país j es el REER bilateral ajustado, con una ponderación adecuada, para el movimiento de los tipos de cambio de otros países que compiten con productos similares en el mercado del país j .^a

Las depreciaciones del A-REER tienen como resultado un efecto de tipo curva en J con una caída inicial en los valores de las exportaciones y luego un aumento posterior (ver Gráfico 5.1.1 Panel A). Los países en América Latina y el Caribe parecen comportarse de manera similar a otros en

GRÁFICO B5.1.1 Impacto de una depreciación real sobre el desempeño exportador



Fuente: Estimaciones del BID.

Nota: Barras representan los intervalos de confianza (95%) de los coeficientes obtenidos de un modelo de gravedad estimado mediante PPML. La muestra contiene 120 países, incluyendo 23 países de América Latina y el Caribe, para el período comprendido entre 1985-2014.

(continúa en la página siguiente)

Recuadro 5.1 El impacto de una depreciación del A-REER en las exportaciones *(continuación)*

todo el mundo. En el caso de los bienes manufacturados de América Latina y el Caribe, no hay una disminución del impacto y el aumento acumulativo en años posteriores es importante (ver Gráfico 5.1.1, Panel B),^b una depreciación del 10% se asocia con un aumento acumulativo de 5,5% desde el primero hasta el cuarto año después de la depreciación.

Las depreciaciones A-REER también aumentan el número de líneas de productos exportados (ver Gráfico 5.1.1, Panel C). En el país típico en América Latina y el Caribe, una depreciación real del 10% se asocia con un aumento de aproximadamente 1,5 nuevas líneas de productos (comparado con el promedio de 99 líneas de producto por país). El efecto en las líneas de producción de las manufacturas es proporcionalmente algo mayor.^c Las nuevas exportaciones tienden a centrarse en manufacturas de baja tecnología así como en indumentaria y textiles.^d

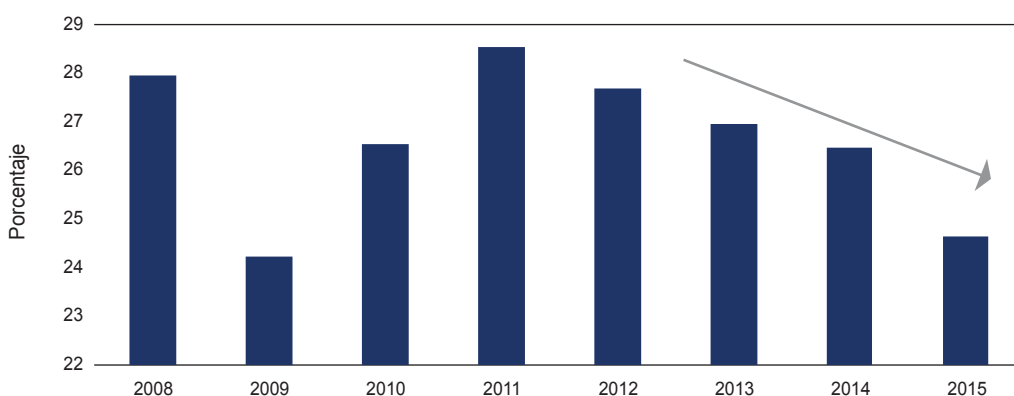
^a Si bien anteriormente se han estimado los REER ajustados por la competencia, este análisis es innovador en cuanto ajusta por la competencia a nivel desagregado, emplea A-REER bilaterales (también se pueden definir los A-REER a nivel de producto) y ajusta tanto por similitud como por competencia. La estimación utilizó el método de Poisson de cuasi-máxima-verosimilitud (PPML, por sus siglas en inglés). Ver Apéndice C para más detalles sobre datos y metodología.

^b En este caso, la medida del A-REER considera únicamente el comercio en bienes manufacturados para el cálculo de las ponderaciones.

^c El número promedio de líneas de exportación de manufacturas en los países de América Latina y el Caribe es de 77.

