

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

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

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

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

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

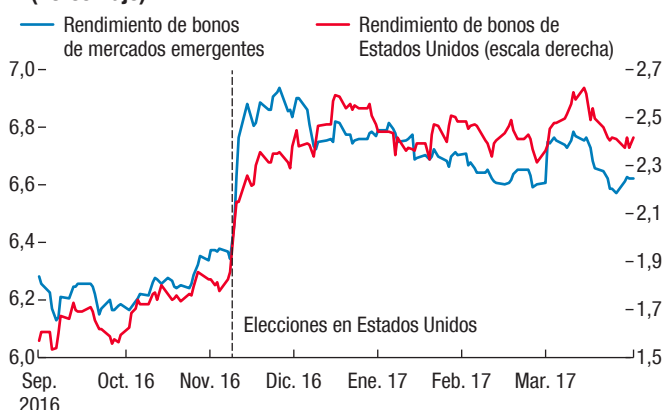
Preparado por Hamid Faruquee junto con Kotaro Ishi y Emanuel Kopp. Genevieve Lindow prestó una excelente asistencia en la investigación.

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

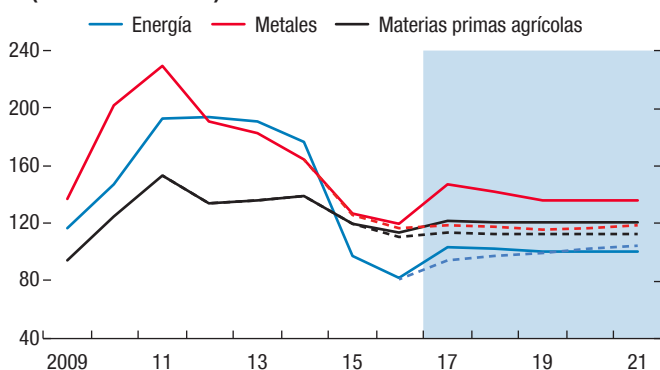
1. Crecimiento del PIB real (Porcentaje; tasa anual)

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

2. Rendimientos de bonos a 10 años¹ (Porcentaje)



3. Precios mundiales de las materias primas² (Índice: 2005 = 100)



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

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

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

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

Cambios en el panorama mundial

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

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

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

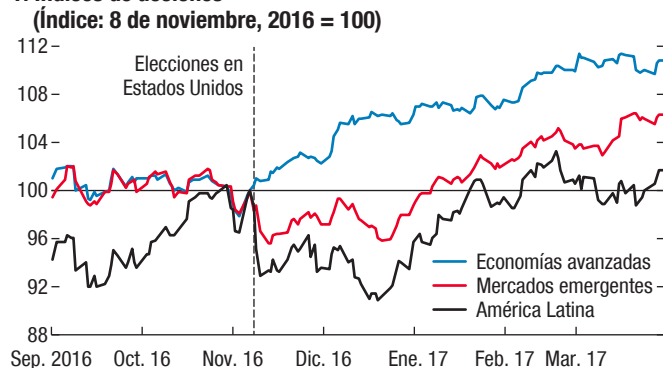
En los *mercados financieros* hubo una significativa revisión de los precios de los activos tras las elecciones presidenciales de Estados Unidos, observándose una divergencia inicial en los precios de las acciones entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes (gráfico 1.2). Los acontecimientos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

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

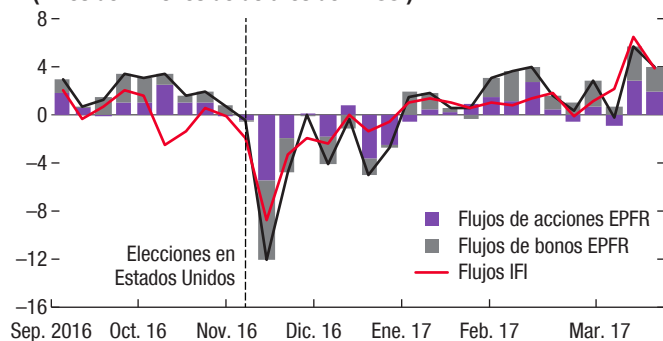
¹Véase en la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas* un análisis de las tendencias mundiales de demanda y oferta de petróleo y los factores que explican los niveles “más bajos durante más tiempo” de los precios, incluido el papel de los productores no convencionales de petróleo.

