

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

**Las Américas**

**Aprovechar el Ímpetu**



**ABR 18**

©2018 International Monetary Fund

Edición en español ©2018 Fondo Monetario Internacional

### Cataloging-in-Publication Data

Names: International Monetary Fund (Spanish).

Title: Regional economic outlook. Western Hemisphere : seizing the momentum.

Other titles: Western Hemisphere : seizing the momentum | Seizing the momentum | World economic and financial surveys

Description: [Washington, DC ] : International Monetary Fund, 2018. | World economic and financial surveys, 0258-7440 | Apr. 2018. | Includes bibliographical references.

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

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

Classification: LCC HC95.A1 R445 2018

ISBN: 978-1-48434-892-5 (edición impresa)

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

Pueden solicitarse ejemplares a:

International Monetary Fund, Publication Services

P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.

Tel.: (202) 623-7430   Telefax: (202) 623-7201

[publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)

[www.elibrary.imf.org](http://www.elibrary.imf.org)

# Índice

<b>Prefacio</b>	<b>v</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>vii</b>
<b>1. Un repunte generalizado del crecimiento a escala mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá</b>	<b>1</b>
Repunte generalizado	1
Perspectivas a mediano plazo inclinadas a la baja	2
Riesgos crecientes	4
Reorientación de las políticas hacia prioridades de mediano plazo	5
Perspectivas para Estados Unidos: Crecimiento superior al de su potencial, pero con mayores riesgos	5
Canadá: Nuevamente en un sendero de crecimiento constante	9
Referencia	17
<b>2. Perspectivas para América Latina y el Caribe: La combinación adecuada de políticas para sustentar la recuperación</b>	<b>19</b>
La recuperación cobra ímpetu	19
Riesgos para las perspectivas	24
Prioridades de política	27
América del Sur	32
México, América Central, Panamá y la República Dominicana	36
El Caribe	39
Anexo 2.1. Aclaración acerca de los datos de Argentina y Venezuela	49
Referencias	53
<b>3. Credibilidad, comunicación y prociclicidad de la política monetaria en América Latina</b>	<b>55</b>
Credibilidad del banco central y carácter cíclico de la política monetaria	57
Transparencia y credibilidad del banco central	58
Comunicaciones de los bancos centrales: De cantidad a calidad	61
Conclusiones para las políticas	65
Anexo 3.1. Modelo de vectores autorregresivos con datos de panel y metodología	73
Anexo 3.2. Construcción del índice de “tono”	75
Referencias	76

<b>4. Multiplicadores fiscales: El impacto de la consolidación en América Latina y el Caribe</b>	<b>77</b>
La problemática búsqueda de un indicador de las medidas fiscales	78
Los efectos macroeconómicos de las consolidaciones fiscales en América Latina y el Caribe	80
Implicaciones para las políticas	84
Anexo 4.1. Detalles técnicos	89
Referencias	93
<b>5. Pobreza y desigualdad en América Latina: Avances durante el boom de las materias primas, pero perspectivas inciertas</b>	<b>95</b>
Panorama general de los avances sociales durante el boom de las materias primas	96
Ciclos de las materias primas, pobreza y desigualdad	99
Estudios de casos con microdatos: Bolivia, Brasil y Perú	104
La descentralización fiscal en el contexto de un aumento importante de los ingresos extraordinarios de las materias primas	111
¿Pueden mantenerse estos avances sociales en un contexto de precios más bajos de las materias primas?	112
Anexo 5.1. El impacto local de los booms de recursos naturales en América Latina: Metodología	116
Anexo 5.2. Detalles sobre la distribución del ingreso de los recursos naturales en América Latina y otras regiones	117
Referencias	119
<b>Grupos de países y abreviaturas de países</b>	<b>121</b>
<b>Publicaciones del Departamento del Hemisferio Occidental</b>	<b>123</b>
<b>Recuadros</b>	
1.1 Ley de Empleo y Recortes Impositivos de Estados Unidos	14
2.1 Opiniones del mercado sobre las perspectivas y riesgos para América Latina	41
2.2 Asignación de recursos en el sector manufacturero de América Latina	42
2.3 Resistencia frente a los desastres naturales y el cambio climático	44
2.4 Delincuencia y crecimiento en el Caribe, América Central, Panamá y la República Dominicana	45
2.5 Programas de ciudadanía económica en el Caribe	48
3.1 Expectativas de inflación obtenidas de instrumentos financieros en América Latina	67
3.2 Marcos de comunicación de los bancos centrales: El caso del Banco Central de Chile	70
4.1 Consolidación fiscal y desigualdad del ingreso en América Latina y el Caribe	86
4.2 Datos empíricos existentes sobre multiplicadores fiscales en América Latina y el Caribe	88

## Prefacio

La edición de abril de 2018 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Hamid Faruqee y S. Pelin Berkmen, bajo la dirección general y supervisión de Alejandro Werner y Krishna Srinivasan. El equipo estuvo integrado por Pablo Bejar, Carlos Caceres, Yan Carrière-Swallow, Antonio David, Carlos Gonçalves, Yurani Granada, Kotaro Ishi, Etibar Jafarov, Genevieve Lindow, Prachi Mishra, Jorge Restrepo, Galen Sher, Suchanan Tambunlertchai, Bert van Selm, Peter Williams y Juan Yépez. Además, el capítulo 1 contó con la orientación y el análisis de Nigel Chalk y Cheng Hoon Lim. En la elaboración del capítulo 2 contribuyeron Kimberly Beaton, Javier Kapsoli, Gerardo Peraza, Uma Ramakrishnan y Joyce Wong, así como Cristhian Vera y Lulu Shui quienes colaboraron en las tareas de investigación para las secciones sobre América Central y el Caribe. En el capítulo 3 contribuyeron Henrique Barbosa, Adrián Robles, y un equipo del Banco de España integrado por Alberto Fuertes, Ricardo Gimeno y José Manuel Marqués. Takuji Komatsuzaki contribuyó en la preparación del capítulo 4, que estuvo orientada por Daniel Leigh. El capítulo 5 fue preparado por un equipo dirigido por Ravi Balakrishnan e integrado por Frederik Toscani y Mauricio Vargas. La asistencia en la producción en el Departamento del Hemisferio Occidental estuvo a cargo de Ravi Sundararajan. El manuscrito fue editado por Linda Long, del Departamento de Comunicaciones, quien coordinó la edición y producción del informe. Carlos Viel y Virginia Masoller, con el apoyo administrativo de María Fraile de Manterola, dirigieron el equipo de traducción y edición que preparó la versión en español del informe. Este informe refleja la evolución de los acontecimientos y las proyecciones del personal técnico del FMI hasta principios de marzo de 2018.



## Resumen ejecutivo

La aceleración generalizada del crecimiento mundial en 2017 se ve plasmada en los sólidos avances registrados por las economías de Estados Unidos y Canadá, que según las previsiones crecerán por encima de su potencial a corto plazo. En términos más generales, se prevé que tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo el crecimiento cobre aún más ímpetu en 2018 y 2019, gracias a los efectos expansivos de la política fiscal de Estados Unidos, las favorables condiciones financieras a escala mundial y las mejores perspectivas para la demanda externa. Los riesgos para las perspectivas están en general equilibrados a corto plazo. Pero, en cambio, a mediano plazo lo que se prevé es una moderación del crecimiento mundial, con los riesgos inclinados a la baja debido a un posible endurecimiento de las condiciones financieras, la agudización de las tensiones comerciales con el riesgo de que las políticas se tornen más proteccionistas, y tensiones geopolíticas.

En esta coyuntura mundial, la recuperación económica en América Latina y el Caribe está tomando fuerza. Tras haber sufrido una contracción en 2016, el crecimiento retornó a terreno positivo en 2017, y se prevé que se dinamice aún más a corto plazo, apoyado por la reactivación de la demanda y el comercio mundiales, unas condiciones financieras mundiales acomodaticias, un leve repunte de los precios de las materias primas y una recuperación cíclica de la inversión privada interna.

Pero pese a las mejores perspectivas a corto plazo, aún hay riesgos importantes. Además de los riesgos de un deterioro de las condiciones financieras mundiales y de virajes hacia el populismo en socios económicos de importancia clave, están las elecciones y el creciente sentimiento populista en algunos países, así como los escándalos de corrupción, que podrían generar incertidumbre en torno a la economía y las políticas públicas, y descarrilar la ejecución de reformas muy necesarias.

Por otro lado, las perspectivas de crecimiento a mediano plazo para la región siguen siendo débiles, y el crecimiento potencial está volviendo a su módico promedio de largo plazo. Como las tasas proyectadas de crecimiento del PIB per cápita están muy por debajo de las de otras regiones de mercados emergentes y son apenas superiores a las de las economías avanzadas, las perspectivas para la convergencia del ingreso son desalentadoras.

La fuerte caída de los ingresos generados por las materias primas tras el fin de su respectivo superciclo y el aumento de los déficits fiscales provocaron un deterioro de la dinámica de la deuda. Dado que se prevé que los precios de las materias primas permanezcan en un nivel bajo por un período prolongado y que los países de la región necesitan reponer sus reservas fiscales y restablecer la sostenibilidad, el ajuste fiscal sigue siendo imperativo. Sin embargo, su ritmo y composición deben diseñarse procurando apoyar y proteger el crecimiento inclusivo y el gasto en favor de la productividad. La inflación ha continuado disminuyendo en la mayoría de los países, y por eso la política monetaria puede seguir siendo expansiva, siempre que las expectativas inflacionarias permanezcan ancladas. La flexibilidad de los tipos de cambio debe seguir siendo la primera línea de defensa contra los shocks externos. La necesidad de fomentar el crecimiento potencial y la productividad exige un programa profundo e integral de reformas estructurales.

En América del Sur el crecimiento se reanudó en 2017, apoyado por una coyuntura externa favorable, la recuperación cíclica de la demanda interna y el fin de las recesiones en las principales economías, en particular Argentina y Brasil. Se prevé que la actividad se acelere aún más en 2018 y 2019. Las autoridades deben procurar encauzar la deuda pública por una trayectoria sostenible, pero con mínimo impacto en el crecimiento en el corto y mediano plazo. En los casos en que la sostenibilidad o credibilidad fiscal pudieran correr riesgo, las autoridades deben abordar esas inquietudes aplicando un ajuste con una fase inicial más intensa e impulsando la reforma fiscal.

Las perspectivas para México, América Central y el Caribe dependen en buena medida de la evolución de Estados Unidos, dados los importantes vínculos comerciales, financieros y migratorios. A corto plazo, la región se beneficiará del mayor crecimiento en Estados Unidos, pero a más largo plazo las incertidumbres derivadas de las políticas estadounidenses ensombrecerán las perspectivas. La política económica debe enfocarse en preservar la estabilidad macroeconómica en medio de un entorno externo complejo —y de incertidumbre en cuanto a las políticas internas debido a las elecciones en Costa Rica y México—, y a la vez en sentar las bases para un crecimiento más fuerte, sostenible e inclusivo. Abordar el problema de la corrupción y reforzar la aplicación de la ley y la seguridad, con el fin de combatir los altos índices de delincuencia en algunos países, sigue siendo una necesidad imperativa para promover la inversión y la participación del sector privado de forma duradera.

En esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* se presentan tres capítulos analíticos en los que se evalúan la función que cumplen las comunicaciones y la transparencia de los bancos centrales, el impacto del ajuste fiscal en el crecimiento y las estrategias para preservar los avances logrados en la lucha contra la pobreza y la desigualdad. Las principales conclusiones son las siguientes:

- El endurecimiento procíclico de la política monetaria por parte de los bancos centrales de América Latina como consecuencia de shocks de la demanda externa ha dado lugar a una cierta revaluación de la política y de la forma en que las decisiones deberían comunicarse al público. En este capítulo se sostiene que la credibilidad de los bancos centrales —reflejada por el grado de anclaje de las expectativas inflacionarias— influye sobre las decisiones de política que se toman en respuesta a tales shocks, y está directamente relacionada con la transparencia de los bancos centrales. Una mayor solidez de los marcos de transparencia y de las estrategias de comunicación está asociada a una mayor previsibilidad de las políticas y a un anclaje más firme de las expectativas inflacionarias, lo cual ofrece un margen de maniobra más amplio a la hora de hacer frente a shocks transitorios.
- La creciente deuda pública en muchos países de América Latina y el Caribe ha puesto de manifiesto la necesidad de poner en marcha procesos de consolidación fiscal. Pero ¿perjudicará esta política la recuperación de la región? Multiplicadores fiscales estimados usando una nueva base de datos sobre medidas de política fiscal indican que la consolidación en la región tendrá un efecto más contractivo de lo que se pensaba. No obstante, la magnitud reducida de los multiplicadores hace pensar que las consolidaciones mejorarán la dinámica de la deuda de la región, incluso a corto plazo. Como los multiplicadores del gasto varían dependiendo del tipo de instrumento que se use, los planes de consolidación deben preservar la inversión pública para estimular el crecimiento y el empleo.
- Pese a haber logrado avances admirables en la reducción de la desigualdad y la pobreza desde el inicio del siglo, América Latina sigue siendo la región más desigual del mundo. Los avances fueron particularmente pronunciados en los países exportadores de materias primas durante el boom de las materias primas. Buena parte de los avances fueron el resultado de mejoras en los ingresos laborales reales de los trabajadores menos calificados, sobre todo en el sector de servicios, y al aporte positivo, aunque menos importante, de las transferencias gubernamentales. Ahora que el boom de las materias primas ha pasado, que el entorno fiscal es más restrictivo y que las tasas de pobreza ya han aumentado levemente en algunos países, las políticas públicas deberán recalibrarse cuidadosamente para preservar los avances sociales. Aumentar la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas y reequilibrar el gasto son dos medidas que pueden ayudar a mantener gastos cruciales en transferencias sociales e infraestructura.

# 1. Un repunte generalizado del crecimiento a escala mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá

*La economía mundial y el comercio internacional están experimentando una expansión cíclica generalizada. Desde octubre de 2017, la evolución del crecimiento mundial y las perspectivas para 2018–19 han mejorado en todas las regiones, respaldadas por los efectos positivos previstos en el corto plazo a raíz de los cambios en la política tributaria de Estados Unidos. Las condiciones financieras a nivel mundial son favorables, a pesar de cierta contracción y volatilidad de los mercados en febrero y marzo de este año, y han venido respaldando la recuperación económica. Las perspectivas para los países exportadores de materias primas han mejorado debido al alza de precios de las materias primas. Las economías de Estados Unidos y Canadá registraron sólidas mejoras en 2017 y se prevé que crezcan por encima de su nivel potencial en el futuro próximo. A pesar de ese mejor panorama a corto plazo, las perspectivas a mediano plazo se inclinan a la baja. Las perspectivas de crecimiento para las economías avanzadas son débiles y se proyecta que muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo crezcan en términos per cápita más lentamente que las avanzadas, lo cual plantea preocupación acerca de la convergencia del ingreso hacia los niveles de las economías avanzadas. Si bien en líneas generales los riesgos se muestran equilibrados a corto plazo, están sesgados a la baja en el mediano plazo, y eso incluye un posible abrupto endurecimiento de las condiciones financieras, disminución del apoyo popular a la integración económica mundial, crecientes tensiones relacionadas al comercio exterior y un giro hacia las políticas proteccionistas, y tensiones geopolíticas. En este contexto, las medidas deberían focalizarse en crear márgenes de maniobra para la aplicación de políticas, mejorar la resistencia del sector financiero y ampliar el potencial para un crecimiento más vigoroso e inclusivo.*

Este capítulo fue preparado por Pelin Berkmen, con la colaboración de Kotaro Ishi y Suchanan Tambunlertchai. Pablo Bejar, Yurani Granada (en la sección sobre Canadá) y Peter Williams (en la sección sobre Estados Unidos) aportaron una excelente asistencia en la labor de investigación.

## Repunte generalizado

El mundo está experimentando un mayor ímpetu económico en las diversas regiones. El repunte cíclico mundial se afianzó en 2017, impulsado por la recuperación de la inversión en las economías avanzadas, una aceleración del consumo privado en los mercados emergentes y mejores condiciones económicas para los países exportadores de materias primas. Se estima ahora que en 2017 el crecimiento mundial fue de 3,8 por ciento, es 0,2 puntos porcentuales más que lo proyectado en octubre de 2017. Las sorpresas al alza en materia de crecimiento fueron generalizadas, originándose en economías avanzadas (tales como Estados Unidos, Japón y la zona del euro) y también de mercados emergentes (como China) (véase el capítulo 1 de la edición de abril de 2018 de *Perspectivas de la economía mundial* [informe WEO]).

El mayor crecimiento está acompañado de mayores flujos comerciales y precios más altos de las materias primas (gráfico 1.1). El comercio mundial ha venido creciendo vigorosamente, respaldado por la recuperación de la inversión en las economías avanzadas y en los países exportadores de materias primas, mientras que los precios de esos bienes, en particular los de la energía, están siendo impulsados al alza por las mejores perspectivas de crecimiento mundial y acontecimientos relacionados con su oferta.

Las presiones inflacionarias aumentan gradualmente en consonancia con el fortalecimiento de la actividad mundial y los precios de las materias primas. La inflación general ha repuntado al aumentar los precios del petróleo, y la inflación subyacente (que excluye los precios de los combustibles y los alimentos), si bien es aún relativamente baja, últimamente ha comenzado a aumentar, particularmente en las economías avanzadas. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación ha tocado

### Gráfico 1.1. Crecimiento mundial, exportaciones y mercados de las materias primas

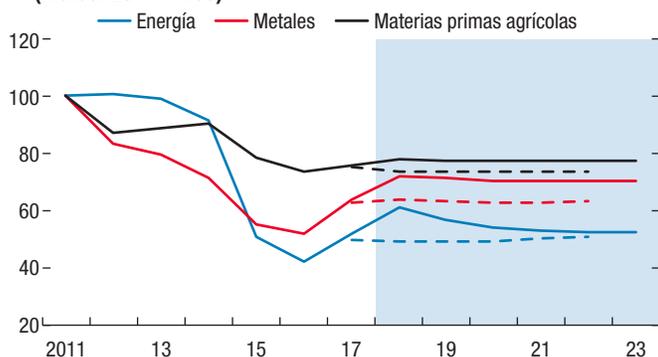
#### 1. Crecimiento del PIB real (Porcentaje; tasa anual)

	2016	2017	Proyecciones	
			2018	2019
<b>Mundo</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
Economías avanzadas	1,7	2,3	2,5	2,2
Estados Unidos	1,5	2,3	2,9	2,7
Zona del euro	1,8	2,5	2,4	2,0
Japón	0,9	1,7	1,2	0,9
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,4	4,8	4,9	5,1
China	6,7	6,9	6,6	6,4
Rusia	-0,2	1,5	1,7	1,5

#### 2. Volumen de exportaciones mundiales y crecimiento del PIB real mundial (variación porcentual interanual)



#### 3. Precios mundiales de las materias primas<sup>1</sup> (índice: 2011 = 100)



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

Nota: TCM = tipos de cambio de mercado.

<sup>1</sup>Las líneas punteadas se refieren a los supuestos mundiales considerados en la edición de octubre de 2017 del informe WEO.

fondo, debido en parte a la reciente estabilidad o apreciación de las monedas.

Las condiciones financieras mundiales siguen dando apoyo a la actividad económica (véase el capítulo 1 de la edición de abril de 2018 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial [informe GFSR,

por sus siglas en inglés]). El sentimiento general del mercado se mantiene favorable, aunque la turbulencia de los mercados bursátiles a principios de febrero sumada a las elevadas ventas de valores en marzo, así como los aumentos del rendimiento de los bonos en respuesta a una mayor firmeza del crecimiento y la inflación, han generado cierto endurecimiento de las condiciones financieras (gráfico 1.2). Los flujos de capital hacia los mercados emergentes siguen siendo robustos, y los flujos de inversión de cartera se han recuperado tras los recientes episodios de turbulencia del mercado.

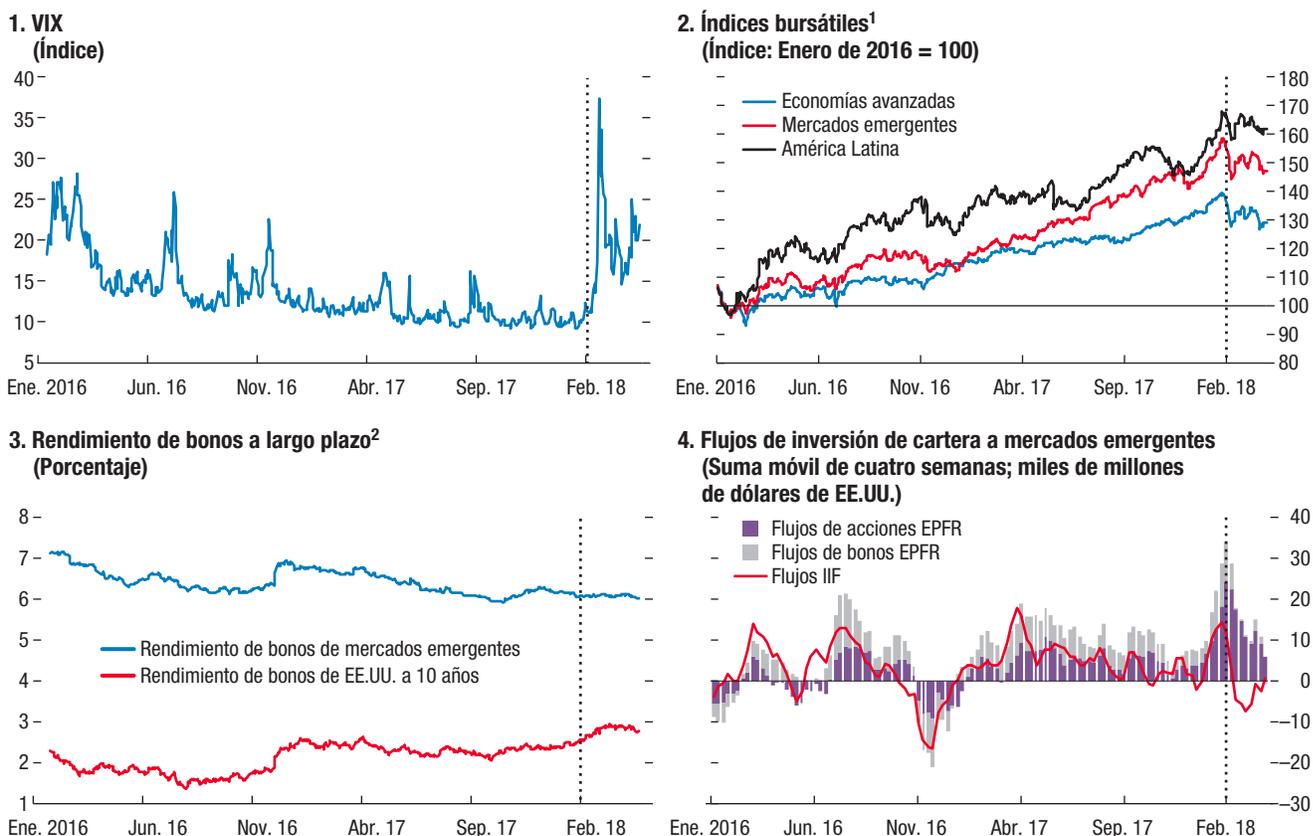
### Perspectivas a mediano plazo inclinadas a la baja

Las perspectivas mundiales a corto plazo son más favorables. Se prevé que el mayor ímpetu experimentado en 2017 se traspase a 2018 y 2019, reforzado por los efectos de la política de estímulo fiscal aplicada en Estados Unidos (los cuales explican la mitad de la mejora del crecimiento mundial para 2018–19). Se eleva el crecimiento mundial a 3,9 por ciento para ambos años (0,2 de punto porcentual más que en el pronóstico de octubre de 2017), también como reflejo de las condiciones financieras expansivas.

Para las economías avanzadas, el pronóstico de crecimiento aumenta considerablemente a 2,5 por ciento en 2018 y 2,2 por ciento en 2019 (alrededor de medio punto porcentual más que el nivel previsto en las proyecciones anteriores para ambos años). Las revisiones del crecimiento son generalizadas, y reflejan los efectos de la política fiscal expansiva de Estados Unidos, una demanda interna más fuerte de lo previsto, una política monetaria que sigue siendo laxa y mejores perspectivas de demanda externa.

El pronóstico de crecimiento agregado para el grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo no ha cambiado en 2018 (4,9 por ciento) y para 2019 ha sido revisado al alza en 0,1 de punto porcentual (5,1 por ciento). Esto refleja el continuo buen desempeño de las economías emergentes en Asia y las mejores perspectivas para los países exportadores de materias primas.

**Gráfico 1.2. Volatilidad del mercado bursátil, mercados de acciones y bonos, y flujos de capital**



Fuentes: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; base datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las líneas punteadas verticales se refieren al episodio reciente de volatilidad del mercado en febrero de 2018. EPFR = Emerging Portfolio Fund Research; VIX = Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago

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

<sup>2</sup>Se refiere al índice en moneda local J.P. Morgan Government Bond Index-Emerging Markets Global Diversified, que es un índice especialmente ponderado donde se limitan las ponderaciones de los países con un mayor stock de deuda incluyendo solamente partes especificadas de los montos nominales corrientes que resulten admisibles de la deuda pendiente de esos países. El índice incluye países que son directamente accesibles por la mayoría de la base de inversionistas internacionales sin controles explícitos de capital: Brasil, Chile, Colombia, Filipinas, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

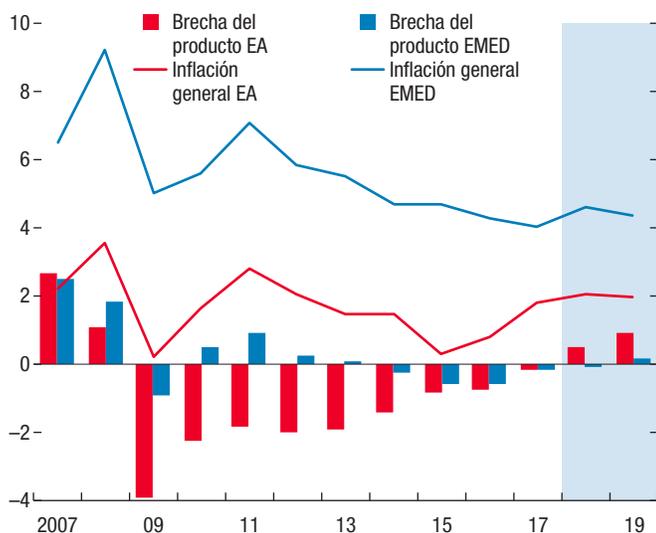
En *China*, el fuerte crecimiento de 2017 estuvo respaldado por las exportaciones netas, a pesar de que se desaceleró el crecimiento de la inversión. De aquí en adelante se proyecta que el crecimiento decaiga gradualmente de 6,9 por ciento en 2017 a 6,4 por ciento en 2019 (0,1 de punto porcentual más alto en relación con las proyecciones de octubre de 2017), a medida que el respaldo de las políticas disminuya gradualmente y la economía siga reequilibrando la composición de la demanda, pasando de la inversión al consumo.

Con estas revisiones, se espera que en 2018 se cierre la brecha del producto en las economías avanzadas. Se proyecta que estas crezcan más

rápidamente que su nivel potencial este año y el siguiente. Se prevé que la inflación general repunte en 2018 a escala mundial, como resultado del cierre de las brechas del producto y el alza de precios de las materias primas (gráfico 1.3).

Sin embargo, las perspectivas a mediano plazo se inclinan a la baja, proyectándose que el crecimiento mundial disminuya a alrededor de 3,7 por ciento en el mediano plazo. Esa desaceleración refleja la disminución del crecimiento de las economías avanzadas hacia un potencial moderado, después de que la reactivación cíclica y el estímulo fiscal de Estados Unidos hayan llegado a su fin. Se prevé que el crecimiento de las economías de

**Gráfico 1.3. Economías avanzadas y economías de mercados emergentes y en desarrollo: Brecha del producto e inflación (Porcentaje)**



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: EA = economías avanzadas; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

mercados emergentes y en desarrollo se establezca en torno a los niveles actuales. En términos per cápita, sin embargo, se proyecta que una parte de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, incluida la región de América Latina y el Caribe, crezcan más lentamente que las economías avanzadas y no logren reducir las brechas de ingreso respecto de estas últimas.

## Riesgos crecientes

En líneas generales, los riesgos para las perspectivas están equilibrados en el corto plazo, pero sesgados a la baja en el mediano plazo. Los riesgos al alza incluyen un crecimiento más fuerte de lo previsto en las economías avanzadas y un potencial repunte de la productividad gracias a la actual recuperación de la inversión.

Si bien las condiciones financieras se han mantenido favorables, el repentino brote de volatilidad en los mercados bursátiles mundiales a principios de febrero ilustra los riesgos que rodean la actual tendencia de normalización

gradual de la política monetaria. Los mercados financieros siguen siendo particularmente vulnerables a una sorpresa de la inflación. A medida que las brechas del producto pasen a ser positivas, la inflación podría aumentar más rápidamente de lo que actualmente descuentan los mercados. Los bancos centrales quizás entonces deban endurecer más enérgicamente su política monetaria, lo cual generaría una descompresión más brusca de las primas por plazo, un aumento de la volatilidad de los mercados y condiciones financieras mundiales más restrictivas que las esperadas en el pronóstico de base (véase el capítulo 1 de la edición de abril de 2018 del informe WEO y el informe GFSR).

Al mismo tiempo, las continuas condiciones financieras laxas, pese al inicio de la normalización de la política monetaria, podrían llevar a una mayor búsqueda de rendimiento y a la acumulación de factores de vulnerabilidad financiera, lo cual dejaría a los mercados expuestos a un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras.

El giro hacia la aplicación de políticas aislacionistas genera otros riesgos, dado el debilitado respaldo a la globalización en las economías avanzadas al estar renegociándose el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y los acuerdos económicos entre el Reino Unido y el resto de la Unión Europea. La incertidumbre relacionada con la renegociación del TLCAN ya ha hecho mella en la inversión en Canadá y México (véase más adelante, y también el capítulo 2). Un aumento de las barreras arancelarias y no arancelarias (como se ha visto últimamente, por ejemplo, con las recientes restricciones a la importación anunciadas por Estados Unidos, las medidas de represalia anunciadas por China y posibles represalias de otros países) alteraría las cadenas de valor transfronterizas establecidas, frenaría la propagación de nuevas tecnologías, reduciría el bienestar del consumidor y dificultaría la cooperación internacional (necesaria para hacer frente a los shocks de alcance mundial). Según escenarios ilustrativos (véase recuadro 1 de la edición de octubre de 2016 del informe WEO), un aumento en el proteccionismo en todos los países —el cual causaría un aumento de 10 por ciento en los precios de importación en todas partes— podría

reducir el producto y el consumo mundial en alrededor de 1¾ por ciento al cabo de cinco años.

De igual forma, se prevé que los cambios en las políticas tributarias de Estados Unidos exacerben la polarización del ingreso, lo cual podría afectar el clima político para la adopción de medidas económicas en el futuro. Los flujos migratorios más limitados podrían agudizar los efectos de las tasas decrecientes de crecimiento de la fuerza laboral en las sociedades en proceso de envejecimiento.

Los riesgos no económicos incluyen las tensiones geopolíticas, especialmente en Asia oriental y Oriente Medio, incertidumbre política en el contexto de las próximas elecciones en varios países (incluidos algunos de América Latina) y, en líneas más generales, una gestión de gobierno deficiente y la corrupción sistémica. Por último, un aumento en la frecuencia de eventos meteorológicos extremos podría causar grandes pérdidas humanitarias y económicas.

### Reorientación de las políticas hacia prioridades de mediano plazo

Frente a un contexto mundial de débiles perspectivas a mediano plazo, el bajo crecimiento de la productividad ha representado un reto para las economías avanzadas y emergentes por igual. Por lo tanto, es necesario elevar el crecimiento potencial y promover la inclusión, con medidas que mejoren la productividad laboral, aumenten la participación en la fuerza de trabajo y den apoyo a los jóvenes y a los desplazados por el cambio estructural mundial en las oportunidades de empleo.

Al mismo tiempo, los riesgos a la baja ponen de manifiesto la necesidad de recomponer márgenes de maniobra contracíclicos a nivel mundial para afrontar mejor la próxima contracción económica, contener los riesgos del mercado financiero para dotar al sistema de mayor capacidad de resistencia, y mejorar el espacio fiscal disponible para contribuir a financiar políticas favorables al crecimiento y colocar los coeficientes de endeudamiento en una trayectoria descendente

(véase la edición de abril de 2018 del informe WEO y el informe *Fiscal Monitor*).

La política fiscal, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, debe focalizarse en objetivos a mediano plazo —como el de mejorar la infraestructura para incrementar el producto potencial— garantizando al mismo tiempo que la dinámica de la deuda pública sea sostenible y que se recompongan los márgenes de maniobra. Cuando sea necesario proceder a la consolidación fiscal, su ritmo debería calibrarse para evitar frenos bruscos al crecimiento.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la vigencia de mejores marcos de política monetaria ha contribuido a bajar la inflación subyacente, lo cual brinda un margen para utilizar dicha política con el objeto de respaldar la demanda en caso de debilitarse el nivel de actividad. A más largo plazo, las reformas en materia de gestión de gobierno y diversificación económica, particularmente en los países exportadores de materias primas, permitiría incrementar la inversión privada, crear empleo y ampliar el espectro de la actividad económica más allá de los sectores primarios basados en los recursos naturales.

### Perspectivas para Estados Unidos: Crecimiento superior al de su potencial, pero con mayores riesgos

El ímpetu económico de Estados Unidos está aumentando, a medida que el crecimiento impulsado por la demanda interna recibe más estímulo de las políticas. La economía estadounidense registró sólidos avances en 2017, gracias a la pujanza del consumo e inversión privados, y a las favorables condiciones económicas y financieras a nivel mundial. El PIB anual real desestacionalizado creció levemente por encima de 3 por ciento en el segundo y el tercer trimestre de 2017, mientras que las cifras correspondientes al cuarto trimestre de 2017 indican un aumento de 2,5 por ciento. En cuanto al año en su totalidad,

el crecimiento fue de 2,3 por ciento, frente a 1,5 por ciento en 2016.

La inflación general fue débil en 2017 debido a factores idiosincrásicos, como la caída en las tarifas de los servicios telefónicos y el tenue crecimiento de los precios de atención de la salud. Desde septiembre de 2017, la inflación subyacente relacionada al consumo personal ha aumentado gradualmente, pero al ubicarse en 1,5 por ciento se mantiene por debajo de la meta de 2 por ciento fijada por la Reserva Federal de Estados Unidos. Sin cambios en la participación de la fuerza laboral, la economía ha venido operando levemente por encima del pleno empleo, lo cual ha contribuido al aumento en el ingreso promedio por hora de un 2,5 por ciento durante los últimos 12 meses.