^d La tecnología es medida según una clasificación del producto de Lall.

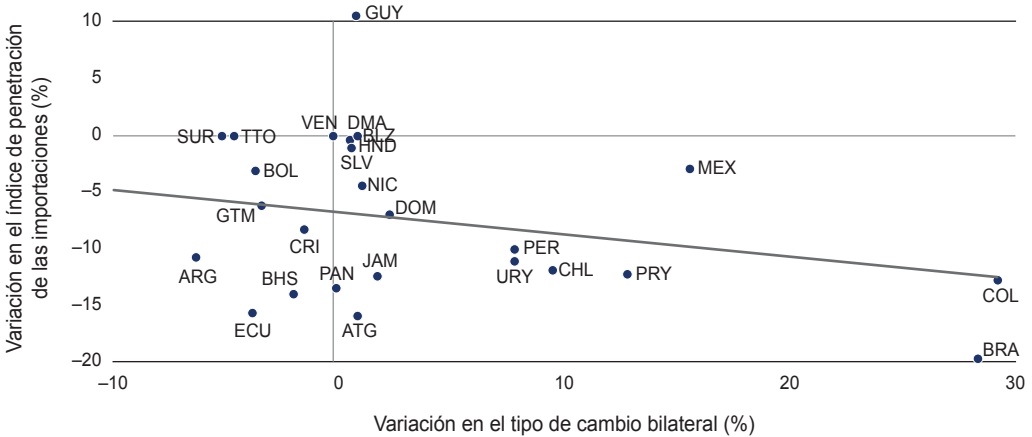
GRÁFICO 5.8 Penetración promedio de las importaciones en América Latina y el Caribe



Fuente: Estimaciones del BID en base a información de Cuentas Nacionales y COMTRADE.

Nota: Promedio simple de países.

locales pueden haberse aprovechado de la devaluación para desplazar a los competidores extranjeros, pero también puede reflejar un cambio en la composición del gasto alejándose de los sectores con un porcentaje más alto de importaciones. Por ejemplo, dada una

GRÁFICO 5.9 Cambio en el índice de penetración de las importaciones y depreciaciones

Fuente: Estimaciones del BID en base a información de Cuentas Nacionales, COMTRADE y IFS del FMI.

desaceleración de la actividad económica, la inversión en maquinaria (que suele tener un alto contenido de importaciones) puede haber disminuido más que otros gastos, lo cual impulsa a la baja al índice IP promedio.¹²

Se requiere un análisis econométrico, tratado en el Apéndice C, para mayor profundidad. Este análisis confirma una estrecha relación entre los REER tradicionales (y un REER ponderado por las importaciones), y la sustitución de importaciones al nivel general de la economía, para el conjunto del sector manufacturero y para los sectores individuales dentro de las manufacturas. Los resultados señalan que a nivel del conjunto de la economía, un 10% de depreciación tiene como resultado una reducción de aproximadamente el 5% en el índice de penetración de las importaciones. Los resultados son aún mayores si se consideran estimaciones de sector por sector dentro del sector manufacturero: una depreciación de 10% produce una reducción del 7%, en promedio, en el índice de penetración de las importaciones. El efecto se centra en aquellos sectores donde la oferta interna ya está razonablemente desarrollada y constituye una proporción significativa de la oferta total.¹³

¹² Nótese que incluso si esto se debiera un cambio de la composición, todavía podría constituir un tipo de modificación en el sentido de un ajuste externo. La evidencia el gráfico 5.9 también se confirma si se consideran los datos sectoriales. La relación negativa entre una devaluación y la disminución del índice IP rige para el nivel sectorial (para los bienes manufacturados, secciones 15 a 36 según la clasificación ISIC, rev 3).

¹³ En otras palabras, donde la oferta interna dividida por la oferta interna más las importaciones es relativamente grande.