Gráfico 1.2. Mercados mundiales de acciones y flujos de capitales

1. Índices de acciones¹



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



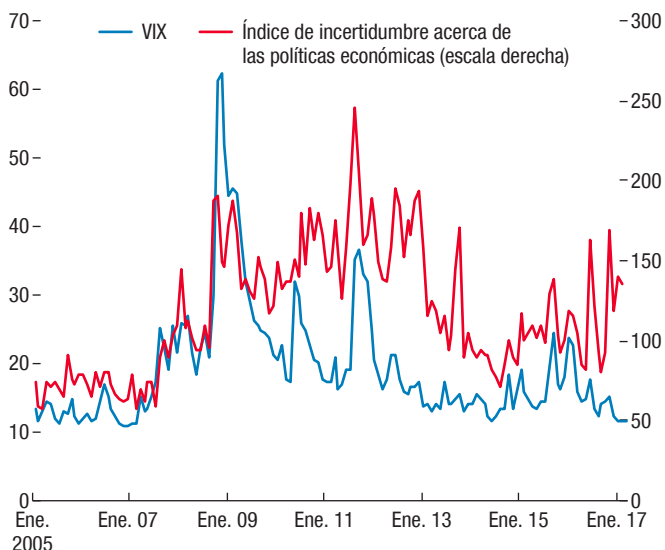
Fuentes: Bloomberg L.P.; Haver Analytics; y base de datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IFI).

Nota: EPFR = Emerging Portfolio Fund Research.

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

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

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



Fuentes: Bloomberg L.P. y Haver Analytics.

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

Una gama más amplia de riesgos mundiales

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

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

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

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

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

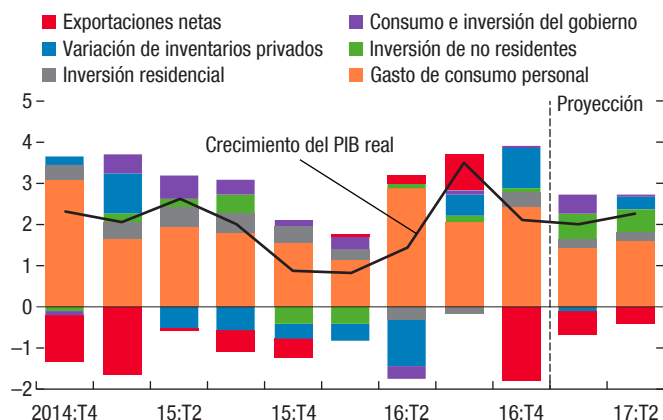
Perspectivas para Estados Unidos: Mayor crecimiento, mayores riesgos

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

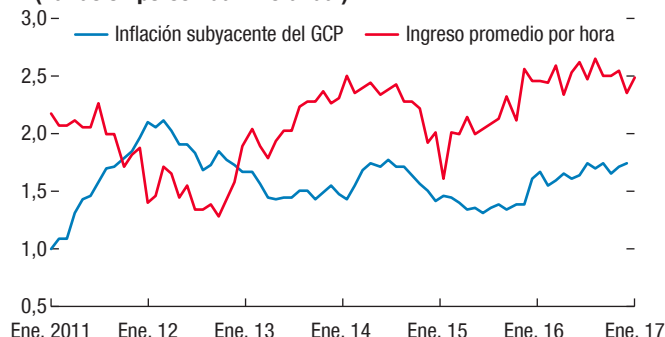
²En los últimos años, las utilidades de las empresas han sido utilizadas, en gran medida, para un incremento de los dividendos, la recompra de acciones y fusiones y adquisiciones. Desde 2015, estos desembolsos por parte de las empresas han venido superando las ganancias, un fenómeno observado durante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

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

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



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



3. Estados Unidos: Índice del dólar y diferencial de rendimiento¹ (Promedio móvil de cinco días)



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

Nota: GCP = gasto de consumo personal.

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

La inflación general ha venido subiendo lentamente, aunque la inflación subyacente del gasto de consumo personal, situada en 1,8 por ciento, sigue estando por debajo del objetivo de 2 por ciento fijado por la Reserva Federal. La anterior apreciación del dólar de EE.UU. y el lastre de los precios de las importaciones no petroleras han mantenido atenuadas las presiones inflacionarias, pero ahora estos efectos se están disipando.