Las políticas de estímulo refuerzan este impulso económico. La reforma tributaria recientemente sancionada, así como el acuerdo bipartidista sobre el presupuesto 2018 por dos años, sumará estímulo al ímpetu del crecimiento, potenciando más la actividad del sector privado y elevando al mismo tiempo el empleo y los salarios. Estos cambios elevarán el nivel del PIB en los próximos dos años, proyectándose que la actividad económica en 2018 y 2019 se expanda 2,9 y 2,7 por ciento, respectivamente (un aumento de 0,6 y 0,8 de punto porcentual, respectivamente, en comparación con los pronósticos de la edición de octubre de 2017 del informe WEO). Desde un punto de vista de más largo plazo, se espera que el crecimiento sea algo más bajo de lo que se proyectó anteriormente por unos años a partir de 2022 —como resultado del mayor déficit fiscal, el cual requerirá un eventual ajuste, y de la naturaleza transitoria de algunas de las disposiciones— compensando parte del aumento del crecimiento alcanzado previamente. Estando la economía en situación de pleno empleo, se prevé que la inflación aumente a 1,9 por ciento para fines de 2018 y que supere moderadamente la meta de la Reserva Federal en 2019.

En consonancia con el impulso dado al crecimiento por la demanda interna y las políticas de estímulo, se proyecta que el déficit de cuenta corriente se deteriore a 2,9 por ciento del PIB en

2018, para luego alcanzar un máximo de 3,6 por ciento del PIB en 2020. La reacción del dólar de EE.UU., que se ha depreciado desde noviembre, a la modificación de la política tributaria ha sido tenue hasta el momento. Se proyecta que la deuda del gobierno general aumente a 110 por ciento del PIB para 2020 debido a las presiones del gasto vinculadas con el envejecimiento poblacional, la pérdida de ingresos fiscales resultante de la reforma tributaria y las erogaciones previstas en el último presupuesto.

## Combinación de políticas

La combinación de políticas de Estados Unidos ha variado en relación con la considerada en la actualización de la edición de octubre de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Tras la aprobación por el Congreso de la Ley de Empleo y Recortes Impositivos (TCJA, por sus siglas en inglés) en diciembre de 2017 y del acuerdo sobre el presupuesto en febrero de 2018, la política fiscal se ha vuelto expansiva y procíclica, lo cual requiere un ritmo más rápido de endurecimiento de la política monetaria.

- *Política fiscal.* Las principales medidas fiscales en la reciente reforma tributaria consisten en recortes temporales del impuesto sobre la renta personal y recortes permanentes del impuesto sobre la renta de las empresas (véase el recuadro 1.1). El reciente proyecto de presupuesto bienal aumenta en USD 300.000 millones la autorización para realizar gastos durante los próximos dos años. Se estima que el saldo primario estructural del gobierno general se debilite de -2,5 por ciento en 2017 a -3,9 por ciento del PIB potencial para 2019. Si bien impulsa temporalmente el crecimiento, la reforma del sistema impositivo también generará pérdidas de ingresos fiscales y aumentará la deuda federal en aproximadamente 5 puntos porcentuales del PIB en los próximos cinco años, exacerbando aún más la dinámica insostenible de la deuda. Después de 2021, se prevé un retroceso en la aplicación del estímulo fiscal, que actuará como un lastre sobre la economía y hará que el

crecimiento caiga por debajo del crecimiento potencial.

- *Política monetaria.* La economía de Estados Unidos está operando por encima del nivel de su producto potencial y eso podría hacer necesario un endurecimiento de la política monetaria más rápido de lo previsto, lo cual podría provocar aumentos de las primas por plazo y de los costos de servicio de la deuda. En marzo de 2018, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó el rango fijado como meta para la tasa de fondos federales en 25 puntos básicos de  $1\frac{1}{2}$  a  $1\frac{3}{4}$  por ciento en respuesta al fortalecimiento del mercado laboral y de la inflación. La normalización gradual de la hoja de balance de la Reserva Federal, anunciada en septiembre de 2017, ha proseguido conforme a lo planificado con moderados efectos en las condiciones monetarias de Estados Unidos y mundiales. Ese enfoque gradual significa que la Reserva Federal seguirá siendo un participante activo de los mercados de títulos del Tesoro y de valores respaldados por hipotecas en los años venideros, aun cuando intensifique el ritmo de reducción de su hoja de balance hacia el final de este año y en 2019.

### Mayores riesgos al alza y a la baja

La actual combinación de políticas ha ampliado los riesgos en torno al escenario de base. Hay una amplia variedad de estimaciones sobre los efectos del estímulo fiscal, pero existe un consenso general en cuanto a que dicho estímulo, que surge en un momento en que la economía se encuentra en una situación de pleno empleo, impulsará la actividad económica de Estados Unidos muy por encima de su potencial. Esto intensifica entonces el riesgo de una sorpresa inflacionaria, al operar la economía por encima del nivel de pleno empleo, con el riesgo conexo de que las condiciones financieras se vuelvan más restrictivas en Estados Unidos y en el mundo. Un aumento de las presiones inflacionarias, junto

con un endurecimiento de la tasa de referencia de la Reserva Federal más rápido de lo previsto en el escenario de base, podría fomentar una descompresión más brusca de las primas por plazo, una mayor fortaleza del dólar de EE.UU. y una caída del precio de las acciones. A mediano plazo, el eventual retiro del estímulo fiscal, en un probable escenario donde las tasas de política monetaria superen su nivel neutral, podría desencadenar una desaceleración más aguda que la prevista con posibles efectos a escala mundial.

Persiste la incertidumbre acerca de otros aspectos de las políticas de Estados Unidos:

- *Desregulación financiera.* Ambas cámaras del Congreso han formulado propuestas que procuran, si bien en diferente grado, derogar algunas disposiciones de la Ley Dodd-Frank. Existe un amplio respaldo para simplificar los marcos regulatorios, particularmente los aplicables a bancos pequeños y medianos que no plantean, a nivel individual, riesgos sistémicos. Más contenciosas son las propuestas de amplio alcance para revocar las normas prudenciales o reducir las facultades de los organismos reguladores. Un debilitamiento importante de tal supervisión, particularmente frente a los grandes bancos de importancia sistémica, podría generar una nueva acumulación de riesgos para la estabilidad financiera.
- *Política comercial.* Se están llevando a cabo renegociaciones del TLCAN. Si bien sería conveniente actualizar el acuerdo (por ejemplo, reforzando las disposiciones sobre trabajo y medio ambiente), una renegociación que lleve a imponer mayores restricciones sobre el libre comercio tendría un impacto negativo para todas las partes. Siendo Canadá y México los mayores mercados de exportación para Estados Unidos, un retiro desordenado del TLCAN debilitaría la economía de este último país, causando pérdidas de empleos y un menor crecimiento potencial. Es más, se han tomado medidas para introducir restricciones comerciales, como por ejemplo, las recientes salvaguardias

vinculadas a las importaciones de lavarropas y paneles solares, los aranceles propuestos para el acero y el aluminio, y las acciones comerciales anunciadas sobre las prácticas de China en materia de propiedad intelectual. En este contexto, un agravamiento de las tensiones comerciales y la imposición de barreras más amplias al comercio transfronterizo podría no solo tener un costo para la actividad económica (como se muestra en el recuadro de escenario 1 de la edición de octubre de 2016 del informe WEO), sino también debilitar la confianza, lo cual entrañaría más repercusiones desfavorables.

- *Política inmigratoria.* Los inmigrantes representan alrededor de 14 por ciento de la población de Estados Unidos, y 17 por ciento de su fuerza laboral, según la Oficina del Censo de Estados Unidos. Una interrupción del constante flujo de inmigrantes reduciría el crecimiento de la fuerza de trabajo del país y afectaría el crecimiento (especialmente dado que se prevé que la economía se expanda bastante por encima del nivel de pleno empleo).

## Prioridades de política económica para Estados Unidos

La reforma tributaria de 2017 representó la mayor transformación del código tributario de los últimos 30 años. Introdujo importantes cambios positivos, como una reducción de las tasas tributarias, la deducción de nuevas inversiones como gasto y una moderada simplificación del sistema. Sin embargo, la pérdida de ingresos fiscales que conlleva la reforma torna más urgente implementar políticas que incluyan medidas para recaudar impuestos indirectos y restringir gradualmente el gasto para poder financiar el muy necesario gasto en infraestructura, educación y desarrollo de aptitudes, así como prestaciones que beneficien a las familias, lo cual asegurará una disminución constante del déficit del gobierno general y de la relación deuda pública/PIB en el mediano plazo. Según el Comité Conjunto sobre Impuestos del

Congreso de Estados Unidos, se proyecta que la reforma del código fiscal reduzca la tasa tributaria promedio para los hogares estadounidenses de ingreso alto en comparación con los segmentos de ingreso medio y bajo, especialmente en el mediano plazo (cuando expiren ciertas disposiciones que benefician a los contribuyentes de ingreso bajo y medio), incrementando así la polarización del ingreso<sup>1</sup>.

En los mercados financieros, existe aún margen para fortalecer el régimen regulatorio, como en aspectos relacionados con el financiamiento de la vivienda y la supervisión de las compañías de seguros. Sin embargo, se debería preservar el eje del actual enfoque basado en el riesgo en materia de regulación, supervisión y resolución y prestar especial cuidado para no revertir los importantes avances logrados desde la crisis financiera mundial en el fortalecimiento de la estructura de supervisión financiera.

Las políticas estructurales deben focalizarse en mantener una fuerza laboral productiva y flexible, y en reducir la desigualdad del ingreso. Las medidas prioritarias deberían orientarse a mejorar las oportunidades y resultados educativos, proteger los recientes logros en materia de cobertura de salud, mantener un régimen de comercio e inversión libre, justo y mutuamente beneficioso, y contener la inflación de costos de la atención de la salud. Otras políticas complementarias, como el apoyo de cuidado infantil para las familias de ingreso bajo y medio, la licencia familiar remunerada, la ampliación del crédito impositivo por ingresos del trabajo, un aumento del salario mínimo federal y mejores programas de asistencia social para los pobres podrían contribuir a atenuar problemas estructurales de largo plazo. Por último, una reforma a la inmigración basada en las aptitudes, dirigida a satisfacer la demanda de mano de obra calificada, apoyaría la productividad laboral, aumentaría el crecimiento potencial, y además corregiría los desequilibrios

<sup>1</sup>En el recuadro 1.2 de la edición de abril de 2018 del informe *Fiscal Monitor* se analizan las consecuencias distributivas de la reforma tributaria de Estados Unidos.

fiscales a mediano plazo debidos al envejecimiento poblacional.

## Canadá: Nuevamente en un sendero de crecimiento constante

Canadá registró la mayor tasa de crecimiento entre las economías del Grupo de los Siete (G-7) en 2017. Pese a cierta moderación en el segundo semestre del año, la economía creció 3 por ciento en 2017, gracias al respaldo de una orientación expansiva de la política fiscal y monetaria, el dinamismo de la economía de Estados Unidos y el aumento en los precios del petróleo.

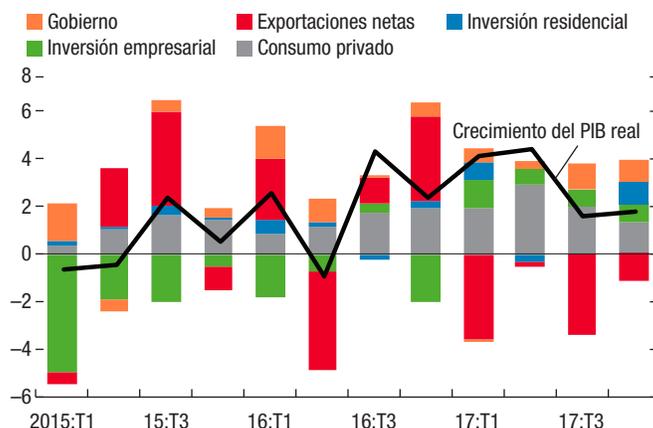
El consumo privado ha sido vigoroso, particularmente en los primeros tres trimestres, y ha estado respaldado por mejoras en el ingreso disponible (gráfico 1.4). Las transferencias fiscales contribuyeron a dar un impulso inicial a los ingresos, pero los aumentos más recientes han sido resultado de un fortalecimiento del mercado laboral. La tasa de empleo ha aumentado de forma constante, y la de desempleo ha caído a su nivel más bajo en 40 años.

Otros componentes del PIB vinculados a la demanda siguen mostrando cierta debilidad. La inversión empresarial creció por primera vez desde 2014, pero la recuperación ha sido moderada, al verse obstaculizada la inversión en el sector petrolero por los precios relativamente bajos del crudo. El crecimiento de las exportaciones repuntó en el primer semestre de 2017, pero desde entonces se ha detenido. Si bien la inversión residencial se aceleró en el cuarto trimestre de 2017 antes de que se endurecieran las directrices para la suscripción de hipotecas residenciales (en enero de 2018), la tendencia subyacente se ha desacelerado, debido a un alza de las tasas de interés hipotecarias, políticas macroprudenciales más restrictivas y nuevas medidas tributarias.

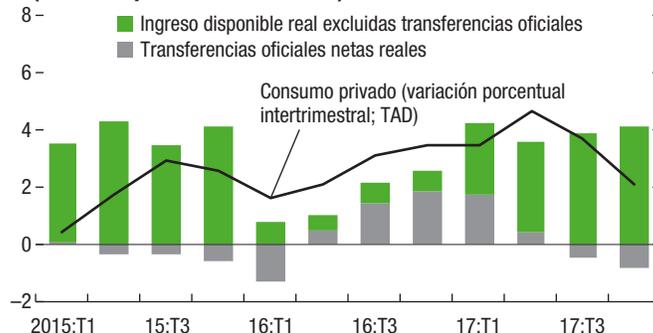
La inflación ha estado en alza, en concordancia con el cierre de la brecha del producto

### Gráfico 1.4. Canadá: Crecimiento, consumo, actividad empresarial y condiciones de exportación

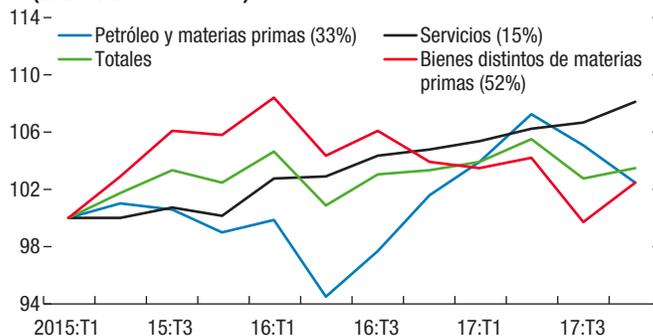
#### 1. Canadá: Contribución al crecimiento del PIB<sup>1</sup> (Variación porcentual respecto del trimestre anterior; tasa anual desestacionalizada)



#### 2. Canadá: Consumo privado e ingreso disponible (Variación porcentual interanual)



#### 3. Canadá: Exportaciones reales<sup>2</sup> (Índice: 2015:T1 = 100)



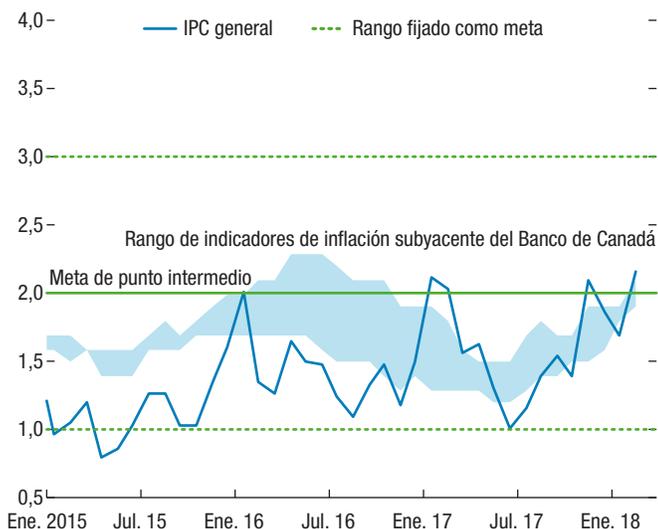
Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas de Canadá (Statistics Canada); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: TAD = tasa anual desestacionalizada.

<sup>1</sup>Incluye discrepancias estadísticas.

<sup>2</sup>Las cifras entre paréntesis son la participación porcentual en las exportaciones totales.

**Gráfico 1.5. Canadá: Evolución de la inflación**  
(Variación porcentual interanual)



Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas de Canadá (Statistics Canada); FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El área sombreada corresponde a los valores mensuales mínimos y máximos fijados por el Banco de Canadá para la inflación interanual del IPC-recortado, IPC-mediano e IPC-común. IPC = índice de precios al consumidor.

(gráfico 1.5). Después de desacelerarse hacia el límite inferior del rango fijado como meta por el Banco de Canadá (entre 1 y 3 por ciento) a mediados de 2017, los tres indicadores de inflación subyacente del índice de precios al consumidor (IPC) (IPC-recortado, IPC-mediano e IPC-común) y la inflación general se han recuperado y actualmente rondan el 2 por ciento, el punto medio del rango fijado como meta.

### Sólidas perspectivas a corto plazo, pero preocupación debido a las políticas de Estados Unidos

Se prevé que el crecimiento del PIB se modere a 2,1 por ciento en 2018 y a 2 por ciento en 2019, por encima del potencial de la economía a mediano plazo. Se espera que el alza de las tasas de interés frene el consumo privado al subir los costos de servicio de la deuda y, combinada con políticas macroprudenciales más restrictivas, siga desalentando la inversión residencial. Mientras

tanto, una economía estadounidense más vigorosa dará respaldo a la demanda de exportaciones canadienses y a la inversión en el sector exportador.

La perspectiva a mediano plazo es menos optimista. La débil competitividad externa, el lento crecimiento de la productividad laboral y el envejecimiento poblacional —todos problemas de larga data en Canadá— limitan el crecimiento a alrededor de 1¾ por ciento, un nivel significativamente más bajo que el reciente promedio de 2,6 por ciento (2000–08). Además, las perspectivas de Canadá a mediano plazo están empañadas por los cambios en las políticas tributarias y comerciales de Estados Unidos.

#### Implicaciones significativas de la reforma tributaria de Estados Unidos y las negociaciones del TLCAN

Se prevé que la reforma tributaria de Estados Unidos eleve temporalmente el crecimiento de Canadá a corto plazo entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales. A mediano plazo, sin embargo, una menor presión tributaria sobre la inversión empresarial podría hacer a Estados Unidos un destino más atractivo para la inversión, lo cual afectaría negativamente la inversión y el crecimiento en Canadá (recuadro 1.1).

Las negociaciones del TLCAN están en marcha. Las señales preliminares indican que ha habido avances en cuanto a modernizar el TLCAN al incorporarse la evolución del comercio digital y electrónico. Sin embargo, varias propuestas formuladas por Estados Unidos —en particular, los requisitos mínimos de componente estadounidense, la eliminación del régimen de resolución de controversias, un tope a las compras y contrataciones gubernamentales y una cláusula de expiración a cinco años— representan importantes puntos conflictivos para las negociaciones. A principios de marzo, Estados Unidos señaló su intención de imponer aranceles al acero y el aluminio, lo cual agudizó las tensiones comerciales entre ambos países. Posteriormente se anunció que Canadá quedaría exceptuado a condición de que se llegue a un acuerdo sobre el TLCAN. La incertidumbre acerca del Tratado ya está pesando

sobre la inversión en Canadá, y la imposibilidad de forjar un nuevo acuerdo podría impactar en la inversión durante un período mucho más prolongado.

### Los mercados inmobiliarios siguen siendo sumamente vulnerables

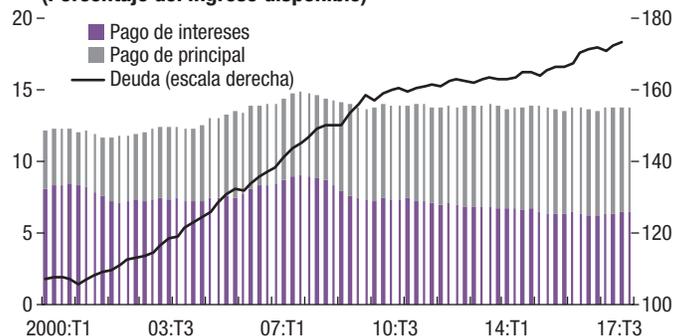
Las vulnerabilidades y desequilibrios del mercado inmobiliario siguen planteando riesgos para la estabilidad macrofinanciera. La deuda de los hogares como porcentaje del ingreso disponible alcanzó un máximo histórico de 173 por ciento al final de 2017 (gráfico 1.6). Si bien el sistema bancario es sólido y tiene un alto grado de rentabilidad, la exposición de los bancos a los hogares sigue siendo sustancial (representa alrededor de un tercio de los activos bancarios). Por ello, podrían surgir riesgos de estabilidad financiera en el caso de ocurrir una fuerte corrección en el mercado inmobiliario, junto con un aumento pronunciado y persistente del desempleo.

Las medidas macroprudenciales y tributarias han enfriado los mercados inmobiliarios, pero aún no está claro si esto será un efecto duradero.

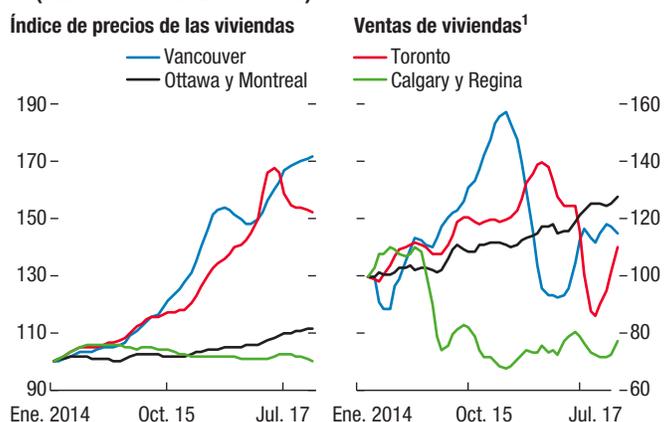
- En Vancouver, las políticas macroprudenciales más estrictas a nivel federal y el nuevo impuesto sobre los compradores de viviendas no residentes que introdujo el gobierno provincial en agosto de 2016 contribuyeron a que el mercado se moderara, cayendo los precios alrededor de 3½ por ciento entre agosto y diciembre de 2016. Sin embargo, desde entonces las presiones de precios han resurgido, y los precios de la vivienda crecieron alrededor de 16 por ciento en 2017.
- En Toronto, los precios de la vivienda han caído desde la mitad de 2017. El Plan de Vivienda Justa de Ontario anunciado en abril de 2017, que incluía un impuesto de 15 por ciento sobre los compradores de viviendas no residentes, junto con modificaciones en las normas sobre seguro de hipotecas al nivel

### Gráfico 1.6. Canadá: Evolución del mercado inmobiliario

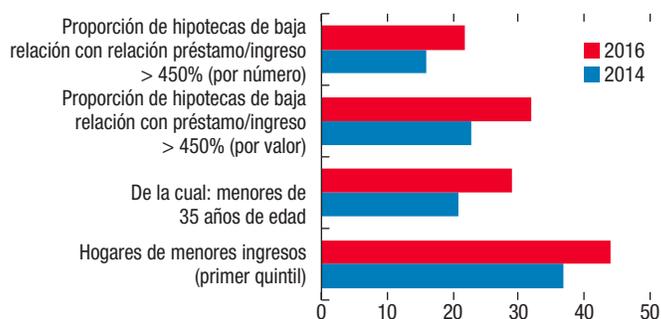
#### 1. Canadá: Deuda de los hogares y coeficiente de servicio de la deuda (Porcentaje del ingreso disponible)



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



#### 3. Canadá: Características de las hipotecas de baja relación con una relación préstamo/ingreso (RPI) superior a 450 por ciento (Porcentaje)



Fuentes: Banco de Canadá, Revisión del sistema financiero (Financial System Review) de noviembre de 2017; Asociación Canadiense de Bienes Raíces; Superintendencia de Instituciones Financieras; Oficina Nacional de Estadísticas de Canadá (Statistics Canada); y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Promedio móvil de tres meses.

federal, contribuyó a generar atonía en el sentimiento del mercado y un descenso de los precios de la vivienda.

Ha habido un cambio notable en las características de riesgo de los préstamos hipotecarios. Tras la introducción de una prueba de tensión para las hipotecas aseguradas a fines de 2016, las hipotecas con una alta relación préstamo/valor disminuyeron alrededor de 5½ por ciento en 2017, mientras que el crecimiento de aquellas con una baja relación préstamo/valor se aceleró a alrededor de 17 por ciento<sup>2</sup>. Existe cierta preocupación por el hecho de que las hipotecas con una baja relación préstamo/valor hayan sido contratadas cada vez más por hogares con mayores niveles de riesgo (gráfico 1.6)<sup>3</sup>. En este contexto, las autoridades han desplazado su atención hacia las hipotecas con una baja relación préstamo/valor, endureciendo los procedimientos de suscripción de hipotecas residenciales (con entrada en vigor en enero de 2018). Las modificaciones fundamentales de esas directrices incluyen las siguientes: 1) restricciones a la toma de préstamos de múltiples fuentes; 2) requisitos rigurosos para la medición de la relación préstamo/valor tomando en cuenta los riesgos del mercado inmobiliario (por ejemplo, riesgos de precio); y 3) incorporación de una prueba de tensión aplicable a las hipotecas no aseguradas tal como se estableció para las hipotecas aseguradas a fines de 2016<sup>4</sup>.

<sup>2</sup>Los productos hipotecarios de Canadá pueden dividirse en dos segmentos: hipotecas de alta relación, con una relación préstamo/valor superior al 80 por ciento, para las cuales se requiere contar con un seguro; e hipotecas de baja relación, con una relación préstamo/valor de 80 por ciento o menos.

<sup>3</sup>Por ejemplo, la proporción de hipotecas de baja relación con una relación préstamo/ingreso superior al 450 por ciento aumentó a 32 por ciento en 2016 (últimos datos disponibles) en comparación con 23 por ciento en 2014. Alrededor de 30 por ciento de estas corresponden a hogares más jóvenes (menos de 35 años) que podrían tener menor seguridad laboral, y 44 por ciento son tomadas por los hogares de más bajo ingreso. Véase Bilyk, Ueberfeldt y Xu (2017).

<sup>4</sup>Las instituciones financieras sometidas a regulación federal deben fijar la tasa de calificación para las hipotecas no aseguradas a la tasa hipotecaria contractual más 2 puntos porcentuales o la tasa de referencia a cinco años publicada por el Banco de Canadá, la que sea mayor.

## Prioridades de política económica para Canadá

Dado el elevado nivel de incertidumbre que emana de las políticas tributarias y comerciales de Estados Unidos, Canadá debería endurecer sus políticas macroeconómicas solo gradualmente. El Banco de Canadá ha elevado la tasa de política monetaria tres veces desde julio de 2017 (en 75 puntos básicos a 1,25 por ciento). En adelante, el balance de riesgos para las perspectivas justifica un enfoque gradual de normalización de la política monetaria. El personal técnico del FMI proyecta un aumento gradual de la tasa de referencia hacia su nivel neutral (en torno al 3 por ciento) durante el horizonte de proyección. En el frente fiscal, no se justificaría introducir ningún estímulo fiscal adicional, y el gobierno federal debería comenzar a recomponer ahora sus reservas fiscales, a un ritmo gradual, como se prevé en el Presupuesto 2018. Al nivel provincial, se espera que Quebec y Columbia Británica mantengan, en líneas generales, posiciones equilibradas de presupuesto operativo, mientras que se prevé que Alberta redoble sus esfuerzos para reducir el déficit. Ontario está en vías de lograr un superávit en el presupuesto operativo del ejercicio fiscal 2017/18, pero se anunció, en el presupuesto del 2018, la intención de alcanzar un déficit de alrededor de ¾ por ciento del PIB de la provincia en los siguientes tres años fiscales.

En el sector financiero, las autoridades deberían abstenerse de aplicar por ahora nuevas medidas macroprudenciales hasta que se conozcan los efectos de las recientemente adoptadas. Mientras tanto, quizá sea conveniente intensificar los esfuerzos para abordar las limitaciones por el lado de la oferta en el mercado inmobiliario, incluida una revisión de las políticas de zonificación y densidad, el proceso de aprobación para nuevos emprendimientos, y el mejoramiento de los sistemas de tránsito urbano.

Las reformas estructurales son vitales para fomentar la competitividad y el crecimiento de Canadá a mediano plazo. Las autoridades están implementando una amplia agenda de reformas estructurales, que abarca el comercio interno

y externo, la innovación, la inmigración y la participación de la mujer en el trabajo. Como prioridad inmediata, sería crucial hacer un examen integral del sistema tributario general para poder evaluar las posibilidades de mejorar la eficiencia del sistema tributario, manteniendo al mismo tiempo la competitividad tributaria de Canadá, antes de tomar una decisión acerca de una reforma tributaria sustancial<sup>5</sup>. La implementación del plan a largo plazo de inversión en infraestructura se ha demorado, y es preciso avanzar en iniciativas que permitan hacer dicha inversión más eficiente y oportuna. A este respecto, sería útil concentrar la información existente acerca de los planes de proyectos de todos los niveles del gobierno y ampliar el uso de normas comunes de evaluación de proyectos.

También debería acelerarse la implementación del Acuerdo de Libre Comercio Canadiense (que entró en vigor en julio de 2017) para reducir las barreras al comercio interno, la inversión y la movilidad laboral. Asimismo, es posible hacer más para reducir las restricciones a la inversión extranjera directa y las barreras regulatorias de entrada a sectores clave de la economía. Por último, Canadá debe seguir diversificando sus patrones de intercambio comercial. Se prevé que el Acuerdo Económico y Comercial Global con la Unión Europea (que entró en vigencia en septiembre de 2017) estimule el comercio de Canadá con Europa, mientras que un nuevo Acuerdo Integral y Progresivo para la Alianza Transpacífica potenciaría los lazos económicos del país con las economías asiáticas.

<sup>5</sup>En diciembre de 2017, el Consejo Asesor de Crecimiento Económico del Ministro de Hacienda presentó el tercer informe, concentrándose en recomendaciones para impulsar la inversión empresarial y la innovación. También hizo hincapié en las ventajas de realizar una revisión fiscal focalizada a fin de crear incentivos para la inversión. Otras recomendaciones importantes formuladas por el consejo incluían las siguientes: 1) una evaluación de las regulaciones empresariales (estableciendo un nuevo Panel de Expertos sobre Agilidad Regulatoria e Innovación) para asegurar que el régimen regulatorio promueva la inversión e innovación empresarial, y 2) la creación de un nuevo Fondo Canadiense de Aprendizaje Permanente para fomentar la adquisición de nuevas herramientas y la capacitación de los trabajadores adultos.

### Recuadro 1.1. Ley de Empleo y Recortes Impositivos de Estados Unidos

La aprobación de la Ley de Empleo y Recortes Impositivos (TCJA, por sus siglas en inglés) en diciembre de 2017 marcó la reforma tributaria más profunda de Estados Unidos desde 1986. Para las empresas, la ley TCJA incluye importantes recortes impositivos, el reconocimiento de inversiones de capital como gastos y un avance hacia un sistema territorial. La reforma del impuesto sobre la renta personal incluye tasas tributarias marginales temporalmente más bajas y deducciones estándar más elevadas.

#### Modificaciones de los impuestos sobre las empresas

Además de bajar la tasa legal del impuesto sobre la renta de las empresas de 35 por ciento a 21 por ciento, la ley introdujo varios otros cambios:

- *Deducción temporaria de inversiones de capital como gasto.* Las empresas podrán deducir plenamente ciertas inversiones de capital (por ejemplo, bienes tangibles con un tiempo de vida económica inferior a 20 años, software y algunas estructuras) hasta 2023, estipulándose un regreso gradual al sistema anterior de cronograma de depreciación de aquí a 2027.
- *Deducciones por intereses.* La deducción de intereses no puede exceder el 30 por ciento de las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA, por sus siglas en inglés) hasta 2022, y 30 por ciento de ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT, por sus siglas en inglés) a partir de entonces (las deducciones no utilizadas pueden trasladarse a ejercicios siguientes).
- *Exenciones de las entidades de traspaso fiscal (“pass-through”).* Aproximadamente el 95 por ciento de las empresas estadounidenses organizadas como entidades de traspaso de impuestos, “pass-through” (donde la renta empresarial distribuida a los propietarios es gravada a las tasas del impuesto sobre los individuos) recibirán una exención de 20 por ciento sobre su renta antes de que se apliquen las tasas tributarias individuales.
- *Disposiciones internacionales.* Los ingresos de fuente extranjera, con las excepciones analizadas más adelante, estarán ahora exonerados de impuestos, con lo cual Estados Unidos se alejará de un sistema tributario internacional para acercarse a un sistema tributario territorial. Este cambio va acompañado de una serie de dispositivos de defensa:
  - Se aplicará un impuesto de repatriación por única vez a las utilidades de multinacionales estadounidenses que actualmente se mantienen en jurisdicciones extraterritoriales (*offshore*), cuyos impuestos han sido diferidos conforme a las viejas normas. El efectivo y los equivalentes de efectivo se gravarán a una tasa de 15,5 por ciento y otros activos al 8 por ciento, a cancelar durante ocho años.
  - Para alentar el regreso de la propiedad intelectual de Estados Unidos actualmente mantenida en jurisdicciones *offshore* de baja tributación, se otorgará a los ingresos intangibles derivados del extranjero (FDII, por sus siglas en inglés) de las empresas estadounidenses una tasa tributaria efectiva reducida de 13,125 por ciento (16,4 por ciento después de 2025).
  - La regla del ingreso global derivado de activos intangibles de baja tributación (GILTI, por sus siglas en inglés) impone un impuesto mínimo sobre los ingresos externos mundiales de una multinacional estadounidense que superen una tasa de rendimiento estándar de 10 por ciento sobre los activos tangibles. La tasa tributaria efectiva sobre el ingreso GILTI es de 10,5 por ciento (y aumentará a 13,125 por ciento después de 2025).
  - Para desalentar la transferencia de utilidades a jurisdicciones con tasas tributarias inferiores a 21 por ciento, las grandes multinacionales que gozan de significativas deducciones tributarias por

Este recuadro fue preparado por Suchanan Tambunlertchai.

Recuadro 1.1 (continuación)

pagos a filiales extranjeras estarán sujetas al “Impuesto antiabuso contra la erosión de la base imponible”, que sirve como un impuesto mínimo de 10 por ciento (12,5 por ciento después de 2025) sobre tales pagos.

### Cambios en el impuesto sobre la renta personal

La reducción de las tasas tributarias marginales entre los diversos tramos del impuesto, por la cual la tasa máxima baja de 39,6 a 37 por ciento, está acompañada de una serie de otras modificaciones. Todas las medidas relativas al impuesto sobre la renta personal expiran después de 2025.