Conclusión

Dados los shocks externos, diversos países en la región se han visto sometidos a un proceso de ajuste externo. Al comparar los déficits de la cuenta corriente de 2016 con los valores esperados en 2017, se espera un ajuste este año en 11 de los 26 miembros regionales del BID.¹⁴ Sin embargo, numerosos países ya han procedido a hacer ajustes. De hecho, 16 países han experimentado una disminución de los déficits de cuenta corriente en más del 0,75% del PIB, al comparar los máximos recientes en 2014 o 2015 con los valores de 2016.

El ajuste externo se ha producido a través de una mezcla de crecimiento de las exportaciones, compresión de las importaciones y sustitución de las importaciones (ver Gráfico 5.10 para medidas del ajuste que ha tenido lugar, indicadores de estos mecanismos y cuánto ajuste futuro puede requerirse). Los tipos de cambio real juegan un rol importante tanto en el ajuste a través de las exportaciones como en la penetración de las importaciones. Los resultados presentados en este capítulo ilustran que estos mecanismos están funcionando. Pero sólo cuatro países han visto depreciaciones del A-REER y sólo cinco han registrado un aumento de las exportaciones como porcentaje del PIB. En los últimos meses, los valores de las exportaciones en dólares han aumentado en varios países. La penetración de las importaciones ha disminuido en muchos países, lo que señala que la disminución de las importaciones no tiene que ver sólo con la demanda. Quizá lo más importante sea que al comparar los déficits de cuenta corriente de 2016 con los promedios de mediano plazo y más largo plazo, sólo tres países pueden requerir más ajustes importantes en los próximos años.

¹⁴ Estas estimaciones provienen de los datos de *Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI y estimaciones de IDN. Se prevé que el ajuste promedio en los 11 países será de 1,8% del PIB y la media se situará justo por encima del 1%.

GRÁFICO 5.10 Mapa de calor de los ajustes externos

	Ajuste realizado	Depreciación en el A-REER	Respuesta de las exportaciones	Caída en las importaciones	Caída en penetración de las importaciones	Ajuste adicional requerido
Argentina						
Bahamas		—				
Barbados		—			—	
Belice		—				
Bolivia						
Brasil						
Chile						
Colombia						
Costa Rica						
República Dominicana						
Ecuador						
El Salvador						
Guatemala						
Guyana		—				
Haití		—			—	
Honduras					—	
Jamaica						
México						
Nicaragua						
Panamá						
Paraguay						
Perú						
Surinam		—			—	
Trinidad y Tobago		—			—	
Uruguay						
Venezuela		—				
Variable	Déficit de cuenta corriente	Índice A-REER	Exportaciones/ PIB	Importaciones/ PIB	Índice de penetración de las importaciones	Déficit de cuenta corriente
Período de tiempo	2014, 2015 pico vs. 2016	2014 vs. 2016 (ago–oct)	2014 S1 vs. 2016 S1	2014 S1 vs. 2016 S1	2013 vs. 2015	2016 vs. promedio histórico
Unidad	% del PIB	% Depreciación	% del PIB	% del PIB	% del PIB	% del PIB
Equivalencias de los colores	X > 3%	X > 0%	X > 0%	X < -2,5%	X < -12%	X < 0,75%
	0,75% < X < 3%	-4% < X < 0%	-2,5% < X < 0%	-2,5% < X < 0%	-12% < X < -5%	0,75% < X < 3%
	X < 0,75%	X < -4%	X < -2,5%	X > 0%	X > -5%	X > 3%

Fuentes: Estimaciones del BID en base a datos del FMI (2016) y a las estimaciones del A-REER y del índice de penetración de las importaciones presentados en este capítulo.

Nota: 2014 S1 Y 2016 S1 indican el primer semestre de cada año, respectivamente. En la última columna, un país requiere un ajuste en su cuenta corriente si su déficit en 2016 es mayor al máximo entre el déficit promedio entre 1980-2015 y el déficit promedio entre 2000–2015.