La economía se aproxima al pleno empleo y la contracción de los mercados laborales permitió que el ingreso medio por hora de trabajo aumentara un 2,7 por ciento en los últimos 12 meses, mientras que la participación en la fuerza laboral sigue cayendo. Al continuar disminuyendo la capacidad ociosa de la economía, se proyecta que la inflación subyacente repunte gradualmente y alcance la meta de la Reserva Federal para mediados de 2018.

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

Cambios en la dirección de las políticas de Estados Unidos

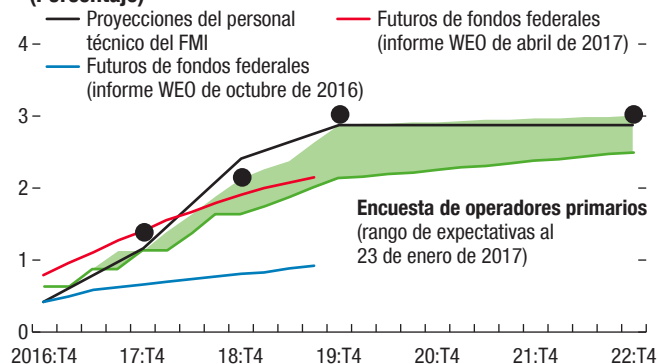
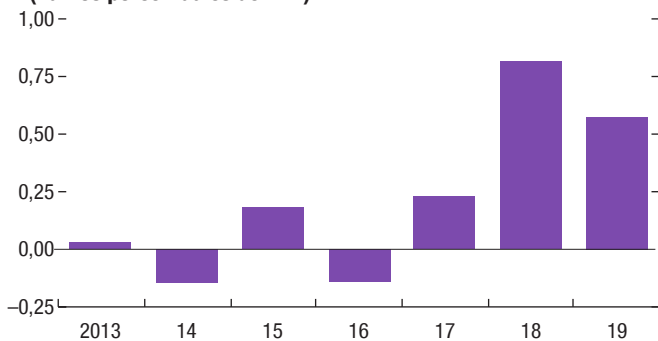
Conjunto de políticas

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

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

- Por el lado *fiscal*, la dirección de las propuestas existentes indica políticas expansivas mediante recortes del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto sucesorio; la reforma del impuesto sobre la renta de las empresas, y, posiblemente, inversión pública o privada con respaldo oficial en infraestructura. Por consiguiente, el personal técnico del FMI prevé un mayor impulso fiscal en comparación con los pronósticos del informe WEO de octubre pasado (gráfico 1.5). Concretamente, el personal técnico del FMI supone un aumento equivalente a 1,2 por ciento del PIB en el déficit primario federal ajustado en función del ciclo desde 2017–19, impulsado por los recortes del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de las empresas³. Los pronósticos anteriores preveían una consolidación constante. Mientras que estimula el crecimiento, tal expansión fiscal causaría probablemente un aumento duradero del déficit presupuestario y una creciente deuda pública, que se sumarán a las presiones presupuestarias ya existentes causadas por el envejecimiento demográfico.
- Con respecto a la *política monetaria*, se supone que un ritmo más enérgico de aumentos de la tasa de política monetaria por parte de la Reserva Federal mantendrá contenida la inflación. Concretamente, los pronósticos del personal técnico del FMI suponen tres

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

Gráfico 1.5. Cambiante conjunto de políticas de Estados Unidos**1. Estados Unidos: Expectativas de las tasas de política monetaria¹ (Porcentaje)****2. Estados Unidos: Variación del impulso fiscal² (Puntos porcentuales del PIB)**