- *Deducciones y exenciones.* Para simplificar el sistema reduciendo el número de contribuyentes que optan por detallar las deducciones, se duplica aproximadamente la deducción estándar (de USD 13.000 a USD 24.000 para los declarantes conjuntos) mientras que se eliminan las exenciones individuales y una serie de deducciones pormenorizadas admisibles.
- *Créditos tributarios.* El crédito tributario por hijos aumenta de USD 1.000 a USD 2.000 y está disponible para una gama más amplia de ingresos familiares. No hay cambios en el crédito tributario por ingresos del trabajo.
- *Impuesto mínimo alternativo.* Este impuesto, que se aplica en gran medida a los hogares adinerados, ha sido rebajado, reduciéndose el número de individuos afectados por él de 5 millones a 200.000.
- *Impuesto sucesorio.* La exención del impuesto sucesorio se duplica a USD 11,2 millones por individuo.
- *Participación en beneficios (carried interest).* *Carried interest* es una proporción de las utilidades distribuida a los administradores de inversión para alentar un mejor desempeño. Tal participación está gravada como ganancias de capital a largo plazo en lugar de la renta ordinaria sujeta a una tasa mayor. La reforma tributaria preservó la ventaja tributaria para la participación en beneficios, pero la limitó a las ganancias sobre activos mantenidos durante al menos tres años.

Se prevé que la reforma del impuesto sobre las empresas reduzca muchas de las distorsiones existentes. Una tasa tributaria más baja y un cambio hacia un sistema territorial hará a las empresas estadounidenses más competitivas, disminuirá la dispersión de las tasas efectivas entre las diversas industrias y reducirá los incentivos para trasladar las utilidades al extranjero. Es posible seguir simplificando el sistema y mejorar su eficiencia. Algunas disposiciones suman nuevas capas de complejidad. La deducción temporal de la inversión de capital como gasto crea una distorsión cronológica que acelerará las inversiones. Los mecanismos para desalentar la

Gráfico 1.1.1. Impactos macroeconómicos de la legislación tributaria de Estados Unidos

#### 1. Estados Unidos: Impacto en el nivel de PIB (Diferencia porcentual respecto del escenario de base)



#### 2. Estados Unidos: Impacto en el nivel de deuda (Porcentaje del PIB; diferencia respecto del escenario de base)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: En los gráficos se indican únicamente los efectos de la reforma tributaria.

**Recuadro 1.1** (continuación)

erosión de la base imponible y las tenencias en el extranjero de la propiedad intelectual podrían lograrse más directamente mediante un impuesto mínimo uniforme aplicado a jurisdicciones de baja tributación.

Los cambios al sistema del impuesto sobre la renta personal aumentarán el ingreso disponible en el corto plazo, debido tanto a los recortes impositivos como a los efectos derrame en los salarios y en el empleo generados por una mayor actividad económica. Ciertos elementos de la reforma pueden quizás aumentar la desigualdad del ingreso (véase un análisis sobre este punto en la sección sobre prioridades de política, en el texto principal del capítulo).

Se prevé que las modificaciones de la política tributaria de Estados Unidos estimulen la actividad, siendo su impacto a corto plazo en ese país determinado en gran medida por la respuesta de la inversión a los recortes de los impuestos sobre la renta de las empresas (gráfico 1.1.1). Se estima que el efecto en la actividad económica de Estados Unidos sea positivo hasta 2020 inclusive, acumulándose hasta llegar a un efecto en el nivel del PIB real de 1,2 por ciento a lo largo de ese año, con incertidumbre en torno a este escenario central. Debido a la naturaleza temporal de una serie de disposiciones, se proyecta que el paquete de políticas tributarias reduzca el crecimiento en los años más alejados.

Se prevé que los efectos directos a nivel internacional generados por las reformas tributarias sean limitados y estén restringidos a las jurisdicciones de baja tributación con grandes inversiones provenientes de compañías multinacionales estadounidenses. Los efectos sobre la demanda causados por un mayor crecimiento y déficits comerciales más elevados de Estados Unidos tenderán a ser más importantes en el caso de los socios comerciales más cercanos, tales como Canadá y México. Los efectos del paquete de medidas en el producto de Estados Unidos y sus socios comerciales explican alrededor de la mitad de la revisión acumulativa del crecimiento mundial durante 2018–19. Al mismo tiempo, los mercados emergentes con deuda denominada en dólares podrían enfrentar el riesgo de un fortalecimiento del dólar de EE.UU.

La reducción de la tasa del impuesto sobre las empresas hará más atractivo para las compañías multinacionales invertir en Estados Unidos y menos atractivo desplazar utilidades fuera de ese país (véase el recuadro 1.3 de la edición de abril de 2018 del informe *Fiscal Monitor*). Esto podría ejercer presión a la baja sobre las tasas del impuesto empresarial en otras jurisdicciones a medida que los países compitan por proteger su base imponible y atraer inversiones tangibles de multinacionales estadounidenses. Al mismo tiempo, el sistema territorial aumenta el atractivo de invertir en otros países que ofrecen tasas tributarias más bajas. Si bien el concepto de ingreso global derivado de activos intangibles de baja tributación (GILTI, o Global Intangible Low-Taxed Income) puede en algunos sentidos mitigar la mayor presión de competencia tributaria, el régimen de ingresos intangibles derivados del extranjero tenderá a intensificarla aún más.

## Referencia

Bilyk, Olga, Alexander Ueberfeldt y Yang Xu. 2017. "Analysis of Household Vulnerabilities Using Loan-Level Mortgage Data". *Financial Stability Review* (noviembre). Banco de Canadá.



## 2. Perspectivas para América Latina y el Caribe: La combinación adecuada de políticas para sustentar la recuperación

*Tras sufrir una contracción en 2016, el crecimiento en América Latina y el Caribe retornó a terreno positivo en 2017, gracias a un favorable entorno externo y mejoras en las condiciones internas. Se prevé que el crecimiento se dinamice aún más en 2018 y 2019. La recuperación es de carácter generalizado en toda la región. En el corto plazo, México, América Central y partes del Caribe se han visto beneficiados por el crecimiento más vigoroso en Estados Unidos, aunque al mismo tiempo las potenciales implicaciones de la reforma tributaria en ese país y las renegociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) están creando incertidumbre. En América del Sur, el impulso al crecimiento proviene del fin de las recesiones en Argentina, Brasil y Ecuador; el alza de los precios de las materias primas y una moderación de la inflación que ha creado margen para una distensión de la política monetaria. Pero el ajuste económico sigue siendo una tarea pendiente. Concretamente, en muchos países es necesario seguir avanzando en la consolidación fiscal para restablecer la sostenibilidad, sobre todo calibrando la calidad, el ritmo y la composición del ajuste fiscal. Las elecciones que tendrán lugar este año en la región podrían agudizar la incertidumbre económica y en materia de políticas. Más adelante, la región tiene ante sí importantes desafíos estructurales. Pese a la recuperación más rápida de lo previsto, el crecimiento del producto de América Latina está retornando a una media mediocre que presenta riesgos a la baja para las perspectivas a mediano plazo. Ante esto, se requiere un programa integral de reformas estructurales, cuyos objetivos deben ser afianzar los marcos institucionales y de políticas, estimular la productividad y fomentar la liberalización del comercio y las finanzas a fin de ayudar a lograr un crecimiento sólido, duradero e inclusivo.*

Este capítulo fue preparado por Carlos Caceres, con la invaluable asistencia de Genevieve Lindow. La sección sobre América Central fue coordinada por Prachi Mishra, Kimberly Beaton, Javier Kapsoli y Gerardo Peraza, con la excelente asistencia de Cristhian Vera. La sección sobre el Caribe fue coordinada por Bert van Selm, contando con la asistencia de Lulu Shui.

### La recuperación cobra ímpetu

Tras una contracción de -0,6 por ciento en 2016, se proyecta que el crecimiento en América Latina y el Caribe (ALC) continúe afianzándose, de un 1,3 por ciento estimado para 2017 a 2 por ciento y 2,8 por ciento en 2018 y 2019, respectivamente (gráfico 2.1). Las razones son un entorno externo favorable y las mejores condiciones internas, particularmente en los países que atravesaron por una recesión en 2016.

### Vientos externos favorables

Las economías latinoamericanas están beneficiándose de una coyuntura externa que está generando importantes vientos a favor para los mercados financieros y la economía real de la región.

- *Solidez de la demanda mundial y el comercio internacional.* La economía mundial se aceleró en 2017, impulsada por una mayor demanda en las economías avanzadas y de mercados emergentes. Se prevé que este ímpetu continúe en el año en curso. El comercio mundial ha estado creciendo con fuerza, de la mano de una pujante demanda externa (gráfico 2.2), y está brindando un estímulo a las exportaciones de la región, contribuyendo al crecimiento y, en ciertos casos, facilitando el ajuste externo. No obstante, pese a su reciente aceleración, las exportaciones de la región no han logrado aprovechar al máximo las ventajas que ofrece el repunte del comercio mundial, y en varios países el crecimiento de las exportaciones reales no se ha mantenido a la par del crecimiento de la demanda externa. Además, las exportaciones de América Latina son menos sensibles a las fluctuaciones favorables de los precios relativos en comparación con otras regiones de mercados emergentes, sobre todo Asia (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).
- *Condiciones financieras acomodaticias.* Los efectos derrame en la región a raíz de la venta

Gráfico 2.1. Perspectivas de crecimiento

1. Crecimiento, 2018<sup>1</sup>



2. Crecimiento del PIB real<sup>2</sup> (Porcentaje)

	2016	2017	Proyecciones	
			2018	2019
<b>ALC</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>
ALC, excluida Venezuela	0,1	1,9	2,6	3,0
América del Sur	-2,4	0,7	1,7	2,5
CAPRD	4,6	4,0	4,3	4,3
El Caribe				
Economías dependientes del turismo	1,6	1,3	1,7	2,1
Países exportadores de materias primas	-4,6	-1,5	0,8	0,9
<b>Partidas informativas:</b>				
AL-6	0,0	1,5	2,5	2,9
Brasil	-3,5	1,0	2,3	2,5
México	2,9	2,0	2,3	3,0

Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Véase la información sobre los grupos de países en la página 121.

ALC = América Latina y el Caribe; CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

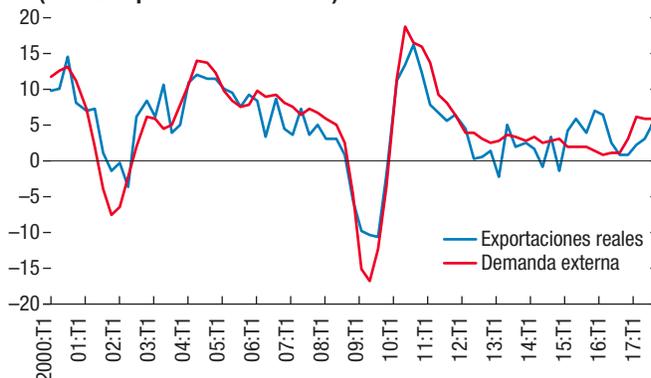
<sup>1</sup>Promedio histórico se refiere al crecimiento promedio correspondiente a 2000–15.

<sup>2</sup>Promedio ponderado por el PIB en función de la paridad del poder adquisitivo.

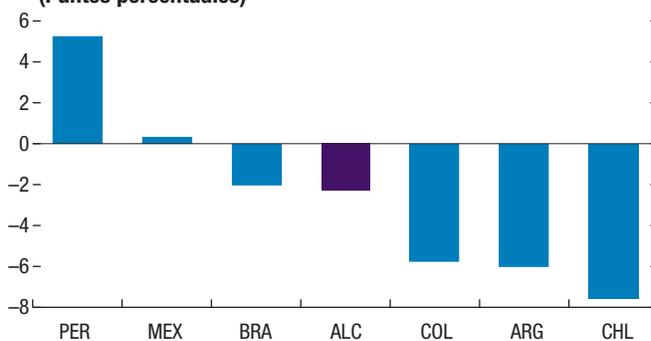
masiva en los mercados de acciones ocurrida a comienzos de febrero de 2018 fueron en general limitados y efímeros; en la mayoría de los países, para finales del mes los precios de las acciones ya habían retornado a los niveles previos al shock. Las opiniones del mercado acerca de América Latina eran dispares: optimismo acerca del ímpetu económico a corto plazo, pero preocupación por las perspectivas de crecimiento a mediano plazo (recuadro 2.1). El abultado calendario electoral en la región implica que las preocupaciones también giran en torno a riesgos políticos y el auge del populismo, además de riesgos externos para los países con mayores necesidades de financiamiento en dólares. A pesar del aumento en la volatilidad, las condiciones financieras

Gráfico 2.2. Demanda externa

1. ALC: Crecimiento de la demanda externa y las exportaciones reales<sup>1</sup> (Variación porcentual interanual)



2. Brecha del desempeño de las exportaciones, 2017:T3<sup>2</sup> (Puntos porcentuales)



Fuentes: FMI, base de datos de Direction of Trade Statistics; FMI, base de datos de Global Data Source; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

ALC = América Latina y el Caribe.

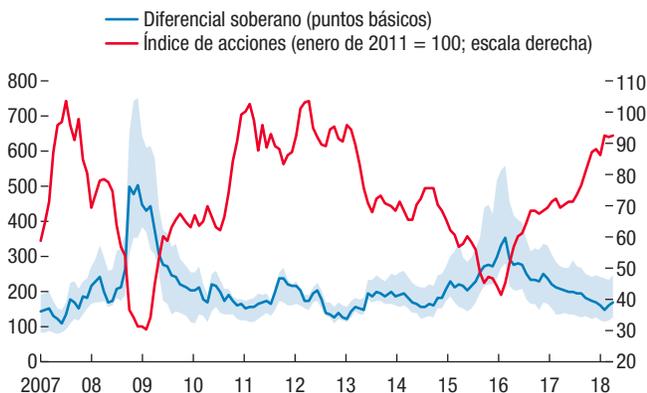
<sup>1</sup>La demanda externa es el componente específico de cada país en el crecimiento de las importaciones de los socios comerciales, ponderado por la proporción de exportaciones a cada socio comercial. Promedio nominal en dólares de EE.UU. ponderado por el PIB de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>2</sup>La “brecha de desempeño de las exportaciones” es la diferencia entre el crecimiento de las exportaciones reales y su componente correspondiente de demanda externa.

mundiales no dejaron de ser acomodaticias, con los precios mundiales de las acciones situados cerca de máximos históricos y las tasas de interés a largo plazo en niveles aún moderados, gracias a lo cual la región tiene acceso a financiamiento en condiciones favorables. Los diferenciales de los bonos soberanos y corporativos siguen siendo bajos y los precios de las acciones son elevados. Las entradas de capitales a la región se estabilizaron y empezaron a aumentar moderadamente en 2017, tras haber sufrido drásticas contracciones en los dos años anteriores. Asimismo, las

Gráfico 2.3. Indicadores financieros

1. Diferencial soberano y precios de las acciones<sup>1</sup>



2. Tipos de cambio bilaterales (Variación porcentual; dólares de EE.UU./moneda nacional)



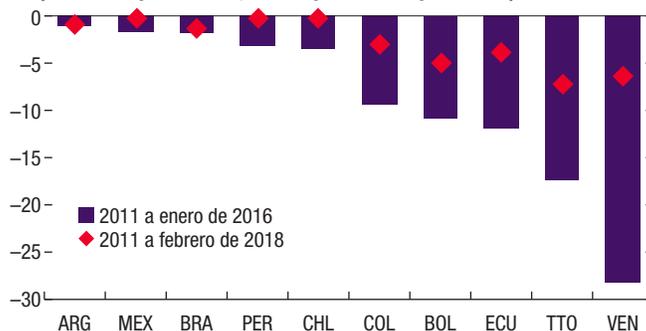
Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Los diferenciales soberanos se refieren a la mediana del diferencial del Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan correspondiente a AL-6; bonos soberanos denominados en dólares de EE.UU. La zona sombreada denota el rango entre puntos mínimo y máximo. AL-6 comprende Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

divisas de libre flotación de la región se han estabilizado en términos generales, y en los últimos 24 meses algunas han recuperado parcialmente algo del terreno que habían perdido (gráfico 2.3).

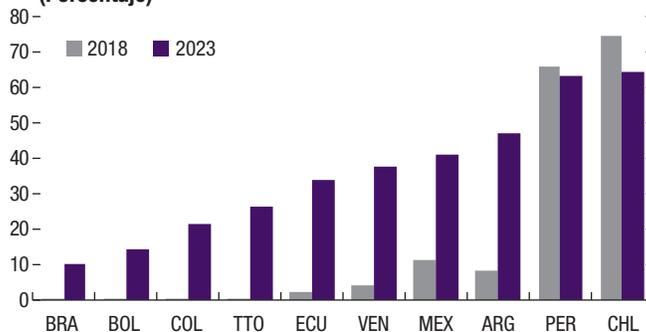
- *Repunte parcial de los precios de las materias primas.* Los precios de las materias primas a escala mundial disminuyeron marcadamente tras el final del superciclo de esos productos. Los precios de los hidrocarburos y los metales cayeron prácticamente a la mitad, desde que tocaron máximos en 2011–12 hasta comienzos de 2016. Esto supuso un importante shock de los términos de intercambio para los exportadores de materias primas de América Latina (gráfico 2.4). Sin embargo, los precios de las materias primas han repuntado

Gráfico 2.4. Términos de intercambio de las materias primas

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



2. Probabilidad de que los términos de intercambio de las materias primas retornen a 'los niveles del boom', o los superen, en 2018 y 2023<sup>1</sup> (Porcentaje)



Fuentes: Caceres y Medina (2015), Gruss (2014), Comtrade de las Naciones Unidas y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. TIMT = términos de intercambio de las materias primas.  
<sup>1</sup>Las barras denotan la probabilidad de que los TIMT de cada país alcancen o superen, para finales de un año determinado, el nivel medio observado durante el período 2011:T1–14:T1, sobre la base de simulaciones estocásticas (1 millón de iteraciones) usando el modelo de movimiento browniano geométrico de Caceres y Medina (2015).

parcialmente desde comienzos de 2016. En algunos casos, los términos de intercambio netos de las materias primas prácticamente retornaron a los niveles alcanzados en el boom —conforme a la evolución de los precios relativos de las importaciones y exportaciones de materias primas—, en particular en los exportadores de materias primas metálicas que, al mismo tiempo, son importadores de petróleo netos (Chile, Perú). Además, en la mayoría de los países de la región ahora hay una mayor probabilidad de que los términos de intercambio de las materias primas retornen a los niveles alcanzados en el boom —o alcancen niveles incluso más altos— tanto en 2018 como a mediano plazo.

## La inversión interna estimula el crecimiento

Los favorables vientos externos complementan la mejora de las condiciones internas. El fin de las recesiones y la subsiguiente recuperación en algunas de las principales economías, sobre todo Argentina y Brasil, ha sido uno de los principales factores detrás del repunte del crecimiento de la región en 2017. Una excepción notable es el caso de Venezuela, que sigue inmersa en una crisis económica y, según estimaciones, su economía se contraerá otro 14 por ciento en 2017. Si se excluye Venezuela, el promedio estimado de crecimiento para la región en 2017 es 1,9 por ciento.

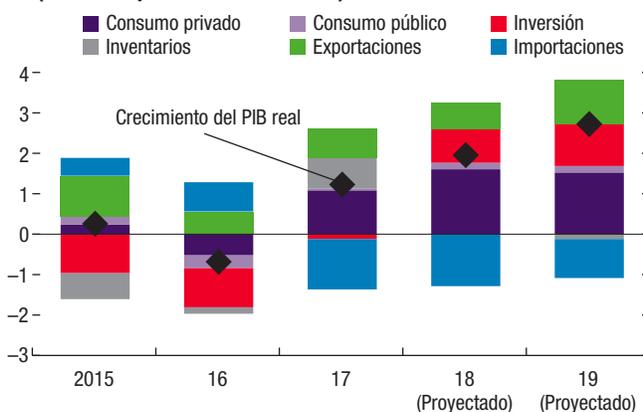
Se prevé que más adelante el crecimiento sea menos heterogéneo en la región y que la actividad económica experimente una aceleración de carácter más generalizado. A diferencia de 2016, cuando el producto se contrajo en siete economías de América Latina y el Caribe, que representaban aproximadamente la mitad del PIB total de la región, para 2019 se proyecta que el crecimiento del PIB real sea positivo en todos los países excepto uno (Venezuela).

Tras la recuperación del consumo privado en 2017, la tan ansiada reactivación de la inversión ya está empezando a cristalizarse. Se estima que la inversión privada a escala regional, que se contrajo durante tres años consecutivos, dejó de ser un lastre para el crecimiento en 2017. Se espera que la inversión privada entre más firmemente en terreno positivo en 2018–19, y que sea el principal motor de la aceleración económica proyectada para este año y el próximo (gráfico 2.5). Pero pese a esta recuperación, se prevé que los niveles de inversión permanezcan por debajo de los niveles observados en otras regiones.

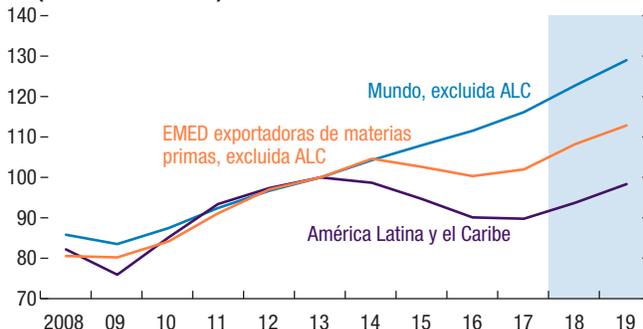
La inflación de los precios al consumidor ha descendido marcadamente a escala regional. En la mayoría de los países de la región con regímenes de metas de inflación, la inflación ha vuelto al rango fijado como objetivo oficial (gráfico 2.6). En los países en los que aún supera dicho rango, se prevé que la inflación se modere en 2018–19, a medida que se disipe el impacto de factores transitorios en el lado de la oferta. Las tasas de desempleo ya tocan

Gráfico 2.5. Crecimiento e inversión

### 1. América Latina y el Caribe: Contribuciones al crecimiento del PIB real<sup>1</sup> (Variación porcentual interanual)



### 2. Niveles de inversión real<sup>2</sup> (Índice: 2013 = 100)

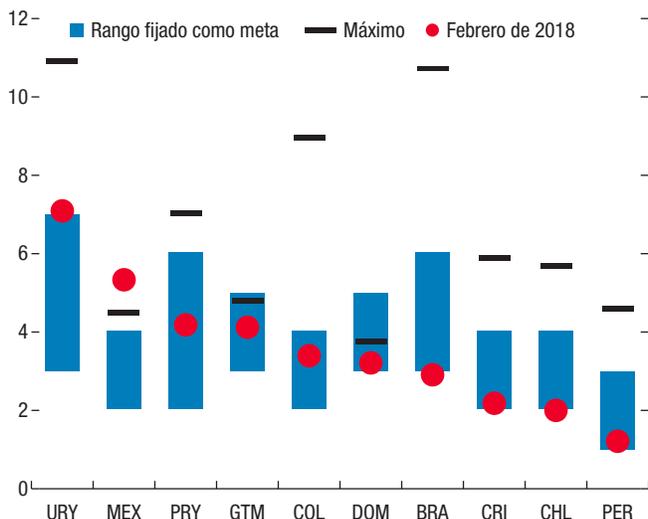


Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Promedio ponderado por el PIB en función de la paridad del poder adquisitivo. ALC = América Latina y el Caribe; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo. <sup>1</sup>Excluye Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía debido a limitaciones en los datos. Los inventarios incluyen discrepancias estadísticas.

máximos en la mayoría de los países, y en los mercados laborales se notan señales de mejora.

Los sectores financieros en la región se han mantenido estables, y presentan sólidos coeficientes de capitalización bancaria y altas tasas de rendimiento. Sin embargo, las utilidades de los bancos dependen en gran medida de los amplios márgenes financieros, ya que la concentración y los costos operativos de los bancos siguen siendo elevados, y eso incide en la eficiencia y competitividad del sector (Enoch *et al.*, 2017). El crédito privado aumentó notablemente durante el boom de las materias primas, dando lugar a una duplicación de la relación crédito/PIB de la

**Gráfico 2.6. Inflación**  
(Variación porcentual en 12 meses)



Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Incluye países con marcos de metas de inflación. Punto máximo entre diciembre de 2013 y diciembre de 2016. Fechas de puntos máximos para Brasil y Perú (enero de 2016); Chile (octubre de 2014); Colombia (julio de 2016); Costa Rica (noviembre de 2014); República Dominicana (diciembre de 2013); Guatemala (octubre de 2016); México (enero de 2014); Paraguay (mayo de 2014); y Uruguay (mayo de 2016). En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

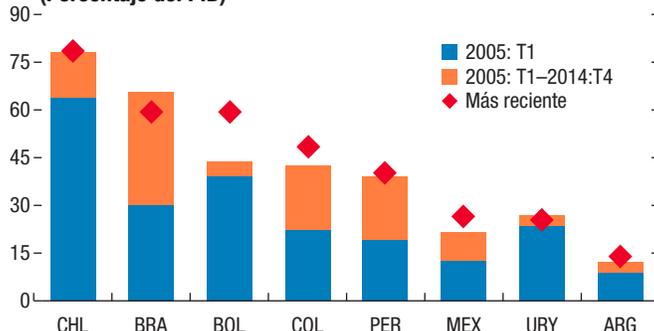
región entre 2005 y 2015, aunque posteriormente se ha estabilizado en términos generales en varios países (gráfico 2.7). Pese a la reciente recuperación, la desaceleración económica de los últimos años supuso un aumento de los préstamos en mora de la región, pero las provisiones son adecuadas y en la mayoría de los países dichos préstamos siguen estando en niveles manejables. Las hojas de balance de las sociedades no financieras continúan afianzándose, conforme la rentabilidad de las empresas aumenta de la mano de la recuperación económica, y los niveles de endeudamiento han disminuido con respecto a los máximos que alcanzaron recientemente.

### Déficits gemelos y proyecciones moderadas a largo plazo

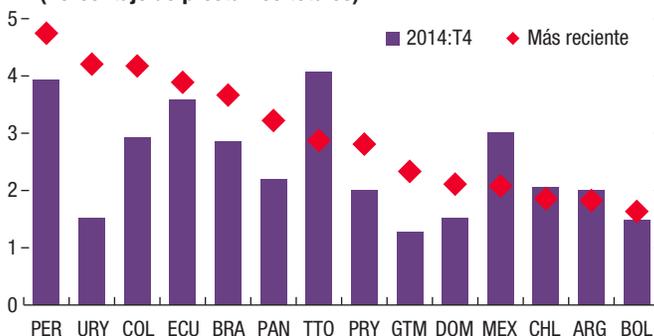
Los déficits en cuenta corriente en la mayoría de los países de la región se han reducido en el último par de años con respecto a los máximos que alcanzaron recientemente (gráfico 2.8). En muchos casos, el ajuste externo en respuesta a los precios más bajos de las materias primas tras el fin del superciclo ya

**Gráfico 2.7. Indicadores de solidez financiera**

#### 1. Crédito al sector privado<sup>1</sup> (Porcentaje del PIB)



#### 2. Préstamos en mora<sup>2</sup> (Porcentaje de préstamos totales)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de International Financial Statistics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

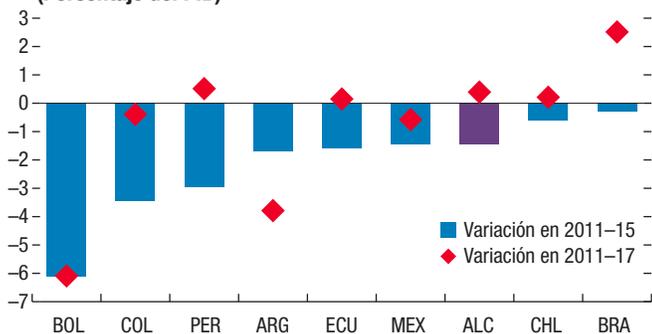
Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.  
<sup>1</sup>Los datos más recientes de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, México y Perú (2017:T4); y los de Colombia y Uruguay (2017:T3).

<sup>2</sup>Los datos más recientes de Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, Perú y la República Dominicana (2017:T3); Bolivia, Colombia, Guatemala, México, Paraguay, Trinidad y Tobago y Uruguay (2017:T4); y los de Panamá (2017:T2).

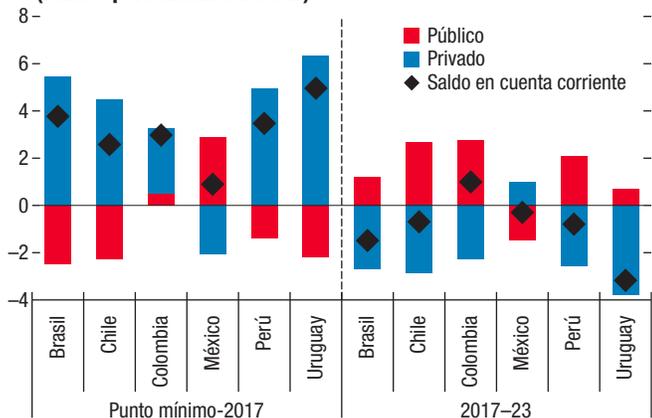
casi ha concluido. La mayor parte del ajuste de la cuenta corriente hasta la fecha ha obedecido sobre todo a mejoras en el equilibrio ahorro-inversión en el sector privado, debidas a la compresión de las importaciones atribuible a los efectos en el ingreso (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Una excepción notable fue México, donde el factor que más contribuyó a la reducción del déficit en cuenta corriente fue la mejora del ahorro público. En adelante, se prevé que los déficits en cuenta corriente vuelvan a expandirse conforme se acelere el crecimiento del consumo interno y, crucialmente, la inversión. Sin embargo, esta vez se espera que la expansión de la inversión del sector privado amortigüe el impacto de la consolidación fiscal en la cuenta corriente.

Gráfico 2.8. Balanza de pagos

1. Saldo en cuenta corriente<sup>1</sup>  
(Porcentaje del PIB)



2. Contribuciones del ahorro y la inversión del sector privado/público a las variaciones de la cuenta corriente<sup>2</sup>  
(Puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. ALC = América Latina y el Caribe.

<sup>1</sup>El agregado de ALC es un promedio ponderado por el PIB nominal en dólares de EE.UU.

<sup>2</sup>Punto mínimo del saldo en cuenta corriente durante el período 2013-15 (Brasil: 2014; Chile y Uruguay: 2013; Colombia, México y Perú: 2015).

Una vez concluido el superciclo de las materias primas, los ingresos fiscales en la mayoría de los países de la región exportadores de esos productos disminuyeron perceptiblemente con respecto a los años del boom (gráfico 2.9). La reducción de los ingresos provenientes de las materias primas fue particularmente notable entre los exportadores de hidrocarburos (Bolivia, Ecuador, México, Trinidad y Tobago y Venezuela). Al mismo tiempo, la tendencia al alza del gasto corriente, que comenzó durante el auge de los precios de las materias primas, continuó en varios países, incluso después de la caída de dichos precios, provocando un deterioro significativo de los balances fiscales y

los coeficientes de endeudamiento en la mayoría de los países de la región. Ante el empeoramiento de los fundamentos fiscales, algunos países han emprendido ajustes, ya sea incrementando los ingresos no relacionados con las materias primas (Argentina, Chile, México, Trinidad y Tobago) o recortando la inversión pública.

A más largo plazo, las perspectivas de crecimiento para la región siguen siendo débiles. Las actuales estimaciones del crecimiento potencial en la región son similares a los modestos promedios a largo plazo. Por otro lado, el crecimiento del PIB per cápita de la región es bastante inferior al de la mayoría de regiones de mercados emergentes, y solo un poco superior al de las economías avanzadas (gráfico 2.10), lo cual dificulta la convergencia hacia el nivel de ingreso de las economías avanzadas. También hay un grado considerable de heterogeneidad dentro de la región, y se observa que en unos pocos países las perspectivas de desarrollo están sufriendo retrocesos marcados (en particular, Venezuela). Sumada a los niveles de inversión relativamente bajos, la baja productividad sigue siendo un freno para el crecimiento general de la región (véase la actualización de octubre de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*), mientras que la asignación ineficiente de recursos de capital y mano de obra parece ser un factor importante detrás del débil crecimiento a largo plazo en la región (recuadro 2.2).

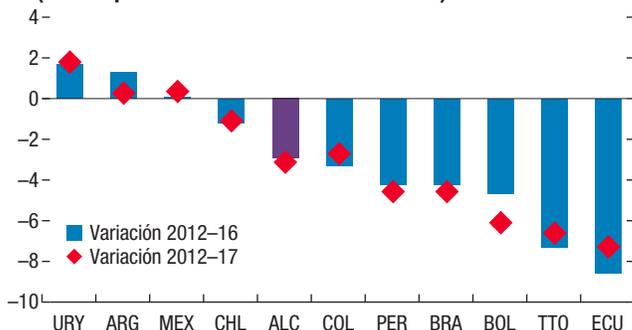
## Riesgos para las perspectivas

A pesar de las mejores perspectivas a corto plazo, persisten diversos riesgos. En el ámbito externo, un endurecimiento repentino de las actuales condiciones financieras mundiales favorables, sumado a virajes populistas en los principales socios económicos —como por ejemplo en los flujos de comercio y migración— podrían descarrilar la recuperación en ciernes en la región. En el ámbito interno, las elecciones, el populismo creciente en algunos países y los escándalos de corrupción podrían tener una fuerte incidencia en las perspectivas económicas.