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

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

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

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

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

Cambios estratégicos y riesgos en doble sentido

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

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

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

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

Prioridades de política para Estados Unidos

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

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

Canadá: Perspectivas prometedoras, mayor incertidumbre

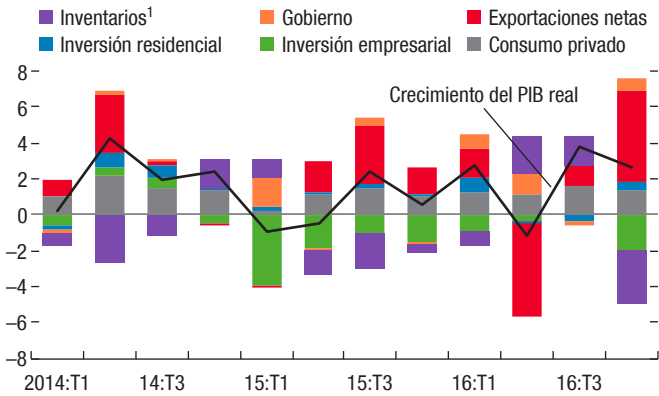
En un año de transición, la economía de Canadá ha experimentado importantes cambios estructurales. La inversión y el empleo han sido reasignados del sector de los recursos naturales a otras áreas de la economía, más notablemente los servicios. El PIB trimestral fue volátil en 2016 tras los graves incendios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

Por el lado de la oferta, el sector de los servicios (que representa alrededor del 70 por ciento del PIB) ha venido expandiéndose de forma constante. Las actividades financieras e inmobiliarias también han sido estimuladas por el auge de los mercados de la vivienda. La reorientación hacia los sectores no vinculados con los recursos naturales ha avanzado gradualmente⁴,

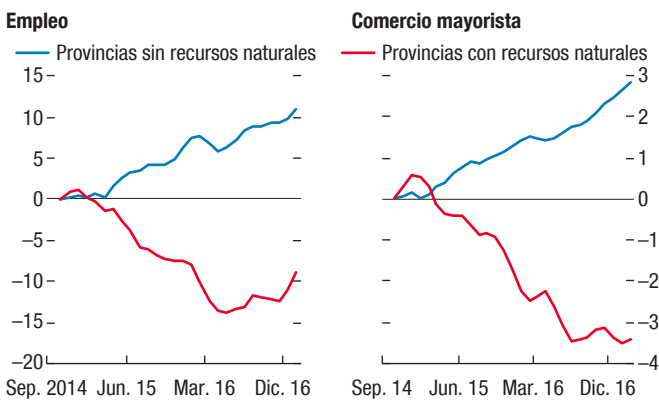
⁴La debilitada posición inicial de la competitividad de Canadá en el mercado estadounidense ayuda a explicar la lenta respuesta de las exportaciones de bienes no vinculados con los recursos naturales a un tipo de cambio más competitivo, como lo evidencia el estancamiento de las exportaciones de bienes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

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

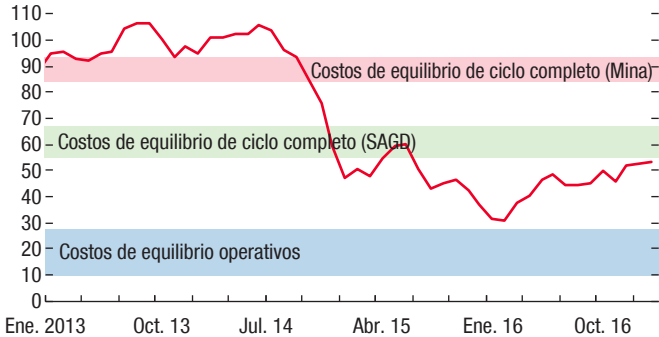
1. Canadá: Contribuciones al crecimiento del PIB (Variación porcentual respecto del trimestre anterior; tasa anual desestacionalizada)



2. Canadá: Indicadores económicos regionales² (Variación respecto de octubre de 2015; promedio móvil de tres meses; puntos porcentuales)



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



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

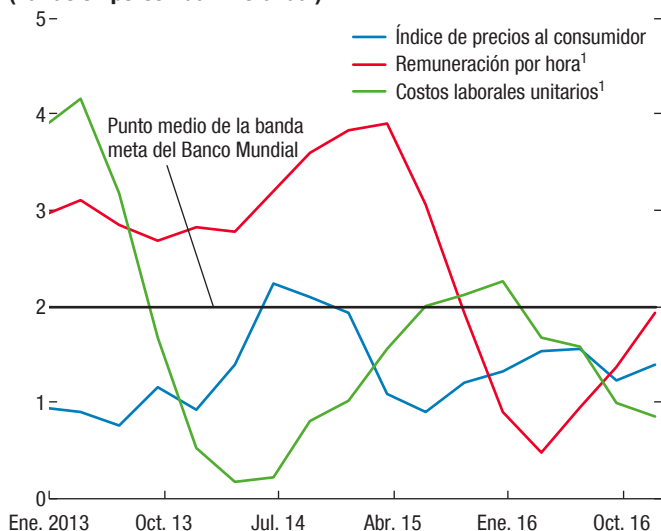
respaldada por una política monetaria y fiscal acomodaticia así como por la flexibilidad de los mercados laborales (que facilitan la migración interprovincial). A nivel provincial, los divergentes indicadores regionales destacan un desplazamiento sectorial subyacente en la economía (gráfico 1.6). Las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