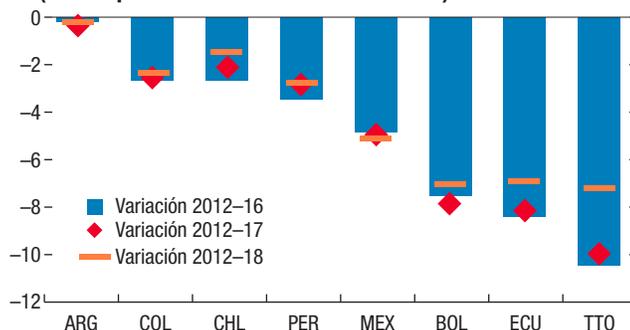
- *Corrección en los mercados financieros mundiales.* Un giro repentino hacia condiciones menos favorables en los mercados financieros

Gráfico 2.9. Indicadores fiscales

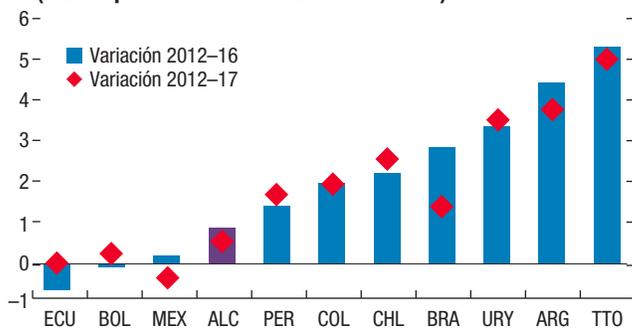
1. Ingresos totales del gobierno  
(Puntos porcentuales del PIB del año fiscal)



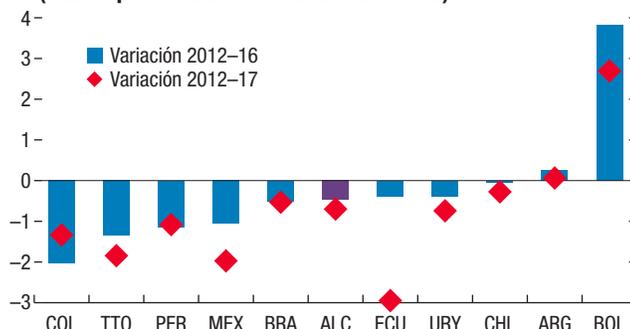
2. Ingresos por materias primas  
(Puntos porcentuales del PIB del año fiscal)



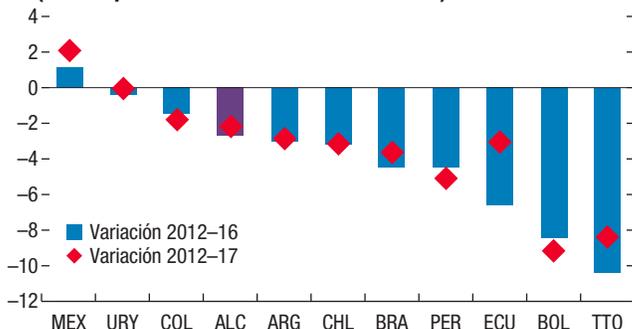
3. Gasto corriente del gobierno  
(Puntos porcentuales del PIB del año fiscal)



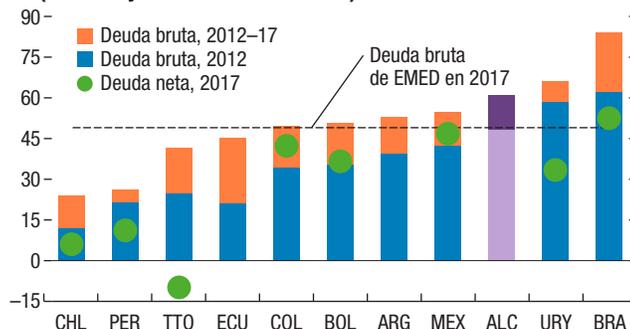
4. Gasto de capital del gobierno  
(Puntos porcentuales del PIB del año fiscal)



5. Balance primario fiscal<sup>1</sup>  
(Puntos porcentuales del PIB del año fiscal)



6. Deuda del gobierno<sup>2</sup>  
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



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

Nota: Véanse en el cuadro del anexo 2.2 las definiciones de cobertura de los gobiernos. El agregado de ALC es el promedio del año fiscal ponderado por el PIB nominal en dólares de EE.UU. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

ALC = América Latina y el Caribe; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

<sup>1</sup>En el caso de México se excluyen ingresos extraordinarios percibidos en 2017.

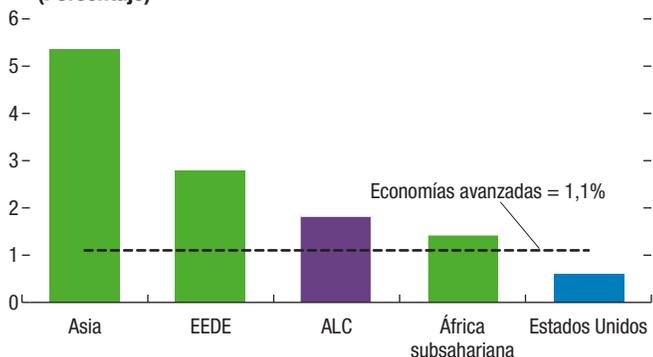
<sup>2</sup>La definición de deuda pública varía entre los países. En el caso de Uruguay, la deuda pública incluye la deuda del banco central. No se dispone de datos de deuda neta de Argentina, Ecuador y América Latina y el Caribe (agregado).

mundiales —debido, por ejemplo, a presiones inflacionarias inesperadamente fuertes en Estados Unidos por el sobrecalentamiento de la economía y el consiguiente endurecimiento más rápido de lo previsto de la política monetaria de ese país y un aumento de la prima por plazos—

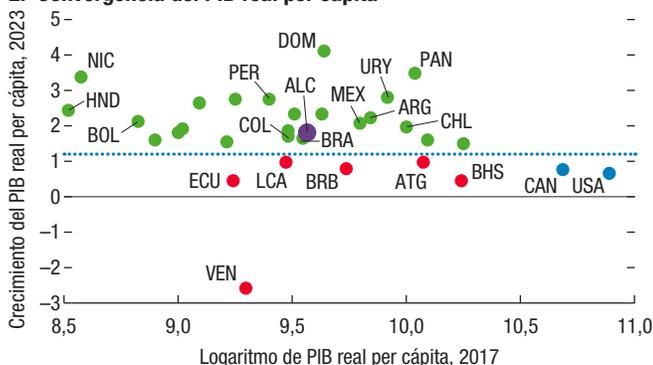
podría tener consecuencias significativas para las tasas de interés a largo plazo, los flujos de capital y las condiciones de financiamiento en general de la región. Los efectos de las tasas de interés de Estados Unidos sobre las tasas de interés locales, en particular los derivados de

**Gráfico 2.10. PIB real per cápita**

**1. Crecimiento del PIB real per cápita, 2023 (Porcentaje)**



**2. Convergencia del PIB real per cápita<sup>1</sup>**



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. ALC = América Latina y el Caribe; Asia = economías emergentes y en desarrollo de Asia; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa.  
<sup>1</sup>Las líneas punteadas indican el crecimiento del PIB real per cápita de 2023 en las economías avanzadas.

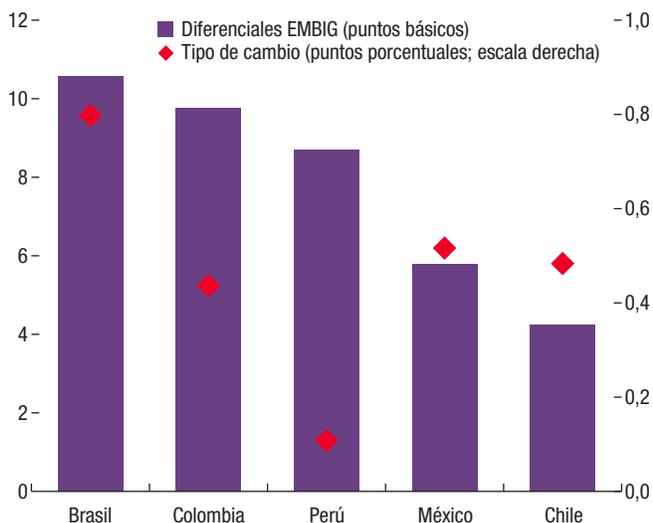
la descompresión de las primas por plazos en Estados Unidos, pueden ser considerables en muchos países de la región (véase el capítulo 3 de la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas*), y la posibilidad es válida tanto para las tasas de interés de corto plazo (México, Perú) como para las tasas de interés de largo plazo (Brasil, Colombia). En términos más generales, las economías más financieramente integradas de la región —Brasil, Chile, Colombia, México y Perú— continúan expuestas al riesgo de una evolución adversa en los mercados financieros mundiales (gráfico 2.11). Los precios de los activos financieros en estos países presentan un alto grado de sincronización, y los flujos de capital a la región son muy susceptibles a los shocks mundiales (véase el capítulo 4 de la edición

de abril de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). En general, la posibilidad de condiciones financieras más restrictivas implica riesgos a la baja para los flujos de capital a la región, pero la mejora de las perspectivas para los exportadores de materias primas, gracias al repunte parcial de los precios, es en cierto grado un aliciente para dichos flujos. Además de las tendencias históricas, los recientes episodios de volatilidad en el mercado también ponen de manifiesto la vulnerabilidad de los países que dependen del financiamiento externo cuantioso, como Argentina, a los cambios en la actitud de los inversores extranjeros.

- *Decreciente respaldo popular para la integración económica mundial y riesgos de un viraje hacia políticas proteccionistas.* Un incremento de las barreras arancelarias y no arancelarias podría descarrilar el actual repunte del comercio mundial, con graves efectos concomitantes para la recuperación en la región. Están en marcha las negociaciones sobre el TLCAN. La propuesta reciente de Estados Unidos de imponer restricciones a las importaciones es un mal augurio para dichas negociaciones y contribuyó a agravar la incertidumbre. México, América Central y el Caribe, en particular, siguen siendo vulnerables a la evolución macroeconómica y de las políticas en Estados Unidos por vía de los canales del comercio y las remesas (gráfico 2.12; véase también el capítulo 5 de la edición de abril de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).
- *Vínculos comerciales con China.* Estos vínculos siguen siendo un importante factor propulsor de la demanda externa para América del Sur. Por tal motivo, y en combinación con el reequilibrio de la economía interna que está en curso en China, la acumulación de vulnerabilidades financieras en ese país como consecuencia de la creciente deuda del sector no financiero podría dar lugar a potenciales efectos derrame en la región a través de los vínculos comerciales y los precios de las materias primas.
- *Factores no económicos, incluidas tensiones geopolíticas y fenómenos meteorológicos extremos.* Las tensiones geopolíticas en otras regiones podrían incidir negativamente en los mercados financieros mundiales, los precios de las materias

**Gráfico 2.11. Sensibilidad a variaciones del VIX**

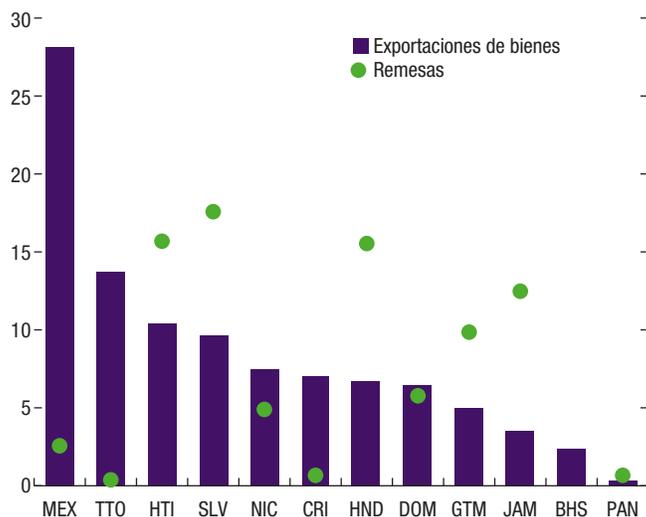
(Respuesta a un aumento de un punto en el VIX)



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Funciones impulso-respuesta acumuladas al cabo de tres meses frente a un aumento de un punto del VIX. Con respecto a los tipos de cambio, los valores positivos denotan depreciaciones. EMBIG = Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan (bonos soberanos denominados en dólares de EE.UU.); VIX = Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago.

**Gráfico 2.12. Exportaciones a Estados Unidos y remesas de Estados Unidos**

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Mundial, base de datos sobre migración y remesas; FMI, base de datos de Direction of Trade Statistics; FMI, base de datos del informe WEO; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

primas, la actividad económica mundial y la demanda externa, con efectos derrame en la región. El impacto del cambio climático y los fenómenos meteorológicos extremos y desastres naturales que se repiten constituyen una fuente de riesgo importante para ciertas partes de la región, sobre todo el Caribe (recuadro 2.3).

- *Ciclo electoral en América Latina.* El año 2018 es importante en el calendario político de la región. Este ciclo de elecciones es un aspecto importante del proceso democrático de la región, pero también podría generar incertidumbre en materia económica y de políticas. En este contexto, el aumento del populismo supone riesgos para la ejecución de reformas muy necesarias en muchos países de la región.
- *Efectos derrame en la región de la situación en Venezuela.* Las condiciones sociales en Venezuela se han deteriorado drásticamente, debido al desplome del poder adquisitivo, la creciente escasez de bienes de primera necesidad (alimentos, artículos de higiene personal, medicamentos), un colapso del sistema de salud y elevados índices de delincuencia. La crisis humanitaria ha provocado un notable

aumento de la emigración a Colombia, Brasil y, en menor medida, a Argentina, Chile, Ecuador y Perú, lo cual genera presión sobre los servicios sociales en estos países. Otros canales de transmisión de la crisis de Venezuela son menos importantes. Los efectos derrame por vía del comercio y los acuerdos de PetroCaribe, si bien revisten importancia para ciertos países, ya se han materializado. Los inversores ya consideran que la deuda de Venezuela es un activo problemático, pero sin posibilidad de contagio a los activos de otros mercados emergentes.

## Prioridades de política

En el contexto de una recuperación económica que está cobrando impulso, una inflación moderada y un conjunto de riesgos cada vez más amplio, formular e implementar la combinación adecuada de políticas sigue siendo una tarea crucial. Concretamente, en los casos en que se justifica llevar a cabo una consolidación fiscal, se debe procurar mejorar la calidad del ajuste, mientras que la política monetaria podría enfocarse en brindar apoyo al crecimiento, siempre que las expectativas inflacionarias estén bien ancladas. Un conjunto integral y bien concebido

de políticas estructurales que fomente la inversión y la participación del sector privado contribuiría a estimular el crecimiento potencial de una manera inclusiva y sostenible.

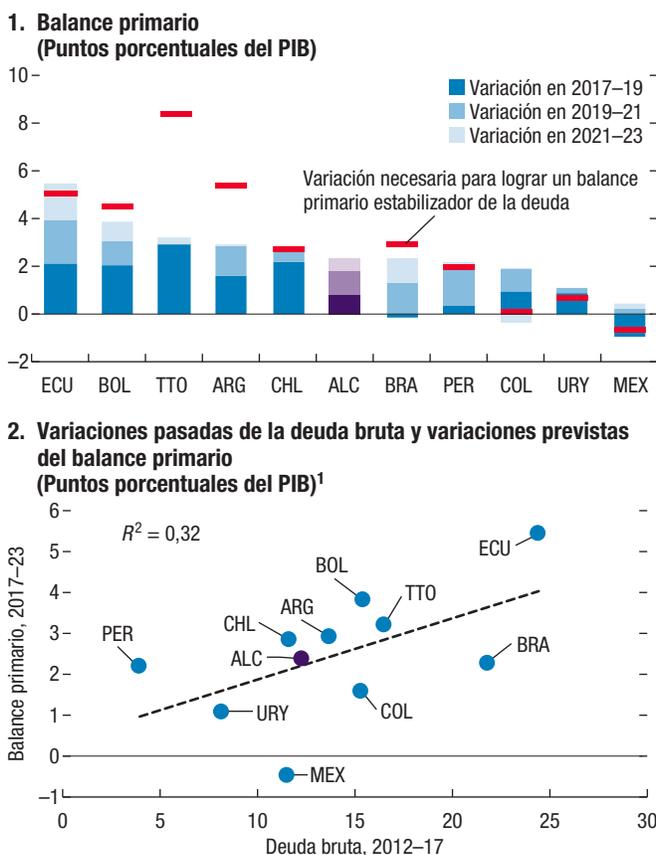
### Mejorar la calidad del ajuste fiscal

El fin del superciclo de las materias primas dio lugar a una drástica caída de los ingresos provenientes de esos productos y a un marcado deterioro de los balances fiscales. En algunos países, la situación se vio exacerbada por una desaceleración de la demanda interna y por crisis económicas. El deterioro de la dinámica de la deuda, agravado por los bajos precios previstos de las materias primas y la consiguiente reducción de las reservas fiscales, requiere un ajuste fiscal adecuado.

La mayoría de los países de la región han empezado a ejecutar el ajuste fiscal o tiene planes de hacerlo en los próximos años. Dadas la recuperación parcial de los precios de las materias primas y las favorables condiciones de financiamiento, la pregunta fundamental sigue girando en torno a cuál ha de ser la magnitud del ajuste que los países aún deben realizar en el futuro. En algunos casos, el ajuste fiscal necesario —en términos de las variaciones del balance fiscal primario requeridas para lograr un nivel que estabilice la deuda— es relativamente pequeño. Pero en la mayoría de los países, los balances primarios aún están muy por debajo de los niveles que permiten estabilizar la deuda, sobre todo en Argentina, Bolivia, Brasil y Trinidad y Tobago, lo que apunta a la necesidad de un esfuerzo fiscal importante y sostenido. En general, y como era de prever, en los países cuyos coeficientes de deuda aumentaron más tras el fin del superciclo de las materias primas, los planes de consolidación fiscal para los próximos años son de mayor alcance (gráfico 2.13). En algunos países, los planes de ajuste son más intensos al inicio, previéndose que el grueso de la consolidación ocurra este año y el próximo (Chile, Trinidad y Tobago), en tanto que otros países han optado por un ajuste fiscal más gradual y más intenso en las etapas posteriores (Brasil, Perú).

En términos generales, el objetivo del ajuste fiscal debe ser situar los coeficientes de deuda en una trayectoria sostenible, y por eso el ritmo y la composición del ajuste deben procurar apoyar y proteger el crecimiento y el gasto que

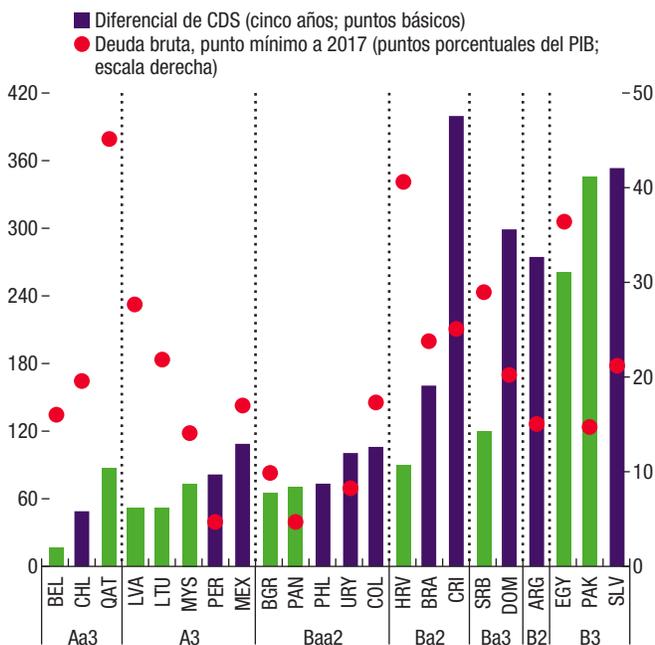
Gráfico 2.13. Balance primario



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: El agregado de ALC es el promedio del año fiscal ponderado por el PIB nominal en dólares de EE.UU. En el caso de Argentina, datos sobre el balance primario y la deuda bruta corresponden al gobierno federal. En el caso de México se excluyen ingresos extraordinarios percibidos en 2017. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. ALC = América Latina y el Caribe. ¹La definición de deuda pública varía entre los países. En el caso de Uruguay, la deuda pública incluye la deuda del banco central.

fomenta la productividad. Pero para lograr ese cometido es esencial comprender el efecto que la consolidación fiscal tiene en el crecimiento, es decir, los “multiplicadores fiscales”. Del análisis de los episodios de consolidación fiscal en la región se desprende que la magnitud del impacto en el crecimiento es algo mayor de lo que se había pensado (capítulo 4). Además, dado que los multiplicadores de la inversión pública son mayores que los del consumo público, los programas de consolidación deben procurar preservar los primeros en la medida de lo posible. En los casos en que la sostenibilidad o la credibilidad fiscal pudiera estar en riesgo, las autoridades deben abordar esas preocupaciones mediante un ajuste más intenso al inicio del proceso. Por otro lado, un plan de ajuste

**Gráfico 2.14. Calificaciones crediticias soberanas, diferenciales de CDS y deuda bruta**

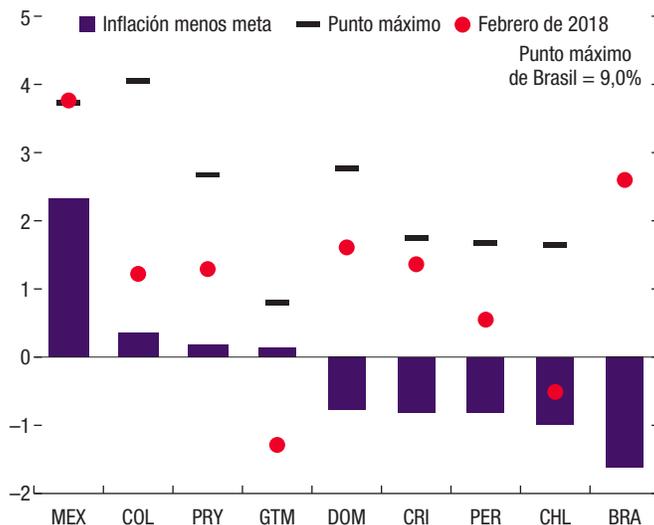


Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Las calificaciones crediticias soberanas se basan en la escala de calificaciones de Moody's al 30 de marzo de 2018. Los diferenciales de los CDS (swaps de riesgo de incumplimiento del deudor) a cinco años se refieren al promedio de 2018 hasta la fecha. Nivel mínimo de deuda bruta en el período 2007–16. El nivel de deuda bruta de Filipinas de 2017 está por debajo del nivel mínimo. La definición de deuda pública varía entre los países. En el caso de Uruguay, la deuda pública incluye la deuda del banco central. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

fiscal bien concebido y transparente, además de que podría gozar de un mayor respaldo público, reforzaría la credibilidad de las políticas y la confianza de los inversores, lo cual también propicia condiciones de financiamiento más favorables, sobre todo para los países que pagan diferenciales de tasas de interés más altos que los de otros países con calificaciones crediticias similares (gráfico 2.14).

El ajuste fiscal podría complementarse con una reforma fiscal de mayor alcance. En este contexto, la reforma de la seguridad social con el fin de contener futuras presiones fiscales derivadas de los cambios demográficos —en particular las relacionadas con el gasto en pensiones y salud pública (véase la actualización de octubre de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*)— contribuiría mucho a mejorar las perspectivas para la sostenibilidad fiscal a largo plazo, y con efectos relativamente reducidos sobre el crecimiento a corto plazo.

**Gráfico 2.15. Tasas de política reales y brecha de inflación (Porcentaje)**



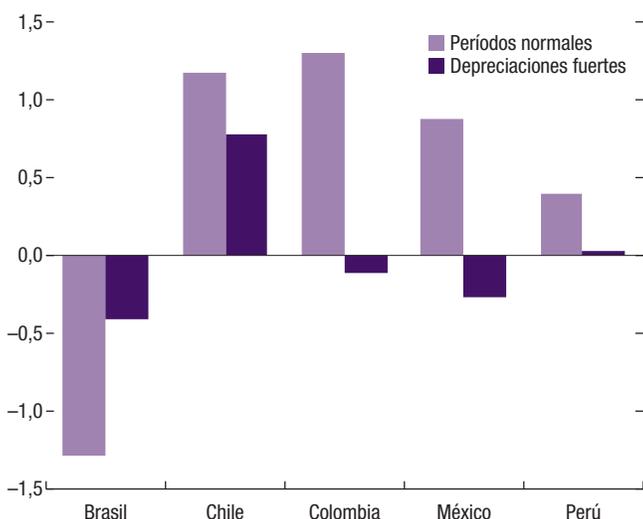
Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Tasas de interés de política monetaria reales (ex ante) calculadas como la diferencia entre la tasa de política y las expectativas inflacionarias a un año. Se considera como meta el punto medio del rango de inflación fijado como meta. Punto máximo de la tasa de política real desde diciembre de 2013. Las fechas de los puntos máximos corresponden a Brasil (agosto de 2016); Chile (diciembre de 2013); Colombia (enero de 2017); Costa Rica (noviembre de 2017); Guatemala (febrero de 2014); México (febrero de 2018); Paraguay (enero de 2015); Perú (abril de 2017); y la República Dominicana (diciembre de 2014). En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

### Reforzar la eficacia de la política monetaria apoyando a la vez el crecimiento

El reciente descenso de la inflación en varios países de la región ha creado margen para adoptar una política monetaria más laxa. De hecho, con la inflación situada dentro (o cerca) de las bandas fijadas como meta y las expectativas inflacionarias actualmente bien ancladas, la mayoría de los bancos centrales que emplean marcos de metas de inflación han recortado sus tasas de política monetaria (gráfico 2.15).

En adelante, dado el entorno de consolidación fiscal en varias economías de la región, la política monetaria podría respaldar la recuperación económica que está en curso y a la vez mantener las expectativas inflacionarias bien ancladas. Para lograrlo, y a fin de apuntalar la credibilidad y la eficacia de la política monetaria, los bancos centrales deben procurar reforzar sus marcos institucionales y de operaciones.

**Gráfico 2.16. Elasticidad de las tasas de los bancos centrales ante variaciones de la brecha del producto**  
(Puntos porcentuales; promedio 2000–17)

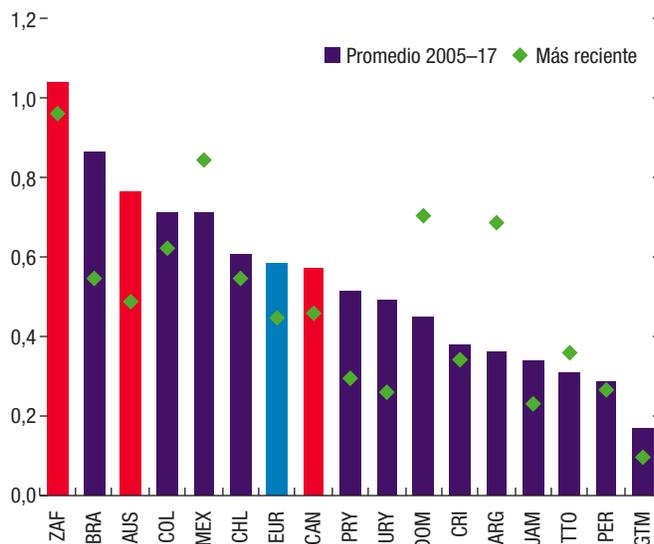


Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Consensus Economics, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Elasticidades de las tasas de política real (ex-ante) ante las variaciones de las brechas del producto, controlando las desviaciones de las expectativas inflacionarias con respecto a la meta. Las expectativas inflacionarias son las expectativas inflacionarias a dos años de Consensus Economics. Las depreciaciones fuertes son períodos caracterizados por una depreciación media del tipo de cambio con respecto al dólar de EE.UU. superior al 5 por ciento en los últimos 12 meses.

Estrategias de comunicación más eficaces y la mayor transparencia de los bancos centrales —por ejemplo, mediante comunicados de prensa y la publicación de las minutas de las reuniones sobre política monetaria— pueden ser herramientas muy útiles para mejorar la previsibilidad y la capacidad de influencia de las políticas (capítulo 3). Esto a su vez ampliaría el margen de maniobra del que disponen los bancos a la hora de hacer frente a shocks transitorios en el lado de la oferta, y los ayudaría a preservar o incrementar su credibilidad. En este sentido, son dignos de elogio los avances logrados en la implementación de regímenes de metas de inflación, y que se han visto reflejados en parte en un menor efecto de traspaso de los tipos de cambio a la inflación interna en varios países de la región (véase el capítulo 4 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). No obstante, los bancos centrales de la región aún enfrentan dificultades a la hora de abordar episodios de volatilidad del tipo de cambio y grandes depreciaciones. En este contexto, los episodios de fuertes depreciaciones de la moneda han llevado a la adopción de políticas monetarias de

**Gráfico 2.17. Variabilidad del tipo de cambio**  
(Desviaciones estándar móviles a seis meses de las variaciones diarias)



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los datos más recientes cubren hasta el 30 de marzo de 2018. Tipos de cambio bilaterales frente a dólares de EE.UU. EUR denota el tipo de cambio dólar de EE.UU.-euro. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

orientación procíclica, incluso cuando las expectativas inflacionarias estaban bien ancladas (gráfico 2.16).

Al haber facilitado el ajuste externo, la flexibilidad cambiaria le ha reportado beneficios a la región (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Sin embargo, el grado de flexibilidad del tipo de cambio ha variado en los distintos países de la región, incluso entre economías expuestas a shocks similares (gráfico 2.17). Al mantener la flexibilidad del tipo de cambio se reforzaría la resistencia y fortaleza frente a los shocks externos, como las variaciones súbitas de las condiciones financieras mundiales, lo cual reduciría la probabilidad de un cambio en la dirección de los flujos de capital, con sus consiguientes efectos perturbadores.

### Las moderadas perspectivas de crecimiento exigen reformas estructurales más profundas

El afianzamiento de la actual recuperación cíclica en la región es sin duda un hecho positivo. Sin embargo, las perspectivas regionales a largo plazo siguen siendo sombrías. Es necesario fomentar el crecimiento potencial y la productividad, y eso

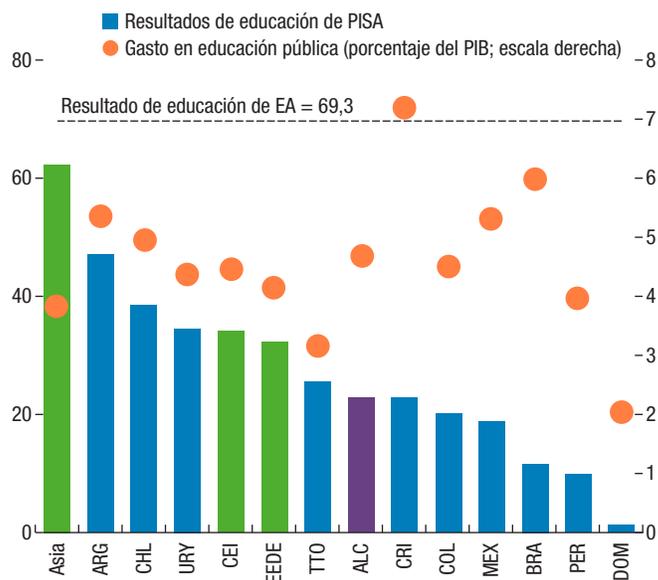
requiere de un programa profundo e integral de reformas estructurales.

Para elevar el crecimiento potencial de la región es necesario un esfuerzo sostenido de políticas en varios frentes, tales como educación, salud, clima empresarial y regulatorio e igualdad de género y participación de la mujer. Concretamente, para lograr un crecimiento sólido, duradero e inclusivo también será necesario abordar la desigualdad en América Latina y el Caribe. Pese a avances recientes en lo que se refiere a la reducción de la pobreza y la desigualdad del ingreso, particularmente en los países exportadores de materias primas, la región sigue siendo la más desigual del mundo. Dado que la dotación de recursos fiscales será más limitada en el futuro, y que las tasas de pobreza están aumentando ligeramente, las políticas deben enfocarse en proteger los avances ya logrados en materia social (capítulo 5). Mejorar la seguridad y la prevención de la delincuencia también es una tarea crucial en las partes de la región donde los índices de delincuencia crónicamente elevados son un obstáculo importante para el crecimiento (recuadro 2.4).

En este contexto, las prioridades en materia de política son las siguientes:

- *Desarrollar el capital humano* mediante un gasto más eficiente en educación con el fin de fomentar la productividad y generar un crecimiento más inclusivo y equitativo. En ALC, el nivel y los logros educativos siguen siendo bajos en comparación con otras regiones de mercados emergentes, a pesar de que la región destina más recursos a educación que otras regiones (gráfico 2.18).
- *Abordar los cuellos de botella de infraestructura* (véase el capítulo 5 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*), con lo cual también se ayudaría a elevar los niveles de inversión en la región, que siguen siendo más bajos que en otras regiones de mercados emergentes, incluida África subsahariana (gráfico 2.19).
- *Mejorar la gestión de gobierno y el clima de negocios*, centrando la atención sobre todo en combatir la corrupción, un problema de importancia para la región dada su negativa incidencia en la confianza, la inversión privada

**Gráfico 2.18. Resultados y gasto en educación**  
(Clasificación en percentiles)



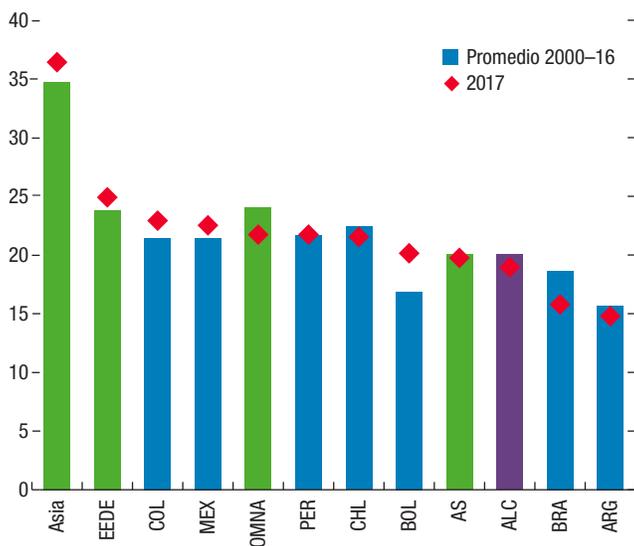
Fuentes: Banco Mundial, base de datos de Indicadores del Desarrollo Mundial; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Programa Internacional de Evaluación de los Alumnos 2015 (PISA); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Últimos datos disponibles. Promedio simple. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. ALC = América Latina y el Caribe; Asia = economías emergentes y en desarrollo de Asia; CEI = Comunidad de Estados Independientes; EA = economías avanzadas; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa.

y el desarrollo (FMI, 2017a). Los indicadores de percepción de corrupción a nivel regional son en general comparables con los de otros mercados emergentes y acordes con el grado de desarrollo de la región. Sin embargo, se observan diferencias significativas entre los distintos países de la región, incluso después de tener en cuenta diferencias en el ingreso per cápita (gráfico 2.20).

- *Impulsar la liberalización financiera y del comercio.* Los niveles de apertura comercial en ALC son bajos si se los compara con los de otras regiones, y el problema es más pronunciado en algunas de las principales economías de la región, en particular Argentina y Brasil (gráfico 2.21). La integración regional podría ser una herramienta eficaz para fomentar la apertura y avanzar hacia una mayor integración a escala mundial (FMI, 2017b; Enoch *et al.*, 2017). En este contexto, el Tratado Integral y Progresista de Asociación Transpacífico, firmado a principios de marzo por 11 países de la región, incluidos Chile, México y Perú, aumentaría el comercio con Asia.

**Gráfico 2.19. Formación bruta de capital fijo**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Promedio ponderado por el PIB en función de la paridad del poder adquisitivo. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. ALC = América Latina y el Caribe; AS = África subsahariana; Asia = economías emergentes y en desarrollo de Asia; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

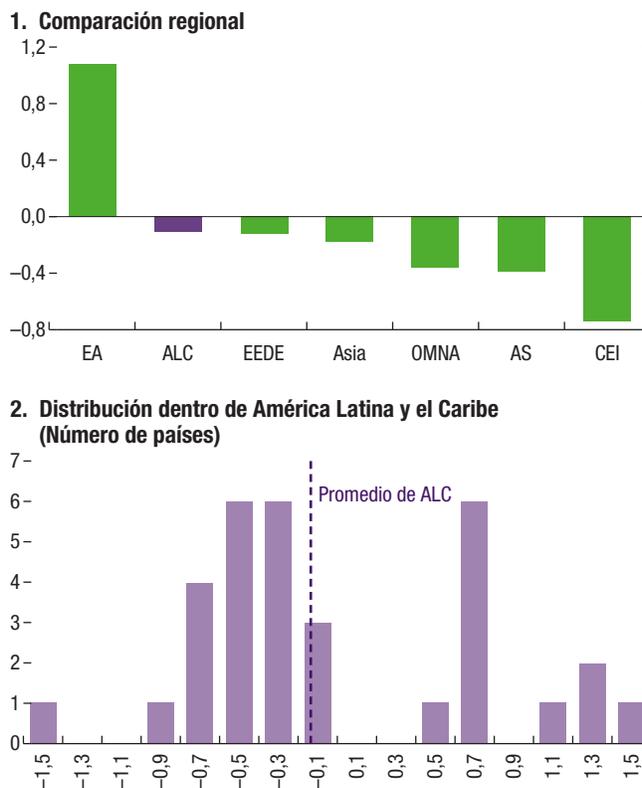
## América del Sur

### Evolución y perspectivas

Tras sufrir una fuerte contracción en 2015–16, el crecimiento en América del Sur se reanudó en 2017 y registró un promedio de 0,7 por ciento (en términos de paridad del poder adquisitivo). Con el respaldo de un entorno externo favorable y precios de las materias primas relativamente altos, y con el impulso de la recuperación cíclica de la demanda interna, se prevé que el crecimiento de América del Sur se acelere aún más en 2018 y 2019. En los agregados regionales el factor predominante es la recuperación de las economías más grandes, especialmente Argentina y Brasil.