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

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

Gráfico 1.7. Inflación moderada y presiones de costos

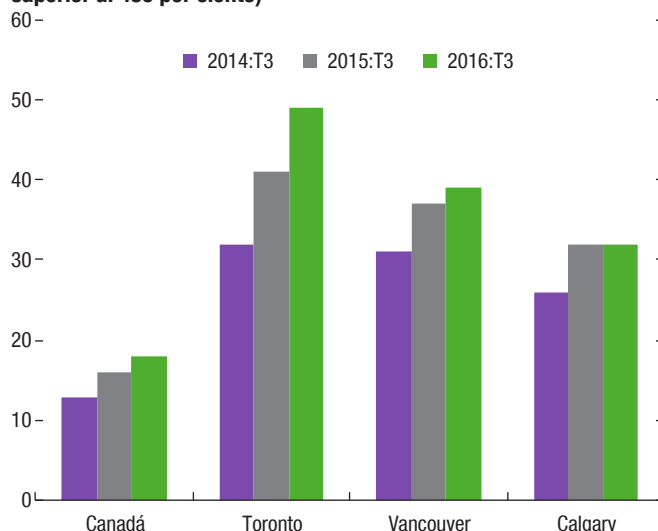
Canadá: Inflación y costos laborales (Variación porcentual interanual)



Fuente: Dirección General de Estadísticas de Canadá.
¹Sector empresarial. Promedio móvil de tres trimestres.

Gráfico 1.8. Aumento del endeudamiento hipotecario

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



Fuente: Banco de Canadá (2016).

Elevadas vulnerabilidades macrofinancieras

El sector de la vivienda sigue planteando riesgos para la estabilidad macrofinanciera. Los altos o crecientes precios de las viviendas en los principales mercados inmobiliarios han llevado a un mayor número de prestatarios a adquirir hipotecas de mayor monto con una relación préstamo-ingreso más elevada⁵. Los tomadores de préstamos hipotecarios altamente apalancados tienden a concentrarse en los más onerosos mercados metropolitanos de viviendas (gráfico 1.8). En general, el endeudamiento de los hogares siguió aumentando (acercándose a un máximo histórico de casi 170 por ciento del ingreso disponible). La relación entre deuda total y servicio de la deuda de los hogares ha permanecido en general sin variaciones, y los menores pagos de intereses (resultantes de tasas más bajas) compensan las

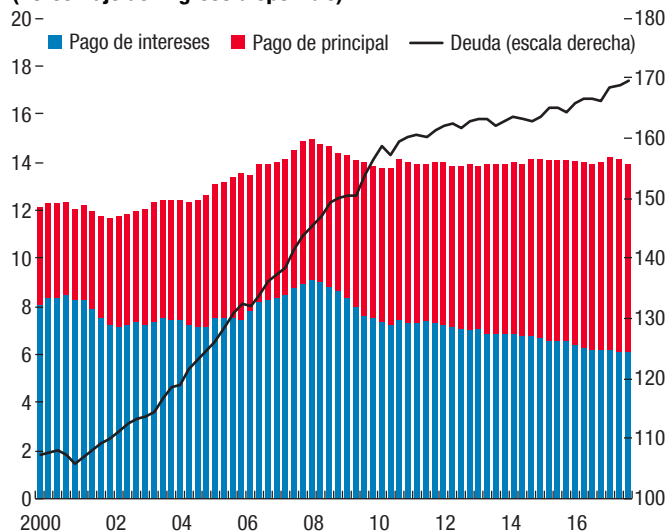
⁵La proporción de prestatarios hipotecarios con una relación préstamo-ingreso superior a 450 por ciento aumentó de 32 por ciento en 2014 a 49 por ciento en 2016 en Toronto, y de 31 por ciento en 2014 a 39 por ciento en 2016 en Vancouver. Véase Banco de Canadá (2016).

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

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

Gráfico 1.9. Elevada y creciente deuda de los hogares

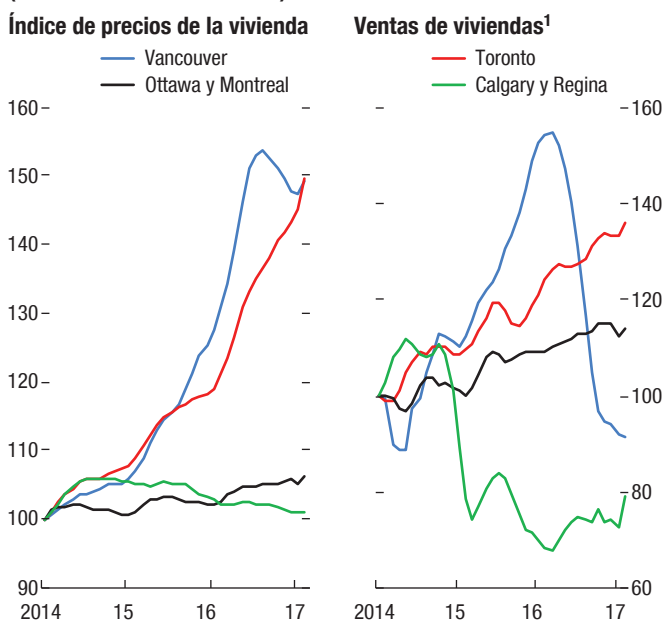
Canadá: Relación entre deuda y servicio de la deuda de los hogares (Porcentaje del ingreso disponible)



Fuente: Dirección General de Estadísticas de Canadá.

Gráfico 1.10. Enfriamiento en algunos mercados inmobiliarios

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



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

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

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

del seguro de cartera y la implementación de expectativas de supervisión más estrictas para las normas de suscripción de préstamos hipotecarios y requisitos más exigentes de capitalización bancaria⁶. Últimamente, algunos mercados de la vivienda han mostrado señales de enfriamiento. En Vancouver, por ejemplo, tanto los precios como las ventas de viviendas han caído, lo cual probablemente se ha debido a la aplicación de medidas macroprudenciales más estrictas, así como a nuevas medidas tributarias a nivel provincial y municipal que se introdujeron durante el último año (gráfico 1.10)⁷.

Mayores riesgos al alza y a la baja

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

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

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

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

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

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

Prioridades de política en Canadá

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

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

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

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

Con respecto a la *política estructural*, las autoridades deberían continuar tomando medidas enérgicas para mejorar la productividad y la competitividad externa. A partir de las recomendaciones formuladas por el Consejo Asesor sobre el Crecimiento Económico⁸, en el presupuesto federal de 2017 se propusieron medidas detalladas para fomentar la innovación, mejorar las aptitudes laborales y empoderar a la mujer en el lugar de trabajo. El gobierno también se ha comprometido a establecer un nuevo banco de infraestructura para fines de 2017 con el fin de potenciar los conocimientos especializados y el capital del sector privado. Más allá de estas medidas, para elevar la productividad sería beneficioso redoblar los esfuerzos orientados a diversificar los socios comerciales de Canadá (implementando, por ejemplo, su acuerdo de libre comercio con la Unión Europea) y a reducir las barreras no arancelarias en las diversas provincias.

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

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

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

¿Cómo funcionaría? Este impuesto tiene dos componentes básicos¹. Al tratarse de un *impuesto sobre el flujo de efectivo*, los impuestos sobre las empresas se pagarían sobre los ingresos menos los gastos, incluidos salarios, inversión e insumos intermedios utilizados en la producción. De ese modo, el sistema existente de deducciones por depreciación y deducciones de pagos de intereses netos sería eliminado y reemplazado por un reconocimiento inmediato de la inversión de capital como gasto. Esta estrategia permitiría eliminar el sesgo hacia el endeudamiento por parte de las empresas estadounidenses a la hora de elegir entre inversión financiada mediante deuda o venta de acciones (dado que los costos de intereses ya no serían deducibles de impuestos) y gravaría las rentas económicas en lugar de la rentabilidad normal del capital (y, de ese modo, se eliminaría una distorsión tributaria existente en las decisiones de inversión).

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

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

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

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

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

¹Véase Auerbach *et al.* (2017) para una discusión más detallada.

Recuadro 1.1 (continuación)

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

Referencias

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