En *Argentina*, la economía continuó expandiéndose en el cuarto trimestre. Según los indicadores de alta frecuencia, la actividad económica seguía siendo pujante a comienzos de 2018, pero la grave sequía que azotó el país tendrá un impacto negativo en la producción agrícola y las exportaciones. De ahí que el actual pronóstico de crecimiento del PIB real sea de 2,0 por ciento en 2018, es decir, inferior

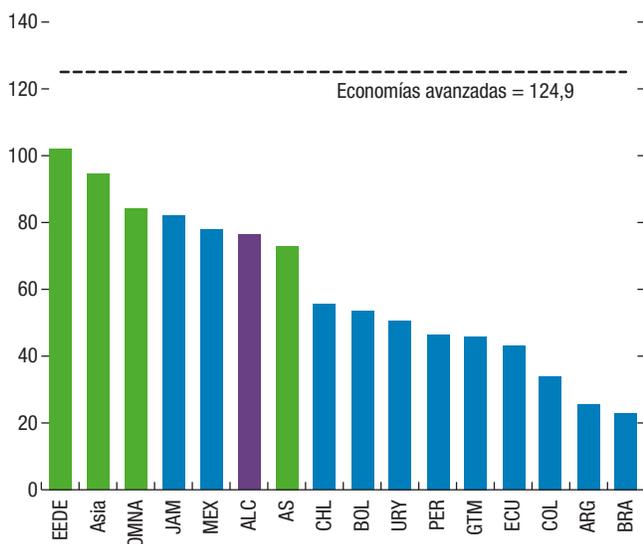
**Gráfico 2.20. Niveles de percepción de corrupción ajustados en función del ingreso, 2016**  
(Valores más altos = niveles más bajos de percepción de corrupción)



Fuentes: Banco Mundial, base de datos de Indicadores del Desarrollo Mundial; Worldwide Governance Indicators de Daniel Kaufmann (Natural Resource Governance Institute y Brookings Institution) y Aart Kraay (Banco Mundial); y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Promedio simple. La corrupción percibida ajustada en función del ingreso denota el residuo proveniente de regresiones de calificaciones puntuales de control de la corrupción sobre el PIB real per cápita. Al usar otros indicadores de percepción de corrupción se obtienen resultados similares. Los gráficos muestran resultados basados en el control de la corrupción teniendo en cuenta la amplia cobertura a nivel del país. Al igual que con cualquier indicador de percepción, las estimaciones puntuales están sujetas a incertidumbre. En el capítulo de un libro de próxima publicación se presentarán más detalles sobre los resultados. ALC = América Latina y el Caribe; AS = África subsahariana; Asia = economías emergentes y en desarrollo de Asia; CEI = Comunidad de Estados Independientes; EA = economías avanzadas; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

a lo pronosticado en la actualización del informe WEO de enero. Aún se prevé que el crecimiento repunte a 3,2 por ciento en 2019, ya que el efecto negativo de la sequía se revertirá, y se cuenta con que los mayores salarios reales y las pensiones sustentarán el consumo privado y que la inversión privada continuará repuntando gradualmente. Se espera que el déficit fiscal primario disminuya conforme a las metas fijadas por las autoridades a nivel federal, sobre todo como resultado de la

**Gráfico 2.21. Apertura comercial, 2017**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Promedio simple. La apertura comercial se mide como la suma de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios como proporción del PIB. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. ALC = América Latina y el Caribe; AS = África subsahariana; Asia = economías emergentes y en desarrollo de Asia; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

anunciada reducción de subsidios, y en consonancia con la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal a nivel provincial. No obstante, el déficit fiscal global se reducirá a un ritmo más lento, debido al mayor gasto en intereses. Se prevé que la inflación continúe descendiendo, pero a un ritmo más pausado que el fijado como meta por el banco central, no solo por los vientos en contra derivados de las nuevas alzas de las tarifas de los servicios públicos sino también por el repunte de las expectativas inflacionarias tras la elevación de las metas de inflación y la adopción de una política monetaria con orientación más laxa a finales de 2017 y comienzos de 2018. Una continua reducción del déficit fiscal primario (mediante una mayor reducción inicial del gasto primario corriente) ayudaría a anclar las expectativas inflacionarias en el marco de tasas de interés más bajas, a reducir la vulnerabilidad relacionada con las fuertes necesidades brutas de financiamiento fiscal y a encauzar el coeficiente de deuda pública en una trayectoria más sostenible. Para lograr un crecimiento más vigoroso, sostenible e inclusivo, se precisará un mayor avance del programa de reformas estructurales para eliminar las distorsiones y los cuellos de botella pendientes.

El crecimiento en *Bolivia* sigue siendo uno de los más fuertes de la región, pero el país se enfrenta a importantes desafíos a mediano plazo. Desde el shock de los términos de intercambio registrado en 2014, el gobierno ha puesto en marcha políticas fiscales y monetarias expansivas, que se han financiado recurriendo a los ahorros acumulados durante el auge en los precios de las materias primas y a un mayor endeudamiento. El PIB real creció 4,2 por ciento en 2017, y se proyecta que crezca 4 por ciento en 2018. Sin una modificación sustancial de la orientación de la política, es de prever que los cuantiosos déficits fiscal y en cuenta corriente que surgieron en 2014 persistan, aunque en niveles más bajos, debido en parte a la recuperación de los precios de las materias primas. Para contener los riesgos y estimular el crecimiento potencial en el contexto del tipo de cambio estabilizado, las autoridades deben endurecer paulatinamente la política fiscal, mejorar la eficacia del gasto social, eliminar gradualmente las metas de crédito y los toques de las tasas de interés y ejecutar reformas estructurales de importancia clave, por ejemplo, en los mercados de productos y de trabajo. Los esfuerzos para mejorar el marco regulatorio y de supervisión de las instituciones financieras deben continuar.

En *Brasil*, tras la marcada contracción de la actividad en 2015 y 2016, la recuperación cobró ímpetu en 2017, gracias al impulso de la demanda interna. Se prevé que el PIB real crezca 2,3 por ciento en 2018, en virtud de las condiciones externas favorables y de una recuperación del consumo y la inversión del sector privado. El repunte de la actividad implicará un deterioro moderado de la cuenta corriente. Se prevé que la inflación se acelere gradualmente, de un nivel de 3 por ciento hacia el punto medio de la meta de inflación en 2019, debido a la orientación acomodaticia de la política monetaria y a un aumento de la inflación de precios de los alimentos. La consolidación fiscal continuó en 2017, con mejoras en la recaudación de ingresos y la postergación de gastos discrecionales. El presupuesto actual implica una orientación fiscal expansiva en 2018, seguida de una consolidación fiscal a partir de 2019, con reducciones anuales del gasto del gobierno federal de 0,5 por ciento del PIB a lo largo de los próximos 10 años. La reforma de la seguridad social, postergada a raíz de acontecimientos políticos, es crucial para garantizar la viabilidad del sistema de

pensiones y la sostenibilidad de las finanzas públicas. La reforma de otras erogaciones obligatorias, entre ellas la masa salarial, también es importante para cumplir la regla constitucional relativa al gasto y garantizar la sostenibilidad fiscal. El ciclo económico positivo brinda margen para un ajuste fiscal que sea más intenso al inicio y para implementar reformas estructurales con el fin de mejorar la asignación de crédito, abrir la economía al comercio internacional, aumentar la calidad de la infraestructura, simplificar el sistema tributario y reducir los trámites burocráticos. Sin embargo, un riesgo clave es que el programa de políticas se modifique debido a las elecciones presidenciales en octubre, y que esto dé lugar a volatilidad en el mercado y a una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de mediano plazo.

En *Chile*, la actividad económica está tomando impulso tras una prolongada desaceleración, gracias a mejoras en las condiciones externas y el ánimo interno. Las exportaciones tanto mineras como no mineras y la inversión empresarial están propulsando la recuperación, con el apoyo de un sólido gasto de los hogares y condiciones financieras algo más favorables. El repunte económico probablemente mejorará la composición del crecimiento del empleo, con una menor dependencia del trabajo por cuenta propia. El crecimiento para 2018 ha sido revisado al alza, a 3,4 por ciento, cifra bastante más alta que la de 2017 (1,5 por ciento). La política monetaria es adecuadamente acomodaticia, y para empezar a normalizarla el banco central debería esperar hasta que sea evidente que la inflación está convergiendo hacia el nivel fijado como meta y que el ímpetu del crecimiento se torne autosustentable. El nuevo gobierno aún no ha detallado sus planes fiscales, pero la política fiscal debería permanecer en una trayectoria de consolidación gradual y compaginar los objetivos sociales con los de desarrollo.

En *Colombia*, las políticas más laxas y el favorable entorno mundial elevarán el crecimiento a 2,7 por ciento en 2018. Una política fiscal levemente expansiva, basada en un mayor gasto público a nivel subnacional, y los efectos rezagados de la distensión de la política monetaria en 2017 incentivarán la demanda interna. Se proyecta un aumento vigoroso de la inversión en virtud de los proyectos de infraestructura en el marco del programa Cuarta

Generación, proyectos en el sector petrolero y la reforma tributaria de 2016. La inflación retornará a la banda fijada como meta y allí permanecerá conforme se disipen los efectos de shocks pasados, como la subida del impuesto al valor agregado. Esto quizá permita recortar más la tasa de interés de política monetaria. El déficit en cuenta corriente se reducirá como consecuencia del nivel relativamente más alto de los precios del petróleo y el incremento de las exportaciones no tradicionales.

La recuperación económica que está en curso en *Ecuador* obedece al repunte parcial de los precios del petróleo, las favorables condiciones externas y la continuidad del gasto en el sector público. Sin embargo, la débil posición fiscal, la sobrevaluación del tipo de cambio efectivo real y el bajo nivel de reservas internacionales implican que la economía es vulnerable a cambios repentinos en la actitud de los inversores, a un endurecimiento de las condiciones financieras, a una caída de los precios del petróleo o a una apreciación del dólar de EE.UU. La incertidumbre interna en el plano tanto político como de las políticas también puede inhibir el crecimiento. Una trayectoria de reforma fiscal clara, más intensa al inicio, equilibrada y bien comunicada podría ayudar a apuntalar la confianza del mercado, reducir los costos de financiamiento e impulsar el crecimiento. Asimismo, se necesitan reformas estructurales para resolver los persistentes problemas de competitividad.

Se prevé que la economía de *Paraguay* se expanda 4½ por ciento en 2018, impulsada sobre todo por una fuerte demanda interna. El crédito bancario está recuperándose tras la pronunciada desaceleración posterior al auge crediticio. El Banco Central del Paraguay adoptó una política monetaria con una orientación aún más acomodaticia en agosto de 2017, aduciendo incertidumbre económica a escala regional. Con el fortalecimiento de la demanda interna y la reanudación del crecimiento del crédito, las presiones inflacionarias han empezado a aumentar, lo cual apunta a la necesidad de reducir gradualmente la holgura monetaria. Aunque el ancla fiscal está funcionando bien, en 2018 será necesario restringir más el crecimiento del gasto corriente primario en los planes presupuestarios a fin de evitar un estímulo fiscal moderado, pero no justificado, durante el actual ciclo económico.

La economía de *Perú* creció a un ritmo más lento en 2017 (2,5 por ciento), debido al impacto adverso de El Niño y las secuelas de la investigación de corrupción de Odebrecht, que contrarrestaron los efectos de una fuerte expansión de las exportaciones. Las condiciones meteorológicas también afectaron los precios de los alimentos, causando una escalada de la inflación a comienzos de 2017. Sin embargo, el crecimiento más débil y una apreciación del sol llevaron a la inflación a cerrar el año en 1,4 por ciento, el nivel más bajo desde 2009. En este contexto, el banco central ha recortado la tasa de política monetaria en seis ocasiones desde mayo, y también ha reducido el encaje legal. Mientras tanto, el gobierno ha respondido con una política fiscal contracíclica, incrementando las metas de déficit de 2017–19 para financiar proyectos de reconstrucción y rehabilitación, con una consolidación posterior para alinear el déficit con la regla fiscal. Con estas medidas se espera ayudar a que el crecimiento económico repunte a alrededor de 3¾ por ciento en 2018, pero persisten los riesgos a la baja relacionados con la investigación del caso Odebrecht. A mediano plazo, la atención de las autoridades sigue centrada en implementar reformas estructurales para mejorar la eficiencia del sistema tributario, ampliar la inclusión económica y financiera y cerrar la brecha de infraestructura.

En *Uruguay*, una combinación de políticas prudentes y condiciones externas favorables produjo buenos resultados macroeconómicos, que permiten prever un crecimiento superior al 3 por ciento en 2018. Una política monetaria relativamente restrictiva y la apreciación del tipo de cambio contribuyeron a un notable descenso de la inflación, la cual en 2017 se situó dentro de la banda fijada por el banco central (3 a 7 por ciento) por primera vez en siete años. En adelante, sería adecuado endurecer en cierto grado la política monetaria, ya que la inflación aumentó levemente a comienzos de este año, y habrá presiones de demanda cuando se materialicen los próximos proyectos de inversión de gran envergadura. El déficit fiscal en 2017 fue un poco mayor de lo proyectado, y eso da sustento a la idea de ahorrar los posibles ingresos extraordinarios derivados del crecimiento en 2018 para que en 2019 se cumpla la meta de un déficit fiscal de 2,5 por ciento del PIB. En vista de las brechas

de infraestructura existentes, sería importante reorientar el gasto presupuestario desde la masa salarial pública hacia la inversión.

La crisis económica de *Venezuela* está agravándose, y la economía está contrayéndose drásticamente por quinto año consecutivo. Para 2018 se prevé una contracción de 15 por ciento, que se suma a una contracción acumulada de 35 por ciento en el período 2014–17. Desde noviembre, el país ha sufrido hiperinflación debido a los importantes déficits fiscales que se han financiado mediante emisión de moneda, y a la pérdida de confianza en la divisa. Según estimaciones, la inflación de los precios al consumidor fue de alrededor de 2.800 por ciento en 2017, y se proyecta que aumente a aproximadamente 13.000 por ciento en 2018. Las reservas internacionales cayeron a alrededor de USD 9.300 millones a finales de enero de 2018, y las reservas internacionales líquidas netas parecen haberse agotado. Los bonos de la República y de la empresa petrolera estatal (PDVSA) están en situación de incumplimiento selectivo desde el cuarto trimestre de 2017. El gobierno unificó y depreció el tipo de cambio oficial a comienzos de febrero de 2018, pero esta medida no corrige los graves desequilibrios económicos subyacentes.

## Prioridades de política

Las posiciones externa y fiscal de América del Sur, caracterizadas por estar ligadas de manera relativamente estrecha a la evolución del sector de las materias primas, se deterioraron notablemente cuando finalizó el superciclo de esos productos, y los coeficientes de endeudamiento aumentaron acusadamente en varios países, en particular en las economías en recesión. Para estabilizar esos coeficientes y recomponer los márgenes necesarios para hacer frente a potenciales shocks en el futuro, los países de la región están poniendo en práctica importantes planes de ajuste fiscal.

En este contexto, las autoridades deben procurar que los coeficientes de endeudamiento avancen por una senda sostenible, y a la vez reducir a un mínimo cualquier impacto negativo sobre el crecimiento a corto y mediano plazo. Los mayores ingresos provenientes de las materias primas están ampliando

en cierto grado el margen para la aplicación de políticas, y eso brinda una oportunidad para modificar el ritmo y la composición del ajuste fiscal y para impulsar la reforma fiscal necesaria (incluida la reforma de los sistemas de pensiones).

La política monetaria debe respaldar la recuperación económica, y podría proporcionar cierta holgura para acompañar el ajuste fiscal, siempre y cuando la inflación converja hacia la banda fijada como meta y las expectativas inflacionarias permanezcan ancladas. La flexibilidad de los tipos de cambio debe seguir siendo la primera línea de defensa contra los shocks externos.

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

### Evolución y perspectivas

Las perspectivas económicas para México, América Central, Panamá y la República Dominicana dependen en buena parte de los acontecimientos en Estados Unidos, dados los importantes vínculos comerciales, financieros y migratorios entre estos países.

En el caso de *México*, se proyecta que las perspectivas se beneficien del mayor crecimiento en Estados Unidos y de una demanda interna más vigorosa, una vez que se disipe la incertidumbre en torno al resultado de la renegociación del TLCAN, las posibles implicaciones de la reforma tributaria de Estados Unidos y la elección presidencial que se celebrará en México en julio. Se prevé que el crecimiento del producto se acelere de 2 por ciento en 2017 a 2,3 por ciento en 2018, apoyado por las exportaciones netas y las remesas. Se proyecta que la inflación continúe descendiendo en 2018 y que, para mediados de 2019, converja hacia la meta de 3 por ciento fijada por el banco central, conforme se disipen los efectos del alza de los precios administrados internos de los combustibles ocurrida el año pasado (como parte de la liberalización de dichos precios) y disminuya la inflación de precios de los alimentos, y en la medida en que la política monetaria siga siendo restrictiva. Los riesgos de que el crecimiento disminuya siguen siendo elevados. Aunque una renegociación exitosa del TLCAN aumentaría el crecimiento del comercio,

el producto y el empleo, una ruptura desordenada del TLCAN causaría una perturbación severa en las cadenas de valor regionales y afectaría negativamente al crecimiento.

El crecimiento en *América Central, Panamá* y la *República Dominicana* (CAPRD) se mantuvo alrededor de un sólido 4 por ciento en 2017, gracias a una demanda interna firme y a la reactivación del comercio mundial (gráfico 2.22). El consumo siguió siendo el principal motor del crecimiento, ya que las cuantiosas remesas en los países del Triángulo Norte y la *República Dominicana* —producto del repunte del crecimiento en Estados Unidos y de las novedades en la política migratoria y la consiguiente incertidumbre en ese país— incentivaron el gasto<sup>1</sup>. Las cuantiosas entradas de remesas, combinadas con la recuperación de la producción y de los precios internacionales de algunas materias primas agrícolas (Honduras, Nicaragua), permitieron además que en 2017 los déficits de cuenta corriente continuaran reduciéndose, a pesar del aumento del gasto en petróleo. La disminución del déficit de cuenta corriente contribuyó a apuntalar las reservas internacionales en algunos países (El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, la República Dominicana).

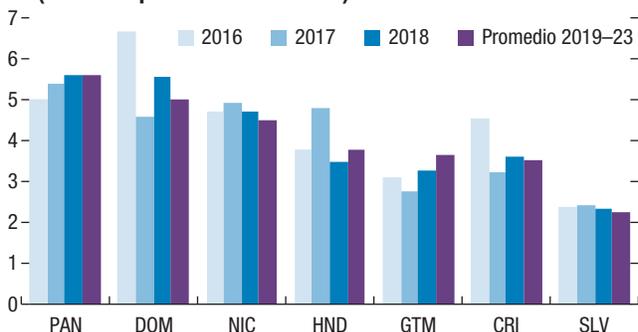
En 2017, la inflación se aceleró en la mayoría de los países. La recuperación de los precios del petróleo y los alimentos, el repunte de la demanda interna y, en cierta medida, el efecto de traspaso de las depreciaciones del tipo de cambio (Costa Rica) contribuyeron a la aceleración. Pese al repunte, la inflación se mantiene dentro del rango objetivo en los países con regímenes de metas de inflación.

Tras tres años de reducciones de los déficits fiscales, la tendencia regional se invirtió en 2017. Si bien los balances fiscales en efecto mejoraron en algunos países como resultado de medidas tomadas para implementar leyes de responsabilidad fiscal (Honduras) y restringir el gasto (El Salvador), las presiones de gasto más generales a escala regional contribuyeron a agrandar los déficits en la mayoría de los países. Como consecuencia, el promedio

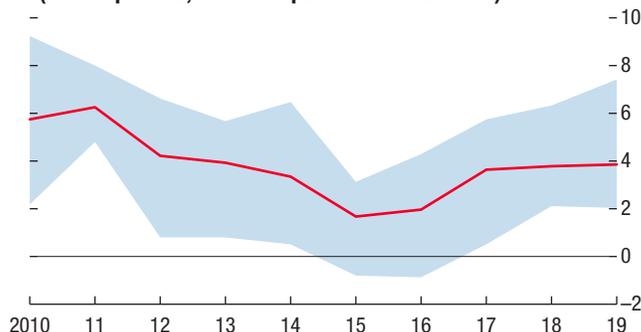
<sup>1</sup>Las remesas, que superan en monto a la inversión extranjera directa y a la ayuda oficial, son ahora el flujo externo más importante que entra en la región, y han ayudado a amortiguar el impacto de los shocks al incrementar los ingresos fiscales y apoyar la estabilidad del sector financiero, con pocos indicios de “enfermedad holandesa” (Beaton *et al.*, 2017).

**Gráfico 2.22. América Central, Panamá y la República Dominicana**

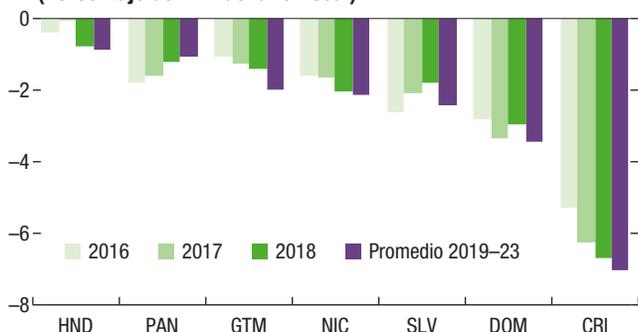
**1. CAPRD: Crecimiento del PIB real (Variación porcentual interanual)**



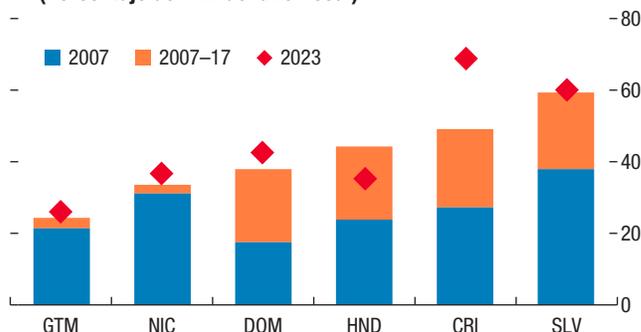
**2. CAPRD: Inflación<sup>1</sup> (Fin del periodo; variación porcentual interanual)**



**3. CAPRD: Balance fiscal global<sup>2</sup> (Porcentaje del PIB del año fiscal)**



**4. CAPRD: Deuda bruta del gobierno<sup>2</sup> (Porcentaje del PIB del año fiscal)**



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

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

<sup>1</sup>Promedio simple. La zona sombreada denota el rango entre máximo y mínimo.

<sup>2</sup>Véanse en el cuadro del anexo 2.2 las definiciones de cobertura de los gobiernos.

de la relación deuda pública/PIB en CAPRD siguió aumentando en un entorno de condiciones de financiamiento externo aún favorables. Si no se toman medidas adicionales de consolidación, algunos países (Costa Rica, El Salvador, Honduras, la República Dominicana) seguirán enfrentando vulnerabilidades fiscales, sobre todo a mediano plazo.

Las perspectivas para la región continúan siendo favorables. Se prevé que el crecimiento permanezca por encima del potencial a corto plazo, en virtud del mayor ímpetu del crecimiento en Estados Unidos y el mundo. Sin embargo, los riesgos están inclinados a la baja, y entre ellos están el posible endurecimiento de la política migratoria de Estados Unidos (en especial tras la cancelación de la Protección Temporal para los ciudadanos de varios países), que podría incrementar el número de deportaciones y reducir los flujos de remesas, particularmente a los países del Triángulo Norte; unas condiciones financieras

mundiales más restrictivas, podrían limitar el acceso al financiamiento externo, o encarecerlo, dada la debilidad de los presupuestos (Costa Rica, El Salvador y la República Dominicana); un crecimiento mundial que sea inesperadamente débil y un retroceso de la integración transfronteriza. La discordancia política en el ámbito interno (El Salvador, Honduras) también podría perjudicar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de CAPRD.

### Prioridades de política

En *México*, las políticas deberían enfocarse en preservar la estabilidad macroeconómica en medio de una coyuntura externa compleja e incertidumbre en cuanto a las políticas internas, y a la vez deben sentar las bases para un crecimiento más fuerte, sostenible e inclusivo. Con tal fin, la continuación de una política fiscal prudente para reducir la

relación deuda pública a PIB y el fortalecimiento del marco de responsabilidad fiscal son esenciales para la sostenibilidad fiscal a mediano plazo. Una mayor eficiencia del gasto público y de la recaudación de impuestos ayudaría a abordar las crecientes presiones de gasto derivadas de las necesidades de infraestructura y la seguridad social. Si las expectativas inflacionarias permanecen bien ancladas, hay margen para aplicar una política monetaria más laxa tan pronto como la inflación entre claramente en una trayectoria descendente. La implementación de reformas estructurales en firme, que incluya medidas en contra de la corrupción, es necesaria para estimular el crecimiento potencial y lograr que este sea más inclusivo a mediano plazo.

En la mayoría de los países CAPRD, la consolidación fiscal es necesaria para reponer las reservas fiscales y mejorar la resistencia a shocks externos. La consolidación fiscal deberá estar respaldada por una movilización de ingresos (Costa Rica, El Salvador, Nicaragua, Panamá, la República Dominicana) y contención del gasto corriente (Costa Rica, El Salvador, Honduras). En *Nicaragua*, la reforma de las pensiones es necesaria para abordar la inminente restricción del saldo de caja y lograr la viabilidad del sistema a largo plazo. La movilización de los ingresos debe lograrse mediante una ampliación de la base imponible (simplificación de las exenciones tributarias), el fortalecimiento de la administración tributaria y, en ciertos casos, la alineación de las tasas impositivas con los promedios regionales. Se debe calibrar la consolidación fiscal para evitar que esta represente un freno brusco al crecimiento, y para proteger a la población más vulnerable, entre otras formas, mejorando la eficiencia y la calidad del gasto en educación y salud e incrementando el gasto social focalizado. En *Guatemala*, existe margen para aplicar una política fiscal más expansiva que permita incrementar el gasto social, en seguridad y en infraestructura. Reforzar los marcos de política fiscal, con anclas fiscales de mediano plazo creíbles, ayudará a institucionalizar la disciplina fiscal y a respaldar los esfuerzos de consolidación fiscal cuando sea necesario. En *Costa Rica*, la elección representa una nueva oportunidad para emprender un ajuste fiscal de gran alcance con el fin de abordar la situación fiscal insostenible.

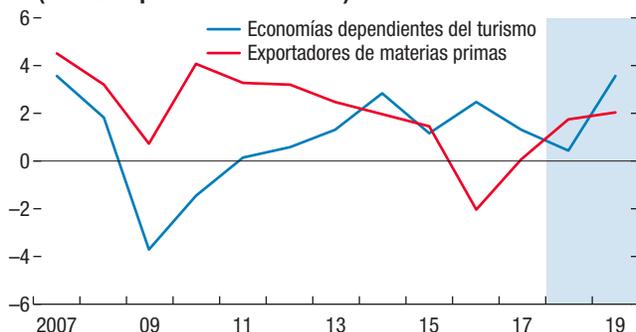
En los países con tipo de cambio flexible, mantener la flexibilidad cambiaria mejoraría la resistencia a los shocks externos. Un aumento de la flexibilidad del tipo de cambio y de la transparencia en torno a las intervenciones cambiarias, combinada con una mejora de las comunicaciones de los bancos centrales y de los marcos de política monetaria, también afirmaría la confianza en la decisión de subordinar la gestión del tipo de cambio a los objetivos de inflación y consolidaría la credibilidad de los regímenes de metas de inflación.

El sector financiero parece gozar de solidez, y la región continúa avanzando en el cumplimiento de las normas de lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo (ALD/LFT), apuntalando sus marcos con medidas legislativas y haciendo más eficaz la implementación, lo cual a su vez ayuda a preservar el acceso a las relaciones de corresponsalía bancaria. Incorporar el riesgo sistémico en los marcos de supervisión y regulación, lo que comprende la formulación de marcos de política macroprudencial, afianzaría la estabilidad financiera y aportaría más flexibilidad a la gestión de los riesgos macrofinancieros, incluidos los relativos al tipo de cambio en una región altamente dolarizada (Costa Rica, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana). Para mejorar la resistencia y fortaleza del sistema financiero, deben proseguir los esfuerzos para completar la transición a Basilea III, que han de sumarse a las iniciativas en curso para reforzar la supervisión consolidada y basada en riesgos, entre otras formas intensificando la cooperación en materia de supervisión y la coordinación transfronteriza. Asimismo, a fin de ampliar los avances recientes logrados en la región, deben continuar los esfuerzos para afianzar la transparencia tributaria y la integridad financiera.

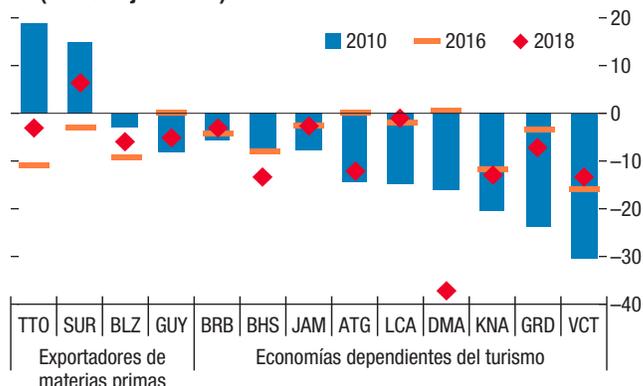
Sigue siendo imperativo abordar el problema de la corrupción y mejorar la seguridad y la aplicación de las leyes para combatir los altos índices de delincuencia (El Salvador, Guatemala, Honduras) y para atraer inversión extranjera directa y promover la inversión y el crecimiento potencial de forma duradera. En términos más generales, se requieren reformas estructurales para fomentar la productividad y el crecimiento potencial.

Gráfico 2.23. El Caribe

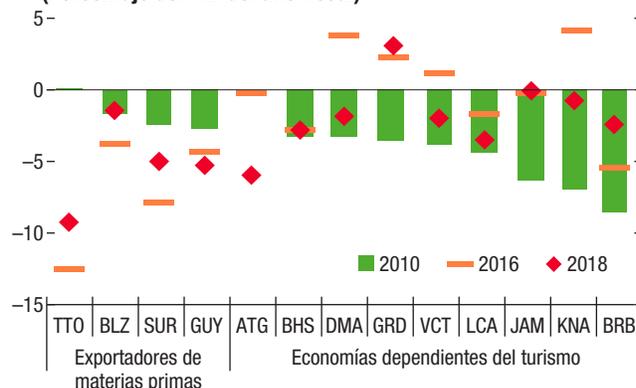
1. El Caribe: Crecimiento del PIB real<sup>1</sup>  
(Variación porcentual interanual)



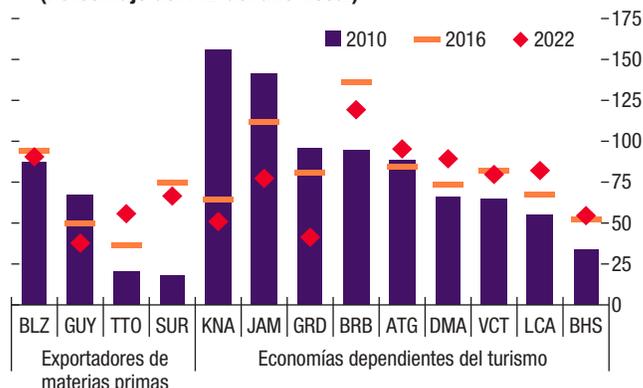
2. El Caribe: Saldo en cuenta corriente<sup>2</sup>  
(Porcentaje del PIB)



3. El Caribe: Balance fiscal global<sup>3</sup>  
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



4. El Caribe: Deuda bruta del gobierno<sup>3</sup>  
(Porcentaje del PIB del año fiscal)



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

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. Véase la información sobre los grupos de países en la página 121.

<sup>1</sup>Promedio simple. La zona sombreada denota proyecciones.

<sup>2</sup>Los datos sobre saldo en cuenta corriente de los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía) previos a 2014 se basan en la metodología de la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (MBP5).

<sup>3</sup>Véanse en el cuadro del anexo 2.2 las definiciones de cobertura de los gobiernos.

## El Caribe

### Evolución y perspectivas

Las perspectivas para la región del Caribe están mejorando en general, y se proyecta que tanto en las economías que dependen del turismo como en los países exportadores de materias primas el crecimiento se sitúe en el rango de 1–2 por ciento en 2018 y 2019 (gráfico 2.23).

En 2017, el turismo registró un fuerte crecimiento en varios países de la región, como *Barbados*, *Belice*, *Jamaica* y *Santa Lucía*, todos ellos destinos en los que aumentó el número de viajeros en los

segmentos de escala y crucero. Se prevé que la tendencia continúe en 2018, alentada por el mayor crecimiento económico en Estados Unidos, que es el principal mercado de la mayoría de los destinos de la región, con contadas excepciones (*Barbados*, por ejemplo, depende mucho del turismo proveniente del Reino Unido).

Sin embargo, algunas de las islas que se vieron duramente azotadas durante la temporada de huracanes de 2017 enfrentan una lenta recuperación. En *Dominica*, se proyecta que el PIB disminuya 16,3 por ciento en 2018, para luego repuntar en 2019 al acelerarse las actividades de reconstrucción.

Los bajos niveles de precios de las materias primas en los últimos años contribuyeron a recesiones en *Trinidad y Tobago* (2015–17) y *Suriname* (2015–16). Para 2018 y 2019 se espera el retorno de un crecimiento moderado a estos países, gracias a un cierto aumento de los precios de las materias primas. El crecimiento más vigoroso observado en *Guyana* estuvo alimentado por dos nuevas e importantes minas de oro y por unas expectativas positivas para la economía, ante el inicio de la producción de petróleo en 2020.

Los riesgos que amenazan las perspectivas de la región son posibles nuevos desastres naturales y del cambio climático (recuadro 2.3), la posibilidad de que continúen perdiéndose relaciones de corresponsalía bancaria y los riesgos asociados a los programas de ciudadanía económica o mediante inversión (recuadro 2.5).

## Prioridades de política

La deuda del sector público sigue siendo una importante vulnerabilidad de la región. En varias economías que dependen del turismo, los coeficientes de deuda están ahora descendiendo desde niveles muy altos, y unos cuantos países han emprendido esfuerzos para llevar a cabo consolidaciones fiscales plurianuales, entre ellos *Granada, Jamaica y Saint Kitts y Nevis*<sup>2</sup>. En estos casos, será necesario ejercer una constante prudencia fiscal para reducir gradualmente las relaciones deuda a PIB a niveles sostenibles y para constituir y preservar reservas para casos de shocks adversos. En otros casos, como los de *Antigua y Barbuda, Barbados y Belice*, para reducir la deuda pública es clara la necesidad de adoptar una orientación fiscal más restrictiva, combinada con reformas estructurales en pro del crecimiento. Una regla fiscal bien concebida puede ayudar a guiar el esfuerzo de consolidación, y a ampliar el respaldo.

En los países exportadores de materias primas, como *Suriname y Trinidad and Tobago*, el repentino descenso de los precios de las materias primas en 2014–15 contribuyó a generar importantes déficits fiscales y a un rápido aumento de la

deuda pública. En estos casos, se necesitan políticas fiscales más restrictivas en el contexto de ajuste macroeconómico a mediano plazo, a fin de restablecer una trayectoria fiscal sostenible y garantizar la sostenibilidad de la deuda.

Pese a avances en la reforma del sector financiero, numerosos bancos de la región continúan padeciendo de altos niveles de préstamos en mora, lo cual limita la disponibilidad de crédito y la actividad económica y amplifica la vulnerabilidad de los bancos a los shocks. En la *Unión Monetaria del Caribe Oriental*, las autoridades han llevado adelante reformas para incrementar la resistencia y fortaleza de los bancos, entre otras formas, exigiendo el cumplimiento de los requisitos de capital y realizando esfuerzos para sanear los balances de los bancos. En otros países de la región también están en marcha reformas para apuntalar el sector financiero. Sin embargo, se precisan más medidas, como el fortalecimiento de la supervisión de las instituciones financieras no bancarias y el aumento de los niveles de solvencia patrimonial de los bancos locales. Otra prioridad para potenciar la resistencia del sector financiero consiste en hacer más seguras las relaciones de corresponsalía bancaria aplicando más eficazmente los marcos ALD/LFT, consolidando los bancos y mejorando la comunicación y el intercambio de información con los bancos corresponsales.

También se necesita una ejecución más firme de las reformas estructurales para fomentar la competitividad, la inversión privada y el crecimiento. En varios países, las prioridades en materia de políticas consisten en reducir los altos costos de la electricidad mediante la conservación de energía y la diversificación de sus fuentes, profundizar los sistemas financieros y ampliar el acceso al crédito, combatir la delincuencia violenta y reducir el alto desempleo y la fuga de cerebros mejorando el clima de negocios y fortaleciendo las instituciones. Las políticas para sectores específicos con las que se pretende facilitar la transformación estructural podrían ayudar a promover la principal industria de la región, el turismo, por ejemplo, con campañas publicitarias, programas de capacitación, iniciativas de conservación de la naturaleza y el suministro de infraestructura de transporte.

<sup>2</sup>En estos tres casos, los esfuerzos para reducir la deuda pública estuvieron apoyados por la reestructuración de la deuda (Alleyne *et al.* 2017).

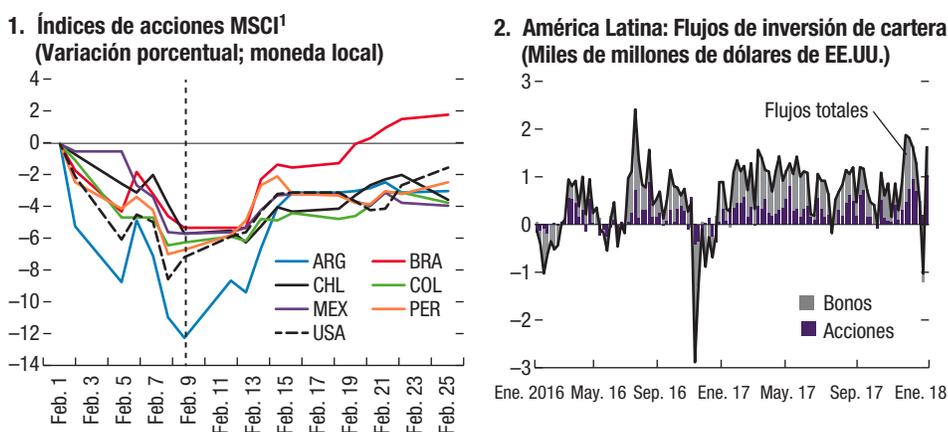
### Recuadro 2.1. Opiniones del mercado sobre las perspectivas y riesgos para América Latina

En marzo, las opiniones del mercado sobre América Latina eran dispares: claro optimismo acerca del ímpetu de crecimiento a corto plazo, pero preocupación por las perspectivas a mediano plazo. El repunte cíclico que está en marcha en América Latina es generalizado, pero, según los participantes del mercado, podría aplacar el interés en realizar ajustes de política económica y ejecutar reformas estructurales. Concretamente, tras varios años de crecimiento mediocre, la tan ansiada recuperación ha llegado como resultado de una aceleración mundial sincronizada y de cierto ajuste de las políticas internas. Pero a algunos participantes les preocupa que una recuperación sostenida dé lugar a autocomplacencia en cuanto a políticas que deben adoptarse para llevar a cabo reformas que son muy necesarias.

A los mercados también les preocupaba la exposición a riesgos externos, sobre todo para las economías con fuertes necesidades de financiamiento en dólares. América Latina no se vio particularmente afectada por la turbulencia en los mercados financieros de principios de febrero, pero dentro de la región algunos países soportaron presiones más intensas (gráfico 2.1.1). La liquidez mundial siguió siendo abundante, con restricciones tan solo en los márgenes y los flujos de capital a la región se mantuvieron firmes. Sin embargo, un endurecimiento inesperadamente marcado de la política de la Reserva Federal de Estados Unidos introdujo riesgos a escala regional por el fortalecimiento del dólar y las tasas de interés en dólares más elevadas. Los mercados no previeron un nuevo acuerdo en torno al TLCAN hasta finales de año, pero la reversión a los niveles arancelarios de la OMC limitó los riesgos a la baja. Aún no estaban claras las implicaciones de los efectos derrame que producirá la reforma tributaria en Estados Unidos, pero las opiniones preliminares esperaban que el impacto sobre la competencia internacional y los flujos de inversiones se viera compensado por la depreciación de la moneda nacional.

Según los mercados, los principales riesgos internos son los de carácter político relacionados con las próximas elecciones nacionales en diferentes países de la región y la actual crisis en Venezuela. La posibilidad de que surjan candidatos antisistema y plataformas populistas es especialmente preocupante en economías que no pueden permitirse el lujo de adoptar políticas equivocadas dados el espacio limitado para un aumento del gasto fiscal y la necesidad de avanzar (no retroceder) en los esfuerzos de reformas estructurales del pasado.

**Gráfico 2.1.1. Indicadores financieros**



Fuentes: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. MSCI = Morgan Stanley Capital International.

<sup>1</sup>Se refiere a la variación desde el 1 de febrero de 2018.

Este recuadro fue preparado por la División de Estudios Regionales Regional a partir de conversaciones que el personal técnico del FMI mantuvo en Nueva York con participantes del mercado los días 1 y 2 de marzo de 2018.

## Recuadro 2.2. Asignación de recursos en el sector manufacturero de América Latina

Se proyecta un crecimiento a largo plazo en América Latina y el Caribe del 1,8 por ciento en términos per cápita, tasa apenas marginalmente mayor que las tasas de crecimiento a largo plazo de las economías avanzadas. La baja productividad continúa siendo un freno al crecimiento (Daude y Fernández-Arias, 2010; véase también el recuadro 1 de la actualización de octubre de 2017 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).

Si bien la débil productividad obedece a varias causas subyacentes, la asignación ineficiente de recursos de capital y mano de obra parece ser un factor importante (Adler *et al.*, 2017; capítulo 2 de la edición de abril de 2017 del informe *Monitor Fiscal*). Los estudios muestran ineficiencias sustanciales en la asignación de recursos entre empresas manufactureras en América Latina (Busso, Madrigal y Pagés, 2013), según datos censales de períodos anteriores<sup>1</sup>. Estos estudios se han centrado en medir la asignación ineficiente entre empresas dentro de sectores de actividad económica muy estrechamente definidos (a nivel de cuatro dígitos). Este recuadro muestra que estas ineficiencias se extienden a datos más recientes de Brasil, Colombia y México basados en datos de ORBIS, y parece indicar que la asignación ineficiente es significativa incluso entre estos sectores estrechamente definidos.

Mientras que la productividad total de los factores (PTF) depende de la cantidad de bienes y servicios producidos, la productividad de los ingresos (PTFI) depende del valor nominal de estos bienes y servicios. Por lo tanto, la productividad de los ingresos tiene la ventaja de ser directamente observable en los informes financieros de las empresas. La idea general es que el diferencial de productividad de los ingresos entre empresas es un indicador de la ineficiencia con la cual se asignan los recursos de capital y mano de obra entre empresas.

La productividad de los ingresos en América Latina está mucho más dispersa que en el Reino Unido, lo que hace pensar que existen ineficiencias significativas en la asignación de recursos en América Latina (cuadro 2.2.1)<sup>2,3</sup>. El diferencial de productividad de los ingresos se calcula según la relación entre el percentil 75 y el percentil 25 de la distribución de la productividad de los ingresos entre empresas, donde la productividad de los ingresos de cada empresa se mide en relación con el promedio del sector en el cual está clasificada<sup>4</sup>.

### Cuadro 2.2.1. Diferencial de productividad de los ingresos entre empresas dentro de todos los sectores manufactureros

País	Relación entre el percentil 75 y el percentil 25 de la PTFI relativa
Reino Unido	6,8
México	11,3
Brasil	12,4
Colombia	15,7

Fuentes: Bureau van Dijk Orbis y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las cifras del cuadro resumen la distribución, entre empresas dentro de cada sector manufacturero a nivel de dos dígitos, de la productividad de los ingresos. Para cada país, la distribución agrupa a todas las empresas dentro de todos los sectores manufactureros a nivel de dos dígitos expresando la productividad de los ingresos en relación con las medias dentro del sector. Los datos se aplican al año 2015. PTFI = productividad de los ingresos. Véanse más detalles técnicos en Hsieh y Klenow (2009).

Al comparar la productividad de cada sector manufacturero con la productividad hipotética de un sector manufacturero en el cual la productividad de los ingresos es igual entre empresas, pueden estimarse los aumentos generados por la eliminación de la asignación ineficiente de recursos (cuadro 2.2.2). Estas estimaciones son indicativas y pueden interpretarse como un límite superior, porque incluso las economías avanzadas muestran

Nota: Este recuadro fue preparado por Carlos Gonçalves, Galen Sher y Pablo Bejar.

<sup>1</sup>Los datos más recientes de Brasil, Colombia y México en Busso, Madrigal y Pagés (2013) corresponden a 1998, 2005 y 2004.

<sup>2</sup>Los datos de ORBIS se consideran los datos más completos a nivel de empresa para economías más desarrolladas, pero se basan en información que las empresas declaran públicamente y, por lo tanto, es posible que no sean representativos de las empresas informales.

<sup>3</sup>Algunos estudios utilizan a Estados Unidos como país de referencia para comparar el diferencial de productividad de los ingresos. Los datos de ORBIS son escasos en el caso de Estados Unidos y abundantes en el de Reino Unido.

<sup>4</sup>Los sectores se definen de acuerdo con el nivel de dos dígitos de la nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea (NACE).

**Recuadro 2.2** (continuación)

algún grado de asignación ineficiente. Estas estimaciones apuntan a que las economías de América Latina podrían obtener aumentos importantes de productividad con una mejora de la asignación de recursos de capital y mano de obra entre empresas. Los aumentos de la PTF en el caso de Brasil y Colombia de 51 por ciento y 61 por ciento, respectivamente, son mayores que los obtenidos en Busso, Madrigal y Pagés (2013), lo que puede deberse a diferencias en la agregación de las empresas por sectores<sup>5</sup>. El aumento de 48 por ciento de la PTF de México es moderado en relación con otras estimaciones (FMI, 2017d), lo que destaca la mayor homogeneidad de la muestra en comparación con las empresas del censo.

**Cuadro 2.2.2. Aumento de la productividad total de los factores en el sector manufacturero derivada de igualar la productividad de los ingresos entre empresas dentro de cada sector**

País	Aumento de la PTF
Brasil	51
Colombia	61
México	48

Fuentes: Bureau van Dijk Orbis y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los cálculos se basan en la fórmula de la ecuación (20) de Hsieh y Klenow (2009). PTF = productividad total de los factores.

Si bien es necesario realizar análisis más detallados para vincular las distorsiones existentes a las estimaciones de la asignación ineficiente de recursos en la región, los estudios anteriores ofrecen algunas pistas. Los incentivos tributarios a las pequeñas empresas permiten a las pequeñas empresas no productivas sobrevivir, lo que podría ocurrir a expensas de crear nuevas empresas productivas o lograr economías de escala (véase el capítulo 2 de la edición de abril de 2017 de *Monitor Fiscal*). En Brasil, se ha observado que las mayores tasas del impuesto sobre la maquinaria frente al impuesto sobre los bienes inmuebles reducen la eficiencia en la asignación, lo que disminuye los incentivos de las empresas para invertir en comparación con los incentivos derivados únicamente de la producción (FMI, 2017c).

Las distorsiones de tamaño a veces adoptan la forma de subsidios estatales a ciertas empresas, que las alientan a crecer más allá de su tamaño eficiente, a expensas del crecimiento de empresas más productivas. Incluso después de eliminar estos subsidios, el poder de mercado de la empresa antes beneficiada perpetúa la ineficiencia en la asignación de recursos. La falta de competencia en un mercado de productos incentiva a las empresas en ese mercado a restringir su producción y, por lo tanto, a infrautilizar los recursos de capital y mano de obra.

La falta de flexibilidad también puede impedir que nuevas empresas innovadoras entren en el mercado y compitan por los factores de producción. Los gobiernos deben evitar una carga regulatoria excesiva que frene innecesariamente la creación de nuevas empresas, y deberían asegurarse de que las nuevas ideas tengan acceso en una etapa temprana a financiamiento y que estén sujetas a un proceso de selección competitivo. En México, en los estados en que las empresas tienen mayor acceso a los servicios financieros se han observado menores indicadores de asignación ineficiente (FMI, 2017d). En ciertos casos, la falta de competencia en el proceso de determinación de salarios ha estado asociada con ineficiencias en la asignación de recursos de mano de obra (FMI, 2018). Los mecanismos formales de negociación salarial deberían garantizar la representación de todos los interlocutores, incluidas todas las empresas que participan en el acuerdo y los desempleados, a fin de limitar la posibilidad de crear brechas entre la productividad de la mano de obra y los salarios.

Se ha observado que la ineficiencia en la asignación es mayor en las empresas informales, por ejemplo, en México (FMI, 2017d). A menudo se piensa que las empresas informales tienen una productividad más baja que las empresas formales y que sobreviven incumpliendo obligaciones. Por lo tanto, las políticas orientadas a reducir la informalidad son adecuadas para mejorar la asignación de recursos y la productividad.

<sup>5</sup>Otras diferencias entre los resultados en Busso *et al.* (2013) y aquellas observadas aquí probablemente se deban a las fuentes de datos. En ese estudio se utilizan datos censales anteriores, y en este recuadro, datos divulgados recientemente.

### Recuadro 2.3. Resistencia frente a los desastres naturales y el cambio climático

El Caribe es una de las regiones más vulnerables a los desastres naturales, como demostró el paso de los huracanes Matthew, en 2016, e Irma y María, en 2017. Esta vulnerabilidad es típica de los Estados pequeños, que están proporcionalmente más expuestos. Los resultados preliminares de una evaluación rápida de daños y pérdidas realizada por un grupo de organizaciones internacionales indicaron que los costos de recuperación del huracán María en Dominica superarían el 200 por ciento del PIB. Otros Estados más grandes del Caribe, como Haití y Jamaica, también han sufrido en varias ocasiones grandes daños y pérdidas de vidas a causa de desastres naturales (tanto huracanes como terremotos). Se espera que el cambio climático agrave la situación, ya que la mayoría de los Estados pequeños son islas expuestas al creciente nivel del mar y a la mayor intensidad de los fenómenos meteorológicos.

El FMI tiene un extenso historial de suministro de asistencia al Caribe tras desastres naturales. En los últimos años, el FMI ha prestado asistencia a Dominica, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía a través del Servicio de Crédito Rápido (SCR) tras desastres naturales. Asimismo, el FMI brindó a Haití un importante alivio de su deuda después del terremoto de 2010. Como parte de su contribución a la Agenda para el desarrollo posterior a 2015, el FMI ha reforzado sus instrumentos de alivio ante catástrofes. En reconocimiento de la vulnerabilidad de los pequeños Estados frente a desastres naturales, en mayo de 2017 el FMI aumentó los límites anuales de acceso en el marco del SCR y el Instrumento de Financiamiento Rápido (IFR) a 60 por ciento de la cuota para países afectados por graves desastres naturales (cuando el valor de los daños exceda el 20 por ciento del PIB). La tasa de interés de los préstamos del SCR es de cero por ciento<sup>1</sup>.

Además, el FMI está tratando de ayudar a los países a estar mejor preparados ante los desastres naturales, por ejemplo, mediante las *Evaluaciones de políticas sobre cambio climático* realizadas junto con el Banco Mundial. Una prueba piloto en Santa Lucía está a punto de finalizar. Los países pueden incorporar los riesgos de desastres y cambio climático explícitamente en los marcos de políticas, mediante la formulación de presupuestos, reglas fiscales y planes de inversión pública. Para reducir la exposición fiscal a los desastres, se deben establecer reservas fiscales o fondos de contingencia, cuyo volumen debe adecuarse conforme una evaluación de los riesgos de desastres, su frecuencia y sus costos. Los seguros y los instrumentos financieros de cobertura también pueden ayudar a proteger a los gobiernos de la carga económica de los desastres y mejorar su capacidad para responder de manera adecuada. La coordinación regional podría facilitar la obtención de una cobertura de seguro general a escala caribeña, mientras que la comunidad internacional podría respaldar a los países ayudando a fortalecer sus capacidades y brindándoles herramientas de gestión de riesgo y financiamiento.

El *Fondo de seguro contra riesgos de catástrofes para el Caribe* (CCRIF, por sus siglas en inglés) es un buen ejemplo del potencial de la mancomunación del riesgo y la cooperación mundial para contribuir con el financiamiento de los desastres. El CCRIF, establecido en 2007 en colaboración con los gobiernos de la región y los principales socios para el desarrollo, proporciona seguros paramétricos: indemnizaciones basadas en variables predeterminadas, como la velocidad del viento, y no en los daños reales y verificados (como es el caso de los seguros tradicionales). De esta manera, los reclamos al seguro se resuelven de forma más rápida, normalmente dentro de los 14 días siguientes a la fecha del desastre, y la asistencia financiera llega cuando más se necesita. Sin embargo, esto también implica que algunos fenómenos causantes de pérdidas financieras importantes no estén cubiertos por no alcanzarse los niveles establecidos para las variables. El CCRIF desembolsó un total de USD 55 millones tras los huracanes Irma y María en 2017. Si bien el CCRIF permite que los países consigan seguros a un costo mucho menor del que asumirían a escala individual, los países contratan seguros con una cobertura insuficiente ya que las primas siguen siendo altas.

Otro mecanismo de transferencia del riesgo que puede contribuir al financiamiento de desastres es la inclusión de cláusulas condicionales en la deuda soberana, siguiendo el modelo de Granada en el contexto de la reestructuración de su deuda en 2015. Un mejor diseño de la deuda puede ayudar a los gobiernos a gestionar los flujos de caja y suavizar el consumo y la inversión en períodos posteriores a desastres, minimizando así las pérdidas de producto.

Nota: Este recuadro fue preparado por Bert van Selm.

<sup>1</sup>El SCR es el servicio concesionario del FMI para proporcionar asistencia rápida a países que enfrentan una necesidad urgente de balanza de pagos en diversas circunstancias, como catástrofes naturales. El IFR es una herramienta similar a disposición de todos los países miembros.

## Recuadro 2.4. Delincuencia y crecimiento en el Caribe, América Central, Panamá y la República Dominicana

El elevado índice de delincuencia crónica es uno de los mayores desafíos en el Caribe y la región de América Central, Panamá y la República Dominicana (CAPRD). Los países del Triángulo Norte —El Salvador, Guatemala y Honduras— y el Caribe solo suman medio punto porcentual de la población mundial, pero en ellos se registra un 5 por ciento de los homicidios no bélicos. La delincuencia debilita el crecimiento económico porque impone altos costos públicos y privados, distorsiona los incentivos económicos y afecta de manera desproporcionada a pobres y jóvenes.

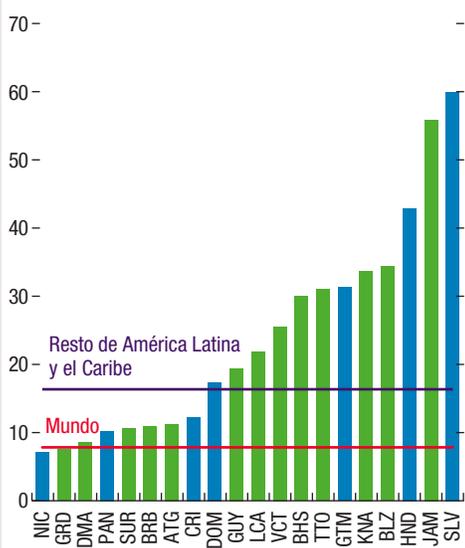
### Datos destacados sobre delincuencia

Las tasas de homicidio en la región de CAPRD y el Caribe están entre las más altas del mundo: El Salvador y Jamaica ocupan los dos primeros lugares (gráfico 2.4.1)<sup>1</sup>. En tercer puesto está Honduras, que en el auge de

2011 alcanzó una tasa de homicidio de 87 por cada 100.000 habitantes, pero en 2017 redujo esta tasa a casi la mitad, a 43 homicidios por cada 100.000 habitantes. Belice, Saint Kitts y Nevis y Guatemala están en los puestos cuarto al sexto, lo que los sitúa notablemente aún por encima del promedio del resto de América Latina y el mundo. Al mismo tiempo, según la Oficina de las Naciones Unidas contra la Droga y el Delito, el promedio de las tasas de condena por homicidio entre 2007 y 2015 tanto en CAPRD como en el Caribe solo fue de alrededor de 20 por ciento (frente a 40 por ciento a escala mundial).

Las encuestas de victimización muestran que más de un cuarto de la población de la región de CAPRD y el Caribe menciona la delincuencia como el problema más grave, promedio notablemente superior al 11 por ciento de América Latina y el Caribe. La presencia de pandillas afecta más a los países de CAPRD, mientras que los asaltos son más prominentes en el Caribe (gráfico 2.4.2). La incidencia de victimización tiende a ser superior en hombres, jóvenes y personas con niveles educativos más bajos.

**Gráfico 2.4.1. Tasas de homicidio**  
(Por cada 100.000 personas; 2015 o más reciente)



Fuentes: Oficina de las Naciones Unidas contra la Droga y el Delito y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

### Efecto de la delincuencia en el crecimiento global

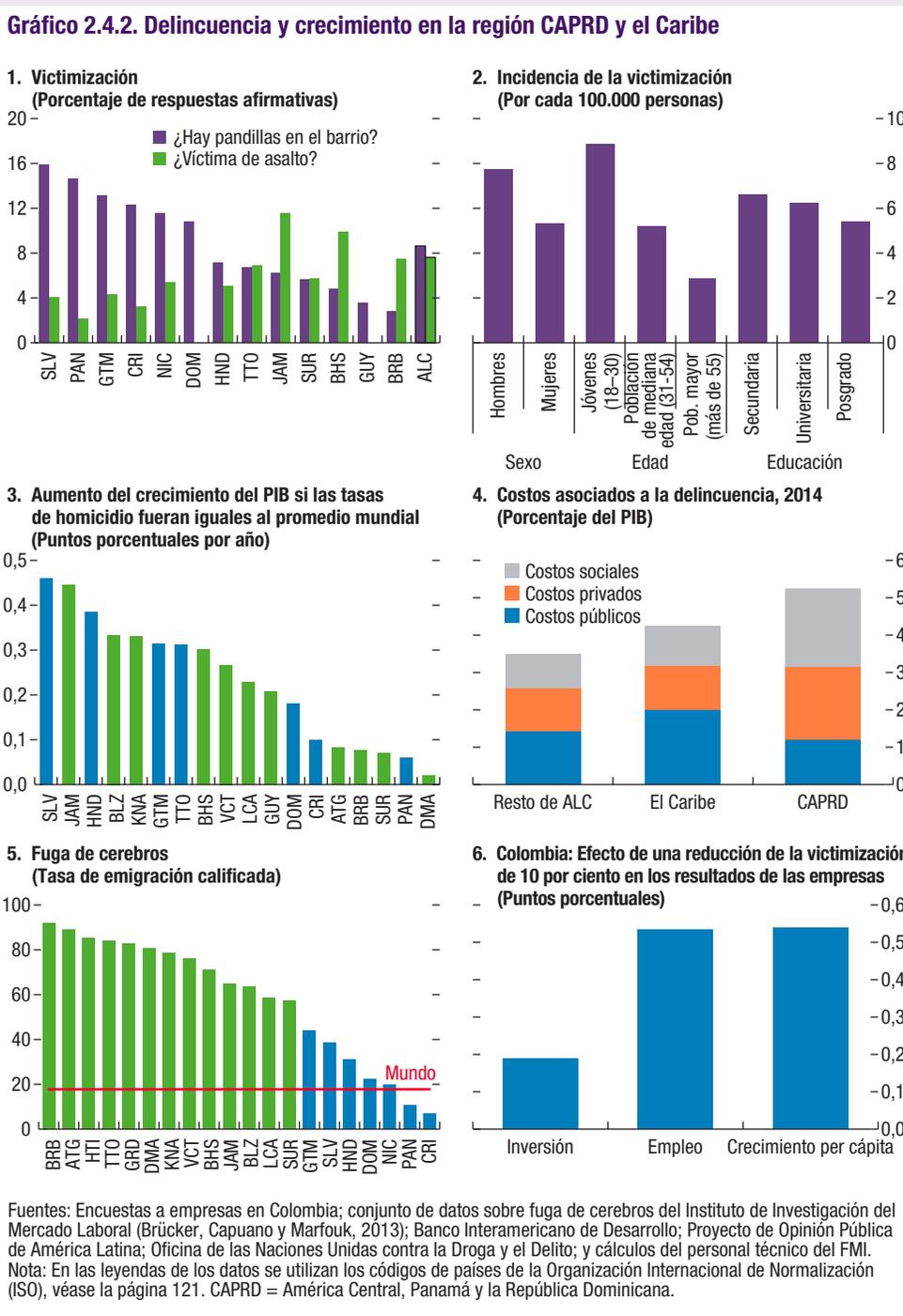
Los problemas relacionados con la medición y el análisis complican la evaluación del impacto económico de la delincuencia. En primer lugar, la definición de delincuencia difiere entre los países, dificultando la comparación. En

segundo lugar, los delitos sin víctimas fatales no se denuncian con tanta frecuencia, sobre todo si los ciudadanos consideran que denunciar no ayuda demasiado. Por último, el efecto de la delincuencia en el crecimiento económico es difícil de aislar porque el círculo vicioso del bajo crecimiento y la delincuencia distorsiona la causalidad. Concretamente, la causalidad inversa hace difícil determinar el efecto de la delincuencia en el crecimiento económico; es decir, el crecimiento también reduce el beneficio relativo de la actividad delictiva al generar más oportunidades en el plano legal.

Nota: Este recuadro fue preparado por Uma Ramakrishnan y Joyce Wong.

<sup>1</sup>El análisis se centra principalmente en las tasas de homicidio ya que las denuncias son más completas y hay menos errores de medición que en otras formas de delincuencia. También se examinaron los robos, pero su efecto en el crecimiento no resultó significativo.

Recuadro 2.4 (continuación)



**Recuadro 2.4** (continuación)

A fin de sortear el problema de la causalidad inversa, y conforme a Blake (2017), se usan las deportaciones penales de Estados Unidos para captar la incidencia de los homicidios en el crecimiento, ya que las deportaciones suelen afectar a la delincuencia en los países de origen, pero no son lo suficientemente altas como para afectar directamente al crecimiento (Demirci y Wong, de próxima publicación)<sup>2</sup>.

Según los resultados, si los países de CAPRD y el Caribe redujeran sus tasas de delincuencia hasta el nivel del promedio mundial, el crecimiento del PIB podría aumentar, aproximadamente, alrededor de 0,4 puntos porcentuales al año en El Salvador, Jamaica y Honduras. Aunque estas estimaciones del efecto en el crecimiento son más conservadoras que las que no consideran la causalidad inversa, siguen siendo sustanciales. En términos acumulados, El Salvador, Honduras y Jamaica perdieron alrededor de 9½, 7½ y 7 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, debido a las elevadas tasas de delincuencia durante el período de 1999–2015.

**Canales y costos de la delincuencia**

La delincuencia incide en el crecimiento estimado a través de tres canales: 1) el costo de los bienes perdidos; 2) los costos públicos y privados de prevención, disuasión y encarcelamiento, y 3) la productividad perdida de la población carcelaria y de las víctimas. Según BID (2017), el efecto acumulado puede ascender hasta alrededor de 4 a 5 por ciento del PIB anual en los países de CAPRD y el Caribe, aunque los coeficientes de gasto público y privado divergen.

Asimismo, pueden surgir otros costos no monetarios. Por ejemplo, la actividad delictiva y la menor longevidad desincentivan la inversión en capital humano y físico porque reducen en forma directa los beneficios esperados y erosionan la creación de empleo. Los datos a nivel empresarial de Colombia revelan que una disminución de las tasas de victimización mejora tanto la inversión como el empleo. La delincuencia también propicia la fuga de cerebros<sup>3</sup>, lo que es especialmente pertinente en el Caribe, donde el crecimiento ha sido continuamente bajo. Por último, como los jóvenes son a menudo víctimas y autores del delito, la delincuencia también puede originar un ciclo de resultados negativos en el mercado laboral, provocando aún más delincuencia y reduciendo el crecimiento.

**¿Qué se puede hacer?**

Desde una perspectiva económica, los delincuentes sopesan el beneficio neto esperado del delito cometido y el de las actividades legales. Por consiguiente, dados los elevados niveles de pobreza y el bajo crecimiento en América Central y el Caribe, para combatir la delincuencia se necesita una combinación de medidas: 1) poner en práctica políticas que estimulen el crecimiento y promuevan las oportunidades económicas; 2) fomentar la disuasión y prevención de los delitos, y 3) reforzar el sistema judicial penal.

Dadas las limitaciones fiscales de la región, las intervenciones deberían ser focalizadas y estar basadas en evidencia: es crucial enfocar estas intervenciones en la juventud en riesgo e invertir en la recopilación y el seguimiento de datos. El presupuesto de seguridad no debe limitarse a la disuasión, sino incluir también programas juveniles sociales, de desarrollo de aptitudes y de formación vocacional.

Afianzar la credibilidad y la eficiencia del sistema judicial penal permitirá una administración rápida de la justicia. Además, los gobiernos deberían ofrecer oportunidades de formación básica a los presidiarios para respaldar su reinserción en el sector productivo. Reducir el hacinamiento y mejorar la calidad de las cárceles ayuda a prevenir la actividad delictiva dentro de la prisión.

<sup>2</sup>Para los cuatro países principales, el número total de deportados entre 1998 y 2014 fue solo de alrededor de 2,5 por ciento, 2,4 por ciento, 1,5 por ciento y 1,4 por ciento de la fuerza laboral de El Salvador, Honduras, Jamaica y Guatemala, respectivamente.

<sup>3</sup>Los resultados de la función Probit que utilizan encuestas de victimización sugieren que ser víctima de un delito puede aumentar las probabilidades de que una persona sienta deseos de emigrar hasta en 10 puntos porcentuales.

### Recuadro 2.5. Programas de ciudadanía económica en el Caribe

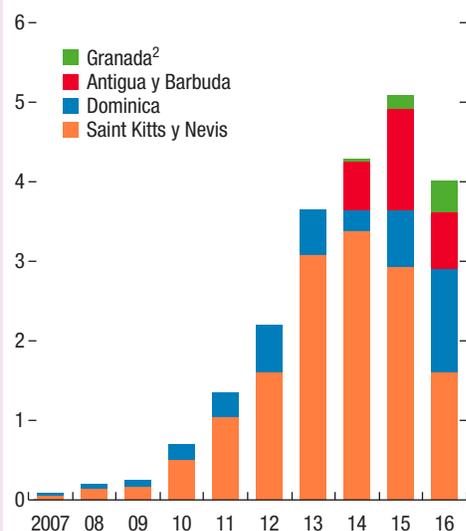
El número de programas de ciudadanía económica (Economic Citizenship Programs, o ECP, por sus siglas en inglés) en el Caribe ha crecido con fuerza en los últimos años. Después de observarse grandes entradas de capitales en Saint Kitts y Nevis y Dominica en el marco de estos programas, otros tres países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU)—Antigua y Barbuda, Granada y Santa Lucía— crearon sus propios ECP en 2013–15. Estos programas, también denominados programas de ciudadanía por inversión (CPI), son particularmente atractivos para los Estados pequeños, en los cuales estos flujos pueden ser tan importantes como para tener un impacto económico y fiscal significativo. Un creciente número de economías avanzadas también están ofreciendo programas de residencia económica.

El establecimiento de nuevos programas de ciudadanía en el Caribe ha intensificado la competencia, generando presión para que se modere la situación. Tras alcanzar un nivel máximo en 2014, las afluencias de capital a Saint Kitts y Nevis se debilitaron en 2015 y siguieron reduciéndose en 2016. Las entradas de capitales a Antigua y Barbuda,

tras un aumento inicial al entrar en vigor el programa, también se redujeron en 2016. Las afluencias de capital a Dominica aumentaron gracias a las condiciones muy competitivas y a las extensas actividades de marketing, que costaron el equivalente del 1,1 por ciento del PIB en el ejercicio 2015/16. El crecimiento de la demanda en Granada se ha mantenido estable, pero es relativamente modesto, mientras que el nuevo programa en Santa Lucía no ha tenido mucho éxito en su primer año en vigor.

Dado que estos programas son ventajosos tanto para las personas interesadas como para las jurisdicciones anfitrionas, es probable que continúen creciendo, pero tendrán importantes efectos colaterales y riesgos a la baja para los Estados pequeños y la comunidad internacional. En los Estados pequeños, las entradas de capitales hacia el sector privado pueden tener un impacto sustancial en la actividad económica, mientras que los ingresos fiscales, como otros importantes ingresos extraordinarios del extranjero, pueden ser considerables (gráfico 2.5.1). Sin embargo, una gestión deficiente de un aumento sustancial de los ingresos fiscales puede exacerbar las vulnerabilidades. Si son importantes y persistentes, los flujos fiscales y de inversión pueden tener consecuencias macroeconómicas adversas relacionadas con la “enfermedad holandesa”, con un mayor nivel de inflación y pérdida de competitividad, y el desplazamiento de otras actividades en el sector privado. Además, la afluencia de capitales en el contexto de estos programas puede estar sujeta al riesgo de una frenada brusca relacionada con rápidos cambios en las políticas de inmigración de las economías avanzadas. Por último, si no se administran con la diligencia debida, estos programas pueden provocar fallas de seguridad y posiblemente facilitar

**Gráfico 2.5.1. Ingresos fiscales derivados de programas de ciudadanía económica<sup>1</sup>**  
(Porcentaje del PIB regional)



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

<sup>1</sup>Ingresos fiscales del programa de ciudadanía económica como porcentaje del PIB total nominal de Antigua y Barbuda, Dominica, Granada y Saint Kitts y Nevis. Pueden incluir las cifras proyectadas para 2016 ya que la duración del ejercicio varía. Excluye las estimaciones correspondientes a Santa Lucía debido a su pequeño tamaño.

<sup>2</sup>Los datos correspondientes a Granada incluyen el Fondo de Transformación Nacional.

actividades ilícitas, como la evasión fiscal y el lavado de dinero, lo cual suscitará preocupación en la comunidad internacional y expondrá a la jurisdicción anfitriona a riesgos reputacionales.

Para contener los riesgos, estos programas y los ingresos que generan deberán manejarse de manera prudente, dando prioridad al ahorro, entre otras formas, mediante el establecimiento de un fondo soberano de inversión, la inversión en infraestructura y la reducción de la deuda. También deberá darse prioridad a la acumulación de fondos para responder a shocks, como los desastres naturales. La aplicación de una estrategia regional para los ECP dentro de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) también ayudaría a fomentar la integridad del programa, promover mejores prácticas, lograr economías de escala y evitar una carrera en la que todos pierden.

Nota: Este recuadro fue preparado por Bert van Selm.

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

Los datos de precios al consumidor para *Argentina* antes de diciembre de 2013 reflejan el índice de precios al consumidor (IPC) del Gran Buenos Aires (IPC-GBA), mientras que entre diciembre de 2013 y octubre de 2015 los datos reflejan el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu). El nuevo gobierno que entró en funciones en diciembre de 2015 señaló que el IPCNu presentaba fallas y dejó de utilizarlo, y publicó un nuevo IPC del Gran Buenos Aires el 15 de junio de 2016 (desde junio de 2017 se ha divulgado un nuevo IPC nacional). En su reunión del 9 de noviembre de 2016, el Directorio Ejecutivo del FMI consideró que la nueva serie del IPC se ajusta a las normas internacionales y retiró la declaración de censura emitida en 2013. Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología de estas series, en la edición de abril de 2018 del informe WEO no se presentan datos sobre la inflación del IPC promedio para 2014, 2015 y 2016, ni sobre la inflación al final del período para 2015 y 2016.

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

Proyectar las perspectivas económicas de *Venezuela*, incluida la evaluación de la evolución económica pasada y actual como base para las proyecciones, es complicado debido a que no se mantienen conversaciones con las autoridades (la última consulta del Artículo IV se llevó a cabo en 2004), a que se reciben datos entre intervalos prolongados

y con deficiencias de información, a que la información recibida es incompleta y a que es difícil interpretar algunos indicadores publicados en virtud de la evolución económica. Las cuentas fiscales incluyen el gobierno central presupuestario y Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA), y los datos de las cuentas fiscales para 2016–23 son estimaciones del personal técnico del FMI. Los ingresos incluyen las utilidades de operaciones cambiarias, estimadas por el personal técnico del FMI, transferidas del banco central al gobierno (comprando dólares de EE.UU. al tipo más apreciado y vendiéndolos a tipos más depreciados en el marco de un sistema cambiario con múltiples niveles), y excluyen los ingresos estimados por el personal técnico del FMI por la venta de los activos de PetroCaribe por parte de PDVSA al banco central. En vista de los efectos de la hiperinflación y las señaladas deficiencias de los datos, los indicadores macroeconómicos proyectados por el personal técnico deben interpretarse con precaución. Por ejemplo, el PIB nominal se estima suponiendo que el deflactor del PIB aumenta conforme a las proyecciones del personal técnico del promedio de inflación. La proyección de la deuda pública externa en relación con el PIB se basa en la estimación del personal técnico del promedio anual del tipo de cambio. Las cuentas fiscales para 2010–23 corresponden al gobierno central presupuestario y PDVSA. Las cuentas fiscales antes de 2010 corresponden al gobierno central presupuestario, las empresas públicas (incluida PDVSA), el Instituto Venezolano de los Seguros Sociales (IVSS) y el Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria (FOGADE).

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

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

	Crecimiento del producto (Porcentaje)					Inflación <sup>2</sup> (Fin de período, porcentaje)					Balance de la cuenta corriente externa (Porcentaje del PIB)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
	Est.			Proyecciones		Est.			Proyecciones		Est.			Proyecciones	
<b>América del Norte</b>															
Canadá	1,0	1,4	3,0	2,1	2,0	1,3	1,4	1,8	2,2	2,1	-3,6	-3,2	-3,0	-3,2	-2,5
México	3,3	2,9	2,0	2,3	3,0	2,1	3,4	6,8	3,6	3,0	-2,5	-2,1	-1,6	-1,9	-2,2
Estados Unidos	2,9	1,5	2,3	2,9	2,7	0,7	2,2	2,1	2,6	2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-3,0	-3,4
Puerto Rico <sup>3</sup>	-1,1	-2,6	-7,7	-3,6	-1,2	-0,2	0,5	3,1	2,2	0,8	...	...	...	...	...
<b>América del Sur</b>															
Argentina <sup>4</sup>	2,7	-1,8	2,9	2,0	3,2	...	...	24,8	19,2	13,6	-2,7	-2,7	-4,8	-5,1	-5,5
Bolivia	4,9	4,3	4,2	4,0	3,8	3,0	4,0	2,7	4,5	4,5	-5,8	-5,7	-5,8	-5,4	-5,2
Brasil	-3,5	-3,5	1,0	2,3	2,5	10,7	6,3	2,9	3,9	4,3	-3,3	-1,3	-0,5	-1,6	-1,8
Chile	2,3	1,3	1,5	3,4	3,3	4,4	2,8	2,3	2,6	3,0	-2,3	-1,4	-1,5	-1,8	-1,9
Colombia	3,1	2,0	1,8	2,7	3,3	6,9	5,8	4,1	3,4	3,0	-6,4	-4,3	-3,4	-2,6	-2,6
Ecuador	0,1	-1,6	2,7	2,5	2,2	3,4	1,1	-0,2	2,5	1,4	-2,1	1,5	-0,4	-0,1	0,3
Guyana	3,1	3,3	2,1	3,5	3,7	-1,8	1,5	2,3	2,8	3,0	-5,1	0,3	-4,2	-5,2	-4,7
Paraguay	3,0	4,0	4,3	4,5	4,1	3,1	3,9	4,5	4,0	4,0	-1,1	1,5	-1,8	-2,0	-1,2
Perú	3,3	4,1	2,5	3,7	4,0	4,4	3,2	1,4	2,3	2,0	-4,8	-2,7	-1,3	-0,7	-1,1
Suriname	-2,6	-5,1	0,0	1,4	2,0	25,1	52,4	9,3	11,2	7,8	-16,5	-3,1	8,9	6,3	5,2
Uruguay	0,4	1,5	3,1	3,4	3,1	9,4	8,1	6,6	6,6	6,5	-0,7	1,6	1,6	0,6	-0,1
Venezuela <sup>5</sup>	-6,2	-16,5	-14,0	-15,0	-6,0	159,7	302,6	2,818	12,875	12,875	-6,6	-1,6	2,0	2,4	3,6
<b>América Central</b>															
Belize	3,8	-0,5	0,8	1,8	2,0	-0,6	1,1	1,1	1,6	2,1	-9,8	-9,0	-7,7	-6,0	-5,8
Costa Rica	3,6	4,5	3,2	3,6	3,6	-0,8	0,8	2,6	3,0	3,0	-3,6	-2,6	-3,1	-3,1	-3,0
El Salvador	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3	1,0	-0,9	2,0	2,1	2,0	-3,6	-2,0	-2,2	-3,2	-3,1
Guatemala	4,1	3,1	2,8	3,2	3,6	3,1	4,2	5,7	4,2	3,5	-0,2	1,5	1,4	1,1	0,6
Honduras	3,8	3,8	4,8	3,5	3,7	2,4	3,3	4,7	5,0	4,5	-4,7	-2,7	-1,7	-3,9	-4,0
Nicaragua	4,9	4,7	4,9	4,7	4,5	3,1	3,1	5,7	6,3	7,4	-9,0	-8,6	-6,2	-7,8	-7,7
Panamá <sup>6</sup>	5,8	5,0	5,4	5,6	5,8	0,3	1,5	0,5	2,2	2,5	-7,9	-5,5	-6,1	-6,0	-4,3
<b>El Caribe</b>															
Antigua y Barbuda	4,1	5,3	2,8	3,5	3,0	0,9	-1,1	2,8	2,0	2,0	6,8	0,2	-7,0	-12,1	-2,3
Bahamas	-3,1	0,2	1,3	2,5	2,2	2,0	0,8	2,0	2,4	2,6	-14,3	-7,7	-16,4	-13,6	-8,8
Barbados	1,0	1,6	0,9	0,5	0,8	-2,5	3,8	6,6	2,2	3,5	-6,1	-4,4	-3,7	-3,0	-2,9
Dominica	-3,7	2,6	-4,2	-16,3	12,2	-0,5	-0,2	1,4	1,4	1,8	-1,9	0,8	-17,8	-37,1	-21,5
Granada	6,4	3,7	3,5	3,6	3,6	1,1	0,9	0,5	1,8	1,9	-3,8	-3,2	-6,6	-7,1	-6,4
Haití <sup>7</sup>	1,2	1,5	1,2	2,0	3,0	11,3	12,5	15,4	8,0	5,0	-3,1	-1,0	-2,9	-4,1	-3,0
Jamaica	0,8	1,5	1,0	1,5	1,8	3,7	1,7	5,2	5,1	5,0	-3,2	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9
República Dominicana	7,0	6,6	4,6	5,5	5,0	2,3	1,7	4,2	3,7	3,8	-1,9	-1,1	-0,2	-1,0	-1,4
Saint Kitts y Nevis	4,9	3,1	2,6	3,5	3,2	-2,4	0,0	0,2	2,0	2,0	-9,7	-11,4	-12,6	-13,1	-12,1
San Vicente y las Granadinas	0,9	0,8	1,0	2,1	2,5	-2,1	1,0	2,2	1,5	1,5	-14,9	-15,8	-14,4	-13,5	-13,1
Santa Lucía	-0,9	3,4	3,0	2,5	2,3	-2,6	-3,0	2,2	1,4	1,5	6,9	-1,9	0,3	-1,0	-0,6
Trinidad y Tobago	1,5	-6,0	-2,6	0,2	0,2	1,6	3,1	1,3	2,7	2,1	3,8	-10,7	-5,6	-3,0	-4,0
<i>Partida informativa</i>															
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,3</b>
América del Sur <sup>8</sup>	-1,1	-2,4	0,7	1,7	2,5	8,7	5,4	2,9	3,6	3,8	-3,6	-1,8	-1,4	-2,0	-2,2
<i>Promedio simple</i>	<i>1,0</i>	<i>-0,6</i>	<i>1,0</i>	<i>1,3</i>	<i>2,3</i>	<i>5,7</i>	<i>4,4</i>	<i>3,0</i>	<i>3,7</i>	<i>3,6</i>	<i>-3,6</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,5</i>
CAPRD <sup>9</sup>	4,9	4,6	4,0	4,3	4,3	1,7	2,0	3,6	3,5	3,5	-3,5	-2,1	-2,0	-2,5	-2,3
<i>Promedio simple</i>	<i>4,5</i>	<i>4,3</i>	<i>4,0</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>1,6</i>	<i>2,0</i>	<i>3,6</i>	<i>3,8</i>	<i>3,8</i>	<i>-4,4</i>	<i>-3,0</i>	<i>-2,6</i>	<i>-3,4</i>	<i>-3,3</i>
El Caribe															
Economías dependientes del turismo <sup>10</sup>	0,2	1,6	1,3	1,7	2,1	1,8	1,2	4,0	3,5	3,7	-6,6	-4,8	-8,0	-7,5	-5,4
<i>Promedio simple</i>	<i>1,2</i>	<i>2,5</i>	<i>1,3</i>	<i>0,4</i>	<i>3,5</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>2,6</i>	<i>2,2</i>	<i>2,4</i>	<i>-4,5</i>	<i>-5,1</i>	<i>-9,0</i>	<i>-11,5</i>	<i>-7,8</i>
Países exportadores de materias primas <sup>11</sup>	1,2	-4,6	-1,5	0,8	0,9	4,1	8,5	2,5	3,8	3,0	-0,6	-8,6	-4,0	-2,3	-3,0
<i>Promedio simple</i>	<i>1,5</i>	<i>-2,1</i>	<i>0,1</i>	<i>1,7</i>	<i>2,0</i>	<i>6,1</i>	<i>14,5</i>	<i>3,5</i>	<i>4,6</i>	<i>3,7</i>	<i>-6,9</i>	<i>-5,6</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,3</i>
Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) <sup>12</sup>	1,9	3,2	1,8	1,8	3,6	-1,0	-0,7	1,4	1,7	1,8	-1,4	-5,5	-9,2	-12,0	-8,5

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

<sup>1</sup>Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario. Los agregados del índice de precios al consumidor (IPC) excluyen Argentina y Venezuela y son promedios geométricos, salvo que se indique lo contrario. Los agregados de la cuenta corriente se calculan como promedios ponderados por el PIB nominal en dólares de EE.UU., salvo que se indique lo contrario. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 2 de abril de 2018.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>11</sup>Incluye Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.

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

## 2. PERSPECTIVAS PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: POLÍTICAS PARA SUSTENTAR LA RECUPERACIÓN

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

	Gasto primario del sector público (Porcentaje del PIB)					Resultado primario del sector público (Porcentaje del PIB)					Deuda bruta del sector público (Porcentaje del PIB)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
			Est.	Proyecciones				Est.	Proyecciones				Est.	Proyecciones	
<b>América del Norte</b>															
Canadá	36,8	37,7	37,5	37,4	37,3	0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	90,5	91,1	89,7	86,6	83,8
México <sup>2</sup>	24,5	24,1	21,8	21,1	21,6	-1,0	0,6	3,0	1,0	0,6	52,9	56,8	54,2	53,5	53,4
Estados Unidos <sup>3</sup>	32,8	33,0	33,1	33,2	33,2	-1,6	-2,2	-2,5	-3,0	-3,4	105,3	107,2	107,8	108,0	109,4
Puerto Rico <sup>4</sup>	19,7	18,6	20,6	22,0	22,4	-0,2	0,4	0,1	-4,5	-3,6	52,9	49,5	54,6	61,0	66,0
<b>América del Sur</b>															
Argentina <sup>5</sup>	39,8	39,8	38,6	37,5	35,9	-4,4	-4,7	-4,5	-3,5	-2,4	55,1	53,3	52,6	54,1	52,7
Bolivia <sup>6</sup>	43,6	38,8	38,0	37,3	36,7	-5,9	-5,6	-6,3	-5,1	-4,3	40,6	46,2	50,9	51,4	52,3
Brasil <sup>7</sup>	30,2	30,8	30,2	30,6	29,7	-2,0	-2,5	-1,7	-2,3	-1,8	72,6	78,4	84,0	87,3	90,2
Chile	24,2	24,5	24,5	23,8	23,6	-1,9	-2,4	-2,4	-0,5	-0,1	17,3	21,0	23,6	23,8	24,6
Colombia <sup>8</sup>	26,6	24,4	25,3	25,2	24,7	-0,7	0,2	-0,2	0,1	0,8	50,6	50,7	49,4	49,3	48,2
Ecuador <sup>9</sup>	37,7	37,5	35,2	36,5	33,8	-3,9	-6,8	-3,2	-2,9	-1,0	33,8	42,9	45,0	48,0	50,1
Guyana <sup>10</sup>	28,4	31,5	33,0	33,3	33,8	-0,2	-3,3	-3,3	-4,2	-3,9	50,3	50,7	50,7	53,9	56,1
Paraguay	26,1	24,4	25,5	25,8	25,1	-1,3	0,6	0,6	0,7	1,2	24,0	24,9	25,6	26,5	26,1
Perú	21,2	19,9	20,1	20,3	20,0	-1,3	-1,4	-2,0	-2,2	-1,6	24,0	24,4	25,5	27,0	28,0
Suriname <sup>11</sup>	30,2	23,6	22,3	21,7	21,2	-7,9	-6,0	-5,0	-2,7	-1,5	43,0	75,8	72,1	68,5	67,7
Uruguay <sup>12</sup>	28,8	30,0	29,8	29,6	29,5	-0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,6	64,6	61,9	66,2	66,2	65,2
Venezuela <sup>13</sup>	34,8	33,9	40,6	37,4	36,6	-15,9	-16,8	-31,5	-24,2	-24,7	31,9	31,3	34,9	162,0	172,1
<b>América Central</b>															
Belice <sup>10, 14</sup>	33,0	29,9	30,5	27,7	27,8	-5,0	-1,1	-1,2	2,0	2,0	80,7	95,9	99,0	97,5	95,5
Costa Rica <sup>10</sup>	16,6	16,5	17,0	17,1	17,2	-3,0	-2,4	-3,1	-2,8	-2,1	40,9	44,9	49,1	52,8	55,9
El Salvador <sup>15</sup>	18,8	18,8	18,8	18,3	18,4	-0,7	-0,0	0,7	1,3	1,1	57,9	59,3	59,3	58,9	58,8
Guatemala <sup>10</sup>	10,7	10,6	10,5	10,7	11,0	0,1	0,4	0,1	0,0	-0,2	24,2	24,5	24,4	24,4	24,6
Honduras	24,0	25,0	24,8	24,4	25,0	0,0	0,2	0,7	0,3	0,0	39,8	41,2	43,9	43,8	44,1
Nicaragua <sup>15</sup>	24,6	25,9	26,1	26,4	26,4	-0,9	-0,9	-0,8	-1,3	-1,3	28,9	31,0	33,6	34,1	34,6
Panamá <sup>16</sup>	20,1	20,5	21,0	20,5	20,5	-0,6	-0,2	-0,3	0,1	0,2	37,2	37,1	38,2	37,7	37,0
<b>El Caribe</b>															
Antigua y Barbuda <sup>17</sup>	23,7	21,8	20,7	21,0	20,2	-0,1	2,4	-0,9	-2,7	-2,5	98,2	86,2	86,8	88,2	90,2
Bahamas <sup>10</sup>	17,2	17,5	21,5	17,9	17,5	-1,8	-0,3	-3,5	-0,4	0,1	51,1	53,0	57,2	57,5	57,0
Barbados <sup>18</sup>	27,9	26,3	25,4	25,5	25,5	-1,8	2,2	3,7	4,4	4,4	134,7	137,0	132,9	128,7	127,3
Dominica <sup>17</sup>	30,5	41,6	40,6	39,7	36,9	1,0	5,4	10,5	0,4	-1,3	77,2	74,9	87,6	93,6	87,3
Granada <sup>17</sup>	22,3	21,2	20,0	20,4	20,0	2,1	5,2	5,8	5,3	5,6	90,6	82,1	71,4	64,0	56,7
Haiti <sup>10</sup>	21,5	18,4	18,3	22,3	20,5	-2,2	0,2	-0,6	-2,0	-0,8	30,2	33,9	31,1	33,2	34,3
Jamaica <sup>17</sup>	19,9	20,4	22,3	22,4	22,3	7,2	7,6	7,0	7,0	7,0	121,3	113,9	104,1	98,3	94,0
República Dominicana <sup>15</sup>	15,1	14,7	15,4	14,7	14,6	2,4	0,1	-0,3	0,4	0,4	33,0	35,0	37,7	36,9	37,9
Saint Kitts y Nevis <sup>17</sup>	30,1	28,3	27,6	27,2	26,5	8,7	6,0	2,8	0,9	-0,3	70,6	65,6	62,4	60,3	57,5
San Vicente y las Granadinas <sup>17</sup>	26,5	26,6	27,9	28,6	28,7	-0,2	2,4	-0,2	0,1	0,2	79,4	82,9	80,8	81,4	81,2
Santa Lucía <sup>17</sup>	22,3	22,6	23,2	23,5	23,5	1,3	1,8	0,7	0,2	0,2	67,8	69,2	71,3	73,1	74,9
Trinidad y Tobago <sup>19</sup>	35,2	32,7	31,3	31,6	31,5	-6,2	-10,0	-8,0	-6,1	-5,1	27,9	37,5	41,3	41,7	44,7
<i>Partida informativa</i>															
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>28,9</b>	<b>28,7</b>	<b>28,2</b>	<b>27,7</b>	<b>27,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>54,5</b>	<b>57,8</b>	<b>60,5</b>	<b>64,7</b>	<b>65,7</b>
América del Sur <sup>20</sup>	31,3	30,4	30,8	30,4	29,5	-3,7	-4,0	-5,1	-4,0	-3,3	41,4	43,5	45,8	59,6	60,9
CAPRD <sup>21</sup>	18,6	18,8	19,1	18,9	19,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	37,4	39,0	40,9	41,2	41,8
El Caribe															
Economías dependientes del turismo <sup>22</sup>	24,5	25,1	25,5	25,1	24,6	2,5	4,3	3,5	2,3	2,1	87,9	85,0	83,8	82,8	80,7
Países exportad. de materias primas <sup>23</sup>	31,7	29,4	29,3	28,5	28,6	-4,8	-5,1	-4,4	-2,8	-2,1	50,5	65,0	65,8	65,4	66,0
Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) <sup>17, 24</sup>	25,5	27,0	24,9	25,3	24,7	2,0	1,7	2,6	0,5	0,5	77,0	74,8	73,2	73,1	71,8

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

<sup>1</sup>Las definiciones de las cuentas del sector público varían según el país en función de las diferencias institucionales, incluido lo que constituye la cobertura apropiada desde una perspectiva de la política fiscal, tal como la define el personal técnico del FMI. Todos los indicadores se reportan en base al año fiscal. Los agregados regionales son promedios ponderados por el PIB nominal en dólares de EE.UU., salvo que se indique lo contrario. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 2 de abril de 2018.

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

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

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

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

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

<sup>7</sup>Sector público no financiero, excluidas Petróbras y Electrobras, y consolidado con el Fondo Soberano de Inversión (FSI). La definición incluye las letras del Tesoro en el balance del banco central, incluidas aquellas no utilizadas en el marco de acuerdos de recompra (repos). La definición nacional de deuda bruta del gobierno general incluye el saldo de letras del Tesoro utilizadas para fines de política monetaria por el banco central (aquellas utilizadas como títulos en operaciones de repos pasivo). Excluye el resto de los títulos públicos mantenidos por el banco central. Según esta definición, la deuda bruta del gobierno general ascendió al 69,9 por ciento del PIB a finales de 2016.

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

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

<sup>10</sup>Corresponde solo al gobierno central.

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

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

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

<sup>14</sup>La deuda bruta de Belice incluye la deuda pública y la deuda pública garantizada. En 2017, las proyecciones del resultado primario del sector público incluyen una transferencia de capital excepcional de 2,5 por ciento del PIB. Excluida esta transferencia de capital excepcional, se proyecta un superávit primario de 1,3 por ciento del PIB.

<sup>15</sup>Gobierno general. El resultado para la República Dominicana en 2015 incluye el elemento de donación de la operación de recompra de deuda frente a Petróleos de Venezuela S.A. equivalente a 3,1 por ciento del PIB.

<sup>16</sup>Los coeficientes respecto del PIB se basan en las series del PIB con el año base 2007. Los datos fiscales corresponden al sector público no financiero, excluida la Autoridad del Canal de Panamá.

<sup>17</sup>Para gasto primario y balance primario se reporta el gobierno central. Para deuda bruta, el sector público. En el caso de Jamaica, la deuda pública incluye la deuda del gobierno central, garantizada y de PetroCaribe.

<sup>18</sup>Los balances totales y primarios incluyen las actividades no presupuestadas y las asociaciones público-privadas para el gobierno central y el sector público no financiero de Barbados. La deuda bruta incluye las tenencias del Sistema Nacional de Seguro.

<sup>19</sup>Para gasto primario se reporta el gobierno central. Para balance primario y deuda bruta, el sector público consolidado.

<sup>20</sup>Promedio simple de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

<sup>21</sup>Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

<sup>22</sup>Promedio simple de Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los Estados miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés).

<sup>23</sup>Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.

<sup>24</sup>La ECCU incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía, así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

Cuadro del anexo 2.3. Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales seleccionados, 2008-17

	Promedio 2008-17										2017		Últimos disponibles	
	PIB <sup>2</sup> (USD, miles de mill.)	Población (Millones)	PIB per cápita (USD, PPA)	Proporc. del producto nominal de ALC <sup>2</sup> (Porcentaje)	Crecimiento del PIB real (Porcent.)	Inflación del IPC <sup>3</sup> (Porcent.)	Cuenta corriente (% del PIB)	Ahorro interno (% del PIB)	Apertura del comercio <sup>4</sup> (% del PIB)	Reservas brutas <sup>5</sup> (% del PIB)	Tasa de desempleo (Porcent.)	Tasa de pobreza <sup>6</sup>	Coefficiente de Gini <sup>6</sup>	Calificación del crédito soberano <sup>7</sup>
<b>América del Norte</b>														
Canadá	1.652,4	36,7	48.265	...	1,7	1,6	-2,8	21,1	63,0	6,3	...	...	34,7	AAA
México	1.149,2	123,5	19.903	20,9	2,1	4,2	-1,6	21,6	65,8	3,4	11,7	51,8	...	BBB+
Estados Unidos	19.390,6	325,9	59.501	...	1,4	1,6	-2,7	17,1	28,6	4,4	...	48,1	...	...
Puerto Rico <sup>8</sup>	98,8	3,2	37.339	...	-1,7	1,4	...	...	...	12,5	...	...	...	...
<b>América del Sur</b>														
Argentina <sup>9</sup>	637,7	44,1	20.876	11,6	1,7	...	-1,2	16,4	...	8,4	4,5	42,1	...	B
Bolivia	37,1	11,1	7.547	0,7	5,0	5,2	1,5	21,6	69,8	4,0	13,5	47,3	...	BB-
Brasil	2.055,0	207,7	15.603	37,4	1,6	6,1	-2,5	17,1	23,6	12,8	9,2	51,7	...	BB-
Chile	277,0	18,4	24.537	5,0	3,0	3,1	-1,7	22,4	65,3	6,7	2,9	48,2	...	A+
Colombia	309,2	49,3	14.485	5,6	3,6	4,1	-3,6	20,5	35,7	9,3	13,5	52,5	...	BBB
Ecuador	102,3	16,8	11.482	1,9	3,4	3,7	-0,2	26,7	55,3	4,6	10,4	47,6	...	B-
Guyana	3,6	0,8	8.161	0,1	3,8	2,5	-8,3	8,7	122,1	...	...	...	...	...
Paraguay	29,6	7,0	9.826	0,5	4,9	4,5	0,5	17,2	95,1	5,7	8,8	49,3	...	BB
Perú	215,2	31,8	13.334	3,9	4,9	3,1	-3,0	21,2	49,5	6,7	9,0	44,7	...	BBB+
Suriname	3,3	0,6	14.606	0,1	1,6	13,2	1,8	...	103,1	12,7	...	...	...	B
Uruguay	58,4	3,5	22.371	1,1	4,1	7,9	-1,3	18,6	57,8	7,4	1,9	42,6	...	BBB
Venezuela <sup>10</sup>	210,1	31,4	12.114	3,8	-2,9	353,4	1,7	22,8	47,3	27,1	33,1	38,1	...	SD
<b>América Central</b>														
Belize	1,9	0,4	8.324	0,0	2,2	1,0	-5,9	13,6	125,4	9,0	...	...	...	B-
Costa Rica	58,1	5,0	16.877	1,1	3,5	4,4	-4,3	15,3	68,4	8,1	4,5	50,6	...	BB
El Salvador	28,0	6,4	8.948	0,5	1,4	1,7	-4,0	9,9	66,5	12,7	10,0	42,6	...	B-
Guatemala	75,7	16,9	8.145	1,4	3,2	4,4	-1,2	12,9	57,4	...	36,9	50,6	...	BB
Honduras	23,0	8,3	5.562	0,4	3,2	5,2	-6,6	18,0	86,6	5,6	36,5	52,5	...	BB-
Nicaragua	13,7	6,2	5.849	0,2	4,2	6,3	-9,9	19,9	102,0	6,1	16,1	51,5	...	B+
Panamá	61,8	4,1	25.351	1,1	6,6	3,1	-8,6	32,5	126,3	6,0	7,5	50,2	...	BBB
<b>El Caribe</b>														
Bahamas	11,6	0,4	31.139	0,2	-0,5	1,7	-12,2	16,5	74,6	10,1	...	...	...	BB+
Barbados	5,0	0,3	18.664	0,1	0,1	4,2	-7,5	8,7	89,4	7,7	...	...	...	CCC
Haití	8,6	11,0	1.815	0,2	1,8	8,6	-3,9	25,3	70,3	...	...	...	...	...
Jamaica	14,4	2,8	9.163	0,3	-0,1	7,9	-8,5	13,4	84,6	26,2	...	...	...	B
República Dominicana	75,0	10,2	16.944	1,4	4,9	4,2	-4,6	19,9	54,2	9,2	...	47,7	...	BB-
Trinidad y Tobago	21,6	1,4	31.367	0,4	-0,3	6,7	11,0	24,0	102,0	4,0	...	...	...	BBB-
Unión Monetaria del Caribe Oriental <sup>11</sup>	6,6	0,6	18.341	0,1	1,0	1,4	-4,1	16,3	113,2	...	...	...	...	...
Antigua y Barbuda	1,5	0,1	26.232	0,0	-0,1	1,7	0,5	24,8	139,9	...	...	...	...	...
Dominica	0,6	0,1	11.102	0,0	0,5	0,9	-6,5	11,5	109,1	...	...	...	...	...
Granada	1,1	0,1	14.926	0,0	1,3	1,3	-4,5	14,2	113,7	...	...	...	...	...
Saint Kitts y Nevis	0,9	0,1	26.845	0,0	2,3	1,2	-9,7	18,3	116,3	...	...	...	...	...
San Vicente y las Granadinas	0,8	0,1	11.491	0,0	0,2	1,5	-17,7	-3,3	91,8	...	...	...	...	...
Santa Lucía	1,7	0,2	14.450	0,0	1,5	1,4	2,2	19,7	118,1	...	...	...	...	...
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>5.492,9</b>	<b>619,8</b>	<b>15.785</b>	<b>100,0</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>19,3</b>	<b>42,5</b>	<b>15,7</b>	<b>12,8</b>	<b>49,5</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

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

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

1 Las estimaciones pueden ser distintas de aquellas reportadas por las autoridades nacionales debido a cambios de fuente y metodología. Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo el PIB regional en dólares de EE.UU. y la población que se calculan como totales. La serie del IPC excluye a Argentina y Venezuela. Como en el informe WEO del FMI, los datos y proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 2 de abril de 2018.

2 A tipos de cambio de mercado.

3 Fin de período, variación porcentual a 12 meses.

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

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

6 Datos de la Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDILAC), basados en las últimas encuestas de los hogares de cada país. En la mayoría de los casos, las encuestas corresponden a 2014 y 2015. La tasa de pobreza se define como la proporción de la población que gana menos de USD 2,50 diarios. Para ALC, la tasa de pobreza se define como el porcentaje de la población que gana menos de USD 3,1 diarios, tal como la define el BID. En el caso de Venezuela, la SEDILAC presenta estimaciones de la tasa de pobreza solo hasta 2006, y en el cuadro figura la estimación oficial de la tasa de pobreza para 2015 (primer semestre). Sin embargo, esta serie no ha sido divulgada desde mediados de 2015. Las estimaciones de la tasa de pobreza de ENCOVI (indicador estimado por la Universidad Simón Bolívar, la Universidad Central de Venezuela y la Universidad Católica Andrés Bello) señalan un marcado aumento de la tasa de pobreza, de 48,4 por ciento en 2014 a 87 por ciento en 2017. En el pasado, las estimaciones de ENCOVI han tendido a arrojar tasas de pobreza más altas que las correspondientes a los datos oficiales; por ejemplo, 73 por ciento en 2015 frente a 33,1 por ciento según el Instituto Nacional de Estadística (INE); y 48,4 por ciento en 2014, frente a 32,6 por ciento según el INE. El índice de Gini de los datos promedio del agregado son ponderados por la población y provienen de la Oficina de Censo de Estados Unidos y de Statistics Canada, respectivamente. Para Venezuela, el índice de Gini proviene del INE.

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

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

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

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

11 Debido a las limitaciones de los datos históricos, la Unión Monetaria del Caribe Oriental muestra el promedio entre 2014 y 2017 del balance en cuenta corriente, el ahorro interno y la apertura del comercio.

## Referencias

- Adler, G., R. Duval, D. Furceri, S. Çelik, K. Koloskova y M. Poplawski. 2017. “Gone with the Headwinds: Global Productivity”. IMF Staff Discussion Note 17, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Alleyne, T., I. Otker, U. Ramakrishnan y K. Srinivasan. 2017. “Unleashing Growth and Strengthening Resilience in the Caribbean”. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). 2017. “*Restoring Paradise in the Caribbean: Combating Violence with Numbers*”. Editado por H. Sutton y I. Ruprah. Washington, DC.
- Beaton, K., S. Cerovic, M. Galdamez, M. Hadzi-Vaskov, F. Loyola, Z. Koczan, B. Lissovolik, J. K. Martijn, Y. Ustyugova y J. Wong. 2017. “Migration and Remittances in Latin America and the Caribbean: Engines of Growth and Macroeconomic Stabilizers?”. IMF Working Paper 17/144, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Blake, G. O. 2017. “Using Changes in U.S. Immigration Laws to Estimate the Effect of Deportations on Crime in Latin America and the Caribbean”. *Social Science Quarterly* 98 (5): 1554–70.
- Brücker H., S. Capuano y A. Marfouk. 2013. “Education, Gender and International Migration: Insights from a Panel-Dataset 1980–2010”. Norface Research Programme on Migration, Migration: New Developments (primavera). Londres: Norface Migration, 31–32.
- Busso, M., L. Madrigal y C. Pagés. 2013. “Productivity and Resource Misallocation in Latin America”. *B.E. Journal of Macroeconomics* 13 (1): 1–30.
- Caceres, C., y L. Medina. 2015. “Measures of Fiscal Risk in Hydrocarbon-Exporting Countries”. *Middle East Development Journal* 7 (2): 160–74.
- Daude, C., y E. Fernández-Arias. 2010. “On the Role of Productivity and Factor Accumulation in Economic Development in Latin America and the Caribbean”. Working Paper 41, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Demirci, O., y J. Wong. De próxima publicación. “The Economics of Crime in Jamaica: Youth Opportunities, Violence, and a Vicious Cycle”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Enoch, C., W. Bossu, C. Caceres y D. Singh. 2017. *Financial Integration in Latin America: A New Strategy for a New Normal*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Gruss, B. 2014. “After the Boom — Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper 14/154, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Hsieh, C. T., y P. J. Klenow. 2009. “Misallocation and Manufacturing TFP in China and India”. *Quarterly Journal of Economics* 124 (4): 1403–48.
- Fondo Monetario Internacional. 2016. “Small States’ Resilience to Natural Disasters and Climate Change: Role for the IMF”. IMF Policy Paper, Washington, DC.
- . 2017a. “The Role of the Fund in Governance Issues—Review of the Guidance Note—Preliminary Considerations”. IMF Policy Paper, Washington, DC.
- . 2017b. “Trade Integration in Latin America and the Caribbean – Cluster Report”. IMF Country Report 17/66, Washington, DC.
- . 2017c. “Boosting Productivity: Taxes and Resources Misallocation in Brazil”. IMF Selected Issues Paper, Washington, DC.
- . 2017d. “Structural Weaknesses and Resource Misallocation in Mexico”. IMF Selected Issues Paper, Washington, DC.
- . 2018. “Productivity, External Demand and Factor Allocation in Uruguay”. IMF Selected Issues Paper, Washington, DC.
- Oficina de las Naciones Unidas contra la Droga y el Delito (ONUDD). 2017. Homicide and criminal justice statistics. <http://data.unodc.org>.



### 3. Credibilidad, comunicación y prociclicidad de la política monetaria en América Latina

*El efecto inflacionario de una depreciación importante y persistente del tipo de cambio ha llevado a reexaminar las respuestas de política monetaria de los bancos centrales de América Latina tras importantes shocks externos. La respuesta a estos shocks y la manera en que estas decisiones son comunicadas al público son interrogantes importantes. En este capítulo se sostiene que la credibilidad de un banco central —reflejada en el grado de anclaje de las expectativas de inflación— influye sobre las decisiones de política en respuesta a estos shocks y guarda una correlación positiva con la transparencia del banco central. En este sentido, se observa que la solidez del marco de transparencia y de las estrategias de comunicación de un banco central están relacionadas con una mayor previsibilidad de las decisiones de política y con un mejor anclaje de las expectativas de inflación. Ello, a su vez, puede ofrecer un mayor margen de maniobra a la política monetaria ante shocks transitorios de la inflación, a través de una mayor credibilidad del banco central.*

Tras una serie de shocks de los términos de intercambio y otros shocks de oferta, en los últimos 5 años las monedas de AL-5 —Brasil, Chile, Colombia, México y Perú— registraron algunas de las depreciaciones más importantes de las últimas décadas<sup>1</sup>, lo cual causó un incremento de la inflación por encima de las metas fijadas por los bancos centrales, en un entorno de actividad económica más débil y mayores brechas del producto. No obstante, el incremento de la inflación fue inferior al registrado en episodios anteriores, como consecuencia de la mejora

Este capítulo fue preparado por Yan Carrière-Swallow, Etribar Jafarov y Juan Yépez (jefe del equipo), con aportaciones de Andrea Pescatori y un equipo del Banco de España integrado por Alberto Fuertes, Ricardo Gimeno y José Manuel Marqués. Henrique Barbosa, Genevieve Lindow y Adrián Robles prestaron una excelente asistencia a la investigación.

<sup>1</sup>El análisis se enfoca en estas economías al ser estas las más grandes en la región, con cerca de dos décadas de experiencia en la implementación de un marco de metas de inflación. Esto a su vez permite al análisis tener la mayor cobertura posible en el tiempo para seguir de cerca la evolución de la política de los bancos centrales de AL-5.

de los marcos de política monetaria en las dos últimas décadas, que ayudó a contener el traspaso de los ajustes del tipo de cambio a los precios al consumidor (capítulo 3 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Aun así, las tensiones en la política monetaria se hicieron evidentes y las disyuntivas más pronunciadas. Los bancos centrales tuvieron que decidir si incrementaban las tasas de política monetaria para detener las presiones inflacionarias, persistentemente elevadas, y evitar el desanclaje de las expectativas de inflación, o bajar las tasas para compensar los efectos negativos sobre la oferta provocados por la pérdida de poder adquisitivo asociada a una mayor debilidad de los términos de intercambio (capítulo 2 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Los bancos centrales de AL-5, con la notable excepción de Chile, optaron por incrementar las tasas de interés de política monetaria (gráfico 3.1). Subir las tasas de interés cuando el crecimiento es débil supuso cierto grado de prociclicidad en la respuesta de política monetaria (Végh *et al.*, 2017)<sup>2</sup>.

Son varios los factores que podrían haber contribuido a la prociclicidad de la política monetaria<sup>3</sup>, y es probable que la credibilidad del banco central —reflejada en el grado de anclaje de las expectativas de inflación— sea uno de los más importantes. Concretamente, en este capítulo se sostiene que la solidez del ancla que mantuvo las expectativas a mediano plazo en su meta cuando se produjeron los shocks fue lo que más influyó sobre las decisiones de política. Entre las economías de AL-5, excepto en Chile, las encuestas de expectativas de inflación a mediano plazo permanecieron por encima del punto medio

<sup>2</sup>Para un análisis previo de la ciclicidad de la política monetaria véanse Végh y Vuletin (2013) y Cordella *et al.* (2014).

<sup>3</sup>Otros factores son el grado de dolarización financiera, la independencia del banco central y/o la calidad de la gestión de gobierno y las instituciones (Végh *et al.*, 2017). Atrasos en la consolidación fiscal, en medio de mayores desbalances en las cuentas externas, contribuyeron también a la prociclicidad de la política monetaria en algunos países de AL-5.

**Gráfico 3.1. Variaciones de las tasas de interés de política monetaria y brecha del producto**  
(Puntos porcentuales; mínimo-máximo inflación)



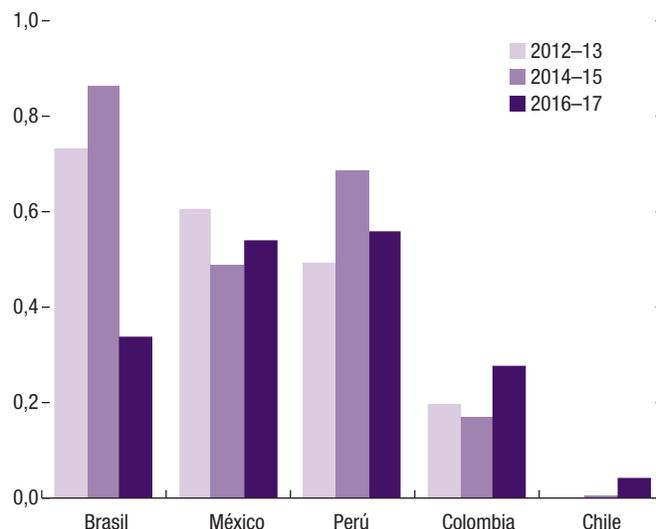
Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

de las metas de los bancos centrales por varios años (gráfico 3.2). Una dinámica similar se observa al analizar las expectativas de inflación obtenidas a partir de instrumentos financieros (recuadro 3.1)<sup>4</sup>.

Sin embargo, el hecho de partir con expectativas bien ancladas tampoco garantiza que se mantengan así una vez que la inflación se sitúe por un período prolongado fuera del rango fijado como meta por el banco central. Esto plantea la duda de si la comunicación efectiva de los bancos centrales podría ayudar a compensar la necesidad de endurecer la política monetaria cuando la inflación y/o sus expectativas se sitúan fuera del rango establecido como meta. En el capítulo se sostiene que la clave para aplicar una respuesta de política anticíclica sostenida es disponer de una estrategia de comunicación sólida dirigida a anclar las expectativas de inflación. Más concretamente, los bancos centrales deberían

<sup>4</sup>En el recuadro 3.1 se presenta una comparación entre las encuestas de expectativas de inflación y las expectativas de inflación basadas en instrumentos financieros.

**Gráfico 3.2. Desviación absoluta de las expectativas de inflación a mediano plazo respecto a la meta**  
(Puntos porcentuales)



Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

ofrecer claras orientaciones al público sobre la trayectoria futura condicional de la política monetaria y el balance de riesgos asociados a que la inflación alcance la meta dentro del horizonte de política del banco central.

En este contexto, el presente capítulo expone datos sobre el vínculo existente entre la credibilidad del banco central y la ejecución de una política monetaria anticíclica. Al comparar el comportamiento de las expectativas de inflación ante prolongados shocks de los términos de intercambio en una muestra de 20 economías con regímenes de metas de inflación, el capítulo subraya que la política monetaria es menos procíclica en economías donde las expectativas de inflación son más estables. A continuación, se analiza cómo influyen la transparencia y la comunicación en el aumento de la credibilidad del banco central, y se demuestra que existe un vínculo claro entre cuán abierta y clara es la comunicación del banco central y el anclaje de las expectativas de inflación. Por último, a partir de herramientas de análisis de texto, el capítulo analiza el contenido de las comunicaciones de los bancos centrales, refiriéndose a la información divulgada

en comunicados de prensa y minutas, y evalúa sus efectos sobre la credibilidad y la previsibilidad del banco central.

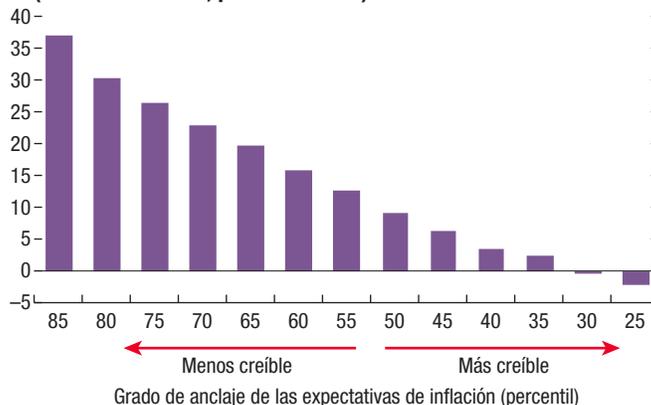
### Credibilidad del banco central y carácter cíclico de la política monetaria

La credibilidad percibida de las medidas de política de un banco central incide notablemente en el proceso de formación de las expectativas por parte del sector privado, que incluye el grado de volatilidad de dichas expectativas. En principio, las autoridades podrían haber ignorado los efectos sobre el nivel de precios de los últimos shocks de los términos de intercambio y haber permitido que estos se hagan sentir en la inflación general. Sin embargo, los prolongados efectos de estos shocks sobre la inflación podrían afectar a las expectativas del público en función del grado de anclaje, lo cual provocaría efectos de segunda ronda sobre la inflación. Los bancos centrales que se preocupan por que un mal anclaje en las expectativas de inflación pueda dañar la credibilidad del régimen de política monetaria basado en metas de inflación se verían obligados a adoptar medidas de política.

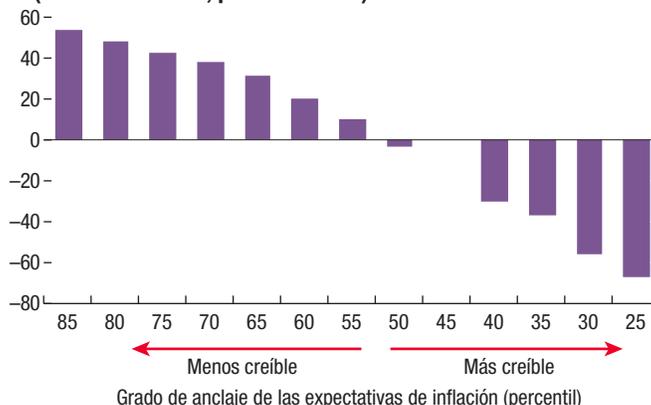
En este sentido, el permitir que las expectativas de inflación se alejen de la meta por un período prolongado acarrea costos elevados. Para ilustrar el carácter general de esta observación, se estima la respuesta de las brechas de las expectativas de inflación a mediano plazo —es decir, la diferencia absoluta entre las expectativas de inflación y la meta del banco central— ante un importante y prolongado shock inflacionario en una muestra de 20 economías con estrategias de metas de inflación (gráfico 3.3, panel 1). Cada barra presenta el promedio de la brecha acumulada de las expectativas de inflación a lo largo de cuatro trimestres como respuesta a un descenso del 20 por ciento de los términos de intercambio. Dichas respuestas se basan en la estimación de una autorregresión vectorial con datos de panel y términos de interacción (IPVAR) y varían en función del tamaño de la brecha

**Gráfico 3.3. Respuesta acumulada de 20 economías con regímenes de metas de inflación a una reducción del 20 por ciento de los términos de intercambio, 2000–17**

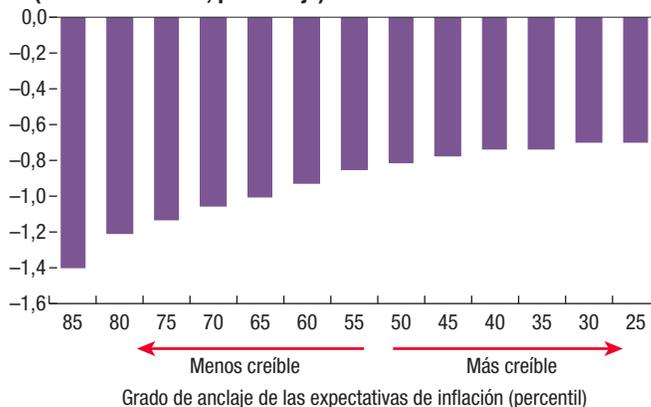
**1. Brechas de la inflación a mediano plazo (Cuatro trimestres; puntos básicos)**



**2. Incremento necesario de la tasa de política monetaria para reducir la inflación un punto porcentual (Cuatro trimestres; puntos básicos)**



**3. Demanda interna (Cuatro trimestres; porcentaje)**



Fuentes: Consensus Economics; Haver Analytics; FMI, base de datos de International Financial Statistics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

de las expectativas de inflación —un indicador de la credibilidad del banco central (Demerzis, Marcellino y Vieg, 2012)— en el año anterior al shock<sup>5</sup>.

Los resultados indican que, en una economía con un anclaje menor de las expectativas, las brechas de las expectativas de inflación se amplían significativamente después de un shock de los términos de intercambio. Por ejemplo, una economía cuya distancia inicial entre las expectativas de inflación a mediano plazo y la meta del banco central se sitúe por encima del percentil 75 de la distribución registraría un aumento de la brecha de las expectativas de 30 puntos básicos después de un shock de los términos de intercambio<sup>6</sup>. En cambio, las economías cuyos bancos centrales gozan de más credibilidad (es decir, con brechas de la inflación por debajo del percentil 50) no experimentaron un aumento significativo de dichas brechas tras ese mismo shock.

El nivel de credibilidad del banco central al comienzo del shock también parece influir sobre la respuesta de política (gráfico 3.3, panel 2). Allí donde se registra un mayor deterioro de las expectativas de inflación, se observa también un incremento más pronunciado de las tasas de política monetaria. Por otro lado, las economías con un mejor anclaje inicial de las expectativas de inflación bajaron las tasas de política monetaria, a pesar de que la inflación observada era mayor. La respuesta de la demanda interna obtenida a partir del marco IPVAR muestra que el mayor grado de prociclicidad de países con menor credibilidad del banco central agravó los efectos del shock de los términos de intercambio sobre la actividad económica (gráfico 3.3, panel 3).

<sup>5</sup>Como se analiza en Towbin y Weber (2013), el uso de términos de interacción en vectores autorregresivos (VAR) de panel es una forma sencilla de permitir coeficientes con variación determinística intertemporales y entre países. Por tanto, este marco ofrece una alternativa a los marcos de coeficientes estocásticos variables en el tiempo utilizados a menudo en VAR de un único país. Véanse los detalles técnicos en el anexo 3.1.

<sup>6</sup>Gelos y Ustyugova (2017) encuentran un resultado similar, que cuando la inflación se encuentra en niveles relativamente altos, los shocks a los precios de materias primas tienen un mayor efecto de traspaso a la inflación.

Si unas expectativas de inflación bien ancladas son clave para determinar el modo en que los bancos centrales responden a shocks de inflación transitorios, ¿qué pueden hacer los bancos centrales para conseguir un mejor anclaje en las expectativas? Varios trabajos empíricos han encontrado que las expectativas se anclan gradualmente a la meta cuando los bancos centrales ganan credibilidad al lograr estabilidad en los precios (Bordo y Siklos, 2015). Asimismo, se muestra que hay una relación fuerte y positiva entre la credibilidad y la transparencia del banco central. Ante esto, la siguiente sección presenta datos que muestran que un marco de política creíble y transparente es clave para la conducción de una política monetaria anticíclica.

## Transparencia y credibilidad del banco central

Por lo que se refiere a los marcos de política, la adopción durante las tres últimas décadas de regímenes de metas de inflación en América Latina ha coincidido con un mejor anclaje de las expectativas de inflación. Sin embargo, como se ha expuesto en la sección anterior, todavía hay margen para mejorar dichos marcos. Otra de las características de estos marcos en constante evolución ha sido el grado de transparencia de la banca central que, a pesar de haber mejorado significativamente, se sitúa por debajo del de países comparables (gráfico 3.4)<sup>7</sup>. La transparencia permite que el público entienda mejor las metas del banco central, así como los factores que motivan sus decisiones de política monetaria. Ello, a su vez, permite la rendición pública de cuentas de los bancos centrales independientes y un aumento de la credibilidad con el transcurso del tiempo (Blattner *et al.*, 2008). En esta sección se demuestra empíricamente que la solidez de los

<sup>7</sup>En este capítulo se utiliza el índice de transparencia de los bancos centrales de Dincer y Eichengreen (2014), que incluye cinco categorías, relativas a los aspectos político, económico, de procedimiento, de política y operativo de dicha transparencia. El índice no controla por la calidad de las publicaciones de los bancos centrales, y puede crear cierta incertidumbre alrededor de los niveles de transparencia reportados. En este contexto, los rankings presentados representan una posición relativa pero no absoluta, y los resultados son presentados usando el rango de los niveles de transparencia en la muestra de veinte países.

### 3. CREDIBILIDAD, COMUNICACIÓN Y PROCICLICIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA

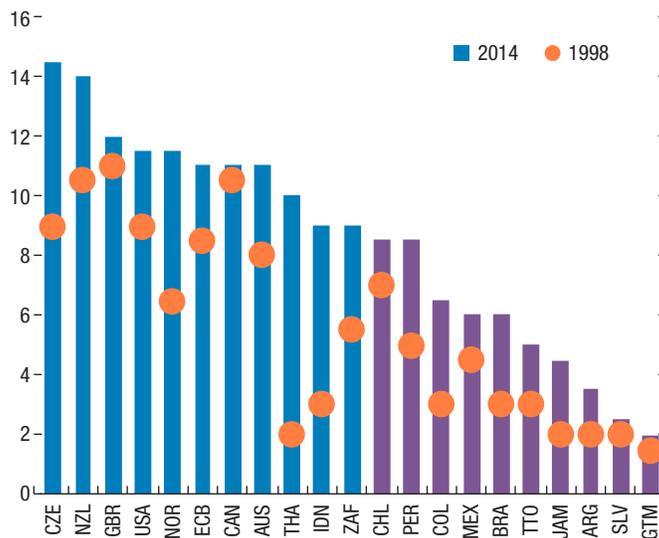
marcos de transparencia ha ido acompañada de una mayor credibilidad del banco central.

Si bien no hay consenso sobre qué es lo que constituye un marco de prácticas óptimas de transparencia, se considera que sus elementos básicos son los siguientes: 1) un objetivo de política oficial, como la estabilidad de precios (incluida una cuantificación expresa de dicho objetivo); 2) una evaluación del estado actual de la economía; 3) una explicación de las decisiones de política; 4) un análisis prospectivo, y 5) la publicación de los datos y pronósticos económicos utilizados en la evaluación del banco central.

En los marcos de transparencia de los bancos centrales de AL-5 es característico que las decisiones sobre las tasas de política monetaria vayan acompañadas de *comunicados de prensa* en los que se explica la decisión y se ofrece una evaluación de la balanza de riesgos para la inflación. Además, los escenarios base y el conjunto de riesgos se definen en *informes de política monetaria* que se publican trimestralmente. Junto a dichos informes, los bancos centrales divulgan los datos en los que se basan las decisiones de política monetaria (brecha del producto, inflación, expectativas de inflación, salarios, empleo y PIB). Todos los bancos centrales de AL-5, excepto el Banco Central de Reserva del Perú, hacen públicas las *minutas* de sus reuniones sobre política monetaria antes de su próxima reunión. En la transcripción no se asignan nombres a los comentarios, y los votos solo se atribuyen en el caso de Chile y Brasil. Como parte del componente de rendición de cuentas del marco de transparencia, los gobernadores de los bancos centrales son citados periódicamente a comparecer en *audiencias parlamentarias* (Brasil, Chile, Colombia, México) y algunos bancos centrales han comenzado a publicar *transcripciones* de las reuniones en las que se toman las decisiones de política monetaria, con gran rezago (Chile)<sup>8</sup>. Las deficiencias del marco surgen como consecuencia de carencias en materia de transparencia operativa (por la falta de evaluaciones de los pronósticos y los resultados operativos).

<sup>8</sup>En el recuadro 3.2 consta una descripción detallada del marco de transparencia del Banco Central de Chile, uno de los bancos centrales más transparentes de la región.

**Gráfico 3.4. Índice de transparencia de los bancos centrales (Índice)**



Fuente: Dincer y Eichengreen (2014).

Nota: Las barras moradas denotan países de América Latina y el Caribe. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

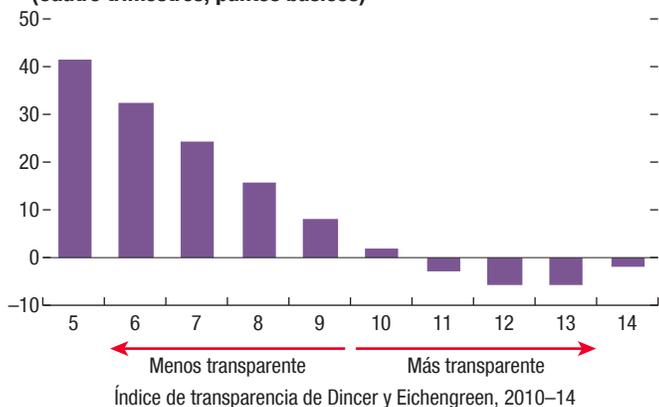
La transparencia respecto a las metas de política monetaria, las expectativas, los errores de política cometidos anteriormente y las posibles respuestas de política futuras reduce la incertidumbre en torno a las políticas y mejora la capacidad de gestión de expectativas de los bancos centrales (Blinder *et al.*, 2008). Esto a su vez conlleva a que la transparencia del banco central esté asociada a mayores niveles de credibilidad y a una menor prociclicidad en la política monetaria. Las respuestas de las brechas en las expectativas de inflación de mediano plazo (el indicador de credibilidad del banco central que se utiliza aquí), las de las tasas de interés de política y la de la demanda interna a un shock de los términos de intercambio pueden ser analizadas a través del mismo marco IPVAR utilizado en la sección anterior. Se obtienen funciones de impulso respuesta condicionales al permitir que los coeficientes del IPVAR varíen con los niveles de transparencia de la banca central<sup>9</sup>.

A pesar de que este marco no permite establecer una identificación causal en la relación entre la

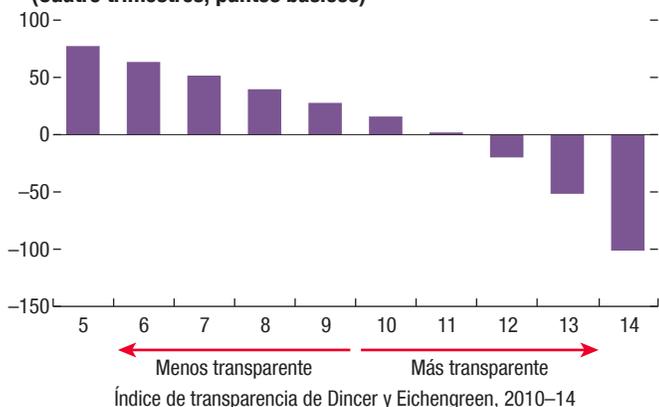
<sup>9</sup>Véanse los detalles técnicos en el anexo 3.1.

**Gráfico 3.5. Respuesta acumulada de 20 economías con regímenes de metas de inflación a una reducción del 20 por ciento de los términos de intercambio, 2000–17**

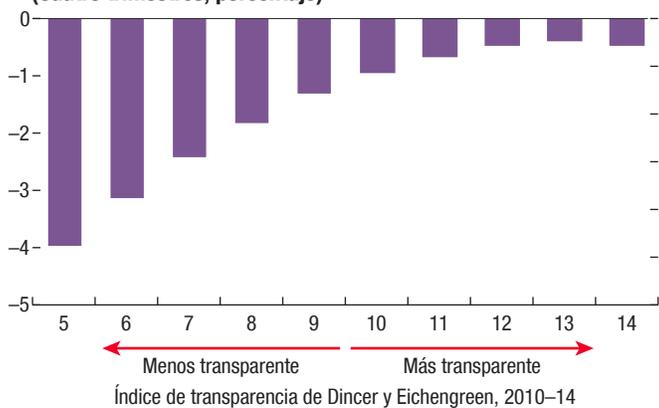
**1. Brechas de las expectativas de inflación a mediano plazo (Cuatro trimestres; puntos básicos)**



**2. Incremento necesario de la tasa de política monetaria para reducir la inflación un punto porcentual (Cuatro trimestres; puntos básicos)**



**3. Demanda interna (Cuatro trimestres; porcentaje)**



Fuentes: Consensus Economics; Dincer y Eichengreen (2014); FMI, base de datos de International Financial Statistics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: El índice de transparencia de Dincer y Eichengreen va de 1 a 15; 15 es el nivel de transparencia más alto.

transparencia y la credibilidad, los resultados muestran que la relación entre estas dos variables es altamente significativa. El gráfico 3.5 (panel 1) muestra la reacción de las brechas de las expectativas de inflación a mediano plazo en función de la transparencia del banco central. En la muestra de 20 economías con regímenes de metas de inflación, una menor transparencia se asocia a un aumento significativo de las brechas de las expectativas de inflación en respuesta a los shocks inflacionarios. En consonancia con otros estudios, se observa que las ventajas de incrementar la transparencia del banco central presentan rendimientos decrecientes<sup>10</sup>. Los mayores beneficios se consiguen principalmente en niveles de transparencia bajos, lo cual indica que muchos de los bancos centrales de América Latina, caracterizados por un nivel de transparencia reducido, pueden beneficiarse de una ampliación de sus marcos de transparencia.

Un mejor anclaje de las expectativas de inflación, ligado a una mayor transparencia del banco central, facilita la implementación de políticas anticíclicas. En el análisis se observa que el grado de transparencia guarda relación con la prociclicidad de la política monetaria tras una caída de los términos de intercambio (gráfico 3.5, panel 2). En concreto, en las economías con bancos centrales menos transparentes, se produce un endurecimiento más notable de las tasas de política monetaria como reacción al shock. Los bancos centrales con la calificación media actual de AL-5 en transparencia incrementaron sus tasas de política monetaria en 50 puntos básicos por cada incremento de 100 puntos básicos de la inflación tras el descenso de los términos de intercambio. En cambio, los países con el nivel de transparencia actual de Australia no modificaron las tasas de

<sup>10</sup>El análisis de otro indicador de la credibilidad permite ampliar el análisis a una muestra de mayor tamaño. Brito, Carrière-Swallow y Gruss (2018), en una muestra de 44 países, destacan que existe una fuerte relación entre la transparencia del banco central y la falta de consenso entre los expertos en pronósticos de inflación, otra de las variables sustitutas habituales para el anclaje de las expectativas. Una mejora de la transparencia, partiendo de niveles reducidos, se asoció a una importante reducción de la falta de consenso sobre los pronósticos, incluso en países que jamás habían adoptado un régimen de metas de inflación.

política monetaria<sup>11</sup>. La aplicación de una política monetaria más restrictiva provoca un aumento de la volatilidad macroeconómica, puesto que inflación y producto se mueven en direcciones opuestas tras el descenso de los términos de intercambio (gráfico 3.5, panel 3).

Aunque es probable que las economías de AL-5 todavía tengan margen para mejorar, es posible que a estos bancos centrales les convenga más centrarse en la calidad de sus comunicaciones que en la cantidad. En la próxima sección se trata de establecer un vínculo causal entre la transparencia y la comunicación, al enfocarse en los componentes de comunicación de los marcos de transparencia de los bancos centrales y al medir el efecto de estos sobre las perspectivas del mercado sobre la senda futura de las tasas de interés y sobre la inflación de mediano plazo.

## Comunicaciones de los bancos centrales: De cantidad a calidad

En un marco de transparencia dado, la aplicación de una estrategia de comunicación sólida por parte del banco central debería fortalecer la relación señal/ruido. En este sentido, no se trata de cuánta información se divulga, sino de qué calidad tiene la información que se ofrece al público. En esta sección se analizan las estrategias de comunicación de los bancos centrales de AL-5 y sus efectos sobre la previsibilidad y la credibilidad de los bancos centrales en los últimos ocho años, un período caracterizado por shocks significativos de términos de intercambio y otros shocks de oferta<sup>12</sup>.

¿Qué constituye una estrategia de comunicación eficaz? Blinder (2009) postula que “las medidas de los bancos centrales para una comunicación eficaz deberían hacer más predecibles las políticas y más precisas las expectativas del mercado respecto a las

tasas a corto plazo futuras”. A fin de realizar un análisis empírico, la previsibilidad a corto plazo de un banco central puede medirse mediante encuestas de analistas del mercado financiero, recopiladas el día antes de cada decisión de política monetaria. Se pregunta a los analistas por sus expectativas respecto al resultado de la inminente decisión de política monetaria. La diferencia entre las expectativas y el resultado podría considerarse un error de pronóstico o una noticia sorpresiva de política monetaria. La presencia de importantes errores de pronóstico de las tasas de interés a corto plazo futuras podría ser señal de deficiencias en el marco de comunicación<sup>13</sup>.

La previsibilidad a corto plazo de las decisiones sobre las tasas de interés es baja en América Latina (gráfico 3.6, panel 1), con la notable excepción de Chile. Los errores de pronóstico de Colombia y Brasil son los más importantes de la muestra de 18 economías con regímenes de metas de inflación. Las noticias sorpresivas sobre política monetaria también son más frecuentes en América Latina. Desde 2010, por ejemplo, el Banco de la República de Colombia ha “sorprendido” a los mercados en una de cada cinco reuniones (gráfico 3.6, panel 2). La baja previsibilidad de las políticas podría ser consecuencia de una mayor volatilidad de los shocks inflacionarios que afectan a la región. No obstante, la frecuencia de las noticias sorpresivas sobre política monetaria ha aumentado en los últimos años en todos los bancos centrales de AL-5 —excepto en Brasil—, a pesar de que los shocks inflacionarios previos se habían disipado en gran medida (gráfico 3.6, panel 3). Como se verá más adelante, la calidad de la comunicación del banco central puede estar detrás de la reducida previsibilidad de las políticas de algunos bancos centrales de la región<sup>14</sup>.

<sup>13</sup>Si bien la previsibilidad a corto plazo es importante y sin duda forma parte de los objetivos de un banco central, la previsibilidad de las decisiones de política monetaria debería contemplarse en un contexto más amplio y durante períodos prolongados.

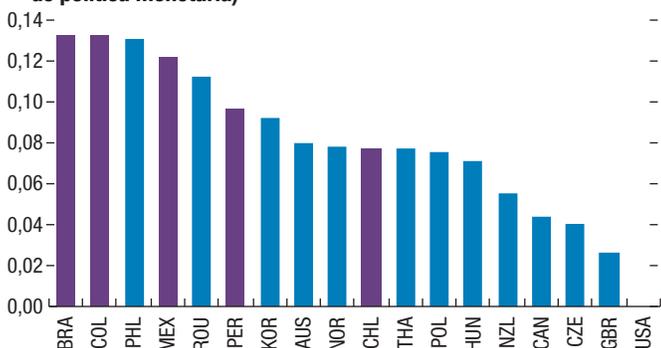
<sup>14</sup>Fracasso, Genberg y Wyplosz (2003) desarrollan una serie de indicadores de la calidad de los informes sobre inflación de 19 países y observan que una mayor calidad de los informes está vinculada a un menor número de noticias sorpresivas sobre las políticas. En particular, tres indicadores subjetivos —cuán convincente se considera el informe, cuán bien refleja los conocimientos del personal técnico y la calidad del estilo de redacción— aumentan la previsibilidad de las decisiones sobre las tasas de interés.

<sup>11</sup>Salvo indicación en contrario, las calificaciones de transparencia se refieren a 2014, el último año sobre el cual está disponible el índice de Dincer y Eichengreen (2014). Esto podría proporcionar una visión desactualizada para algunos bancos centrales, y no reflejaría las mejoras recientes en los marcos de transparencia.

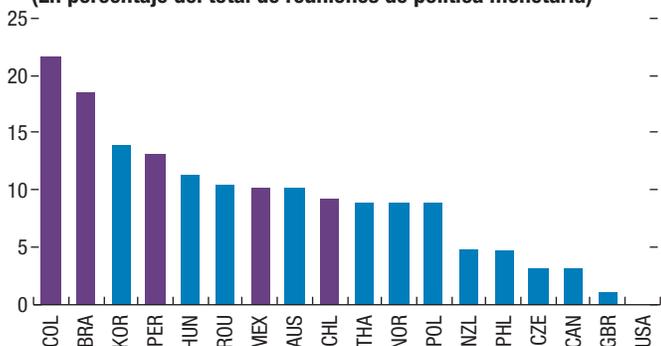
<sup>12</sup>En concreto, se observa la estructura y el contenido de los comunicados de prensa en los que se divulgan las decisiones de política y las minutas de las reuniones de política monetaria.

### Gráfico 3.6. Previsibilidad de la política monetaria

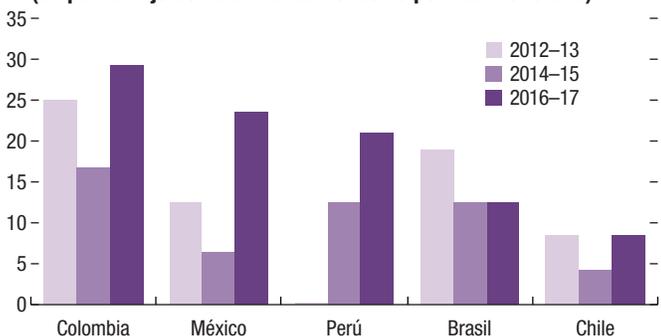
#### 1. Magnitud de las sorpresas de política monetaria, 2010–17 (Raíz cuadrada del error cuadrático medio de los pronósticos de política monetaria)



#### 2. Frecuencia de las sorpresas de política monetaria, 2010–17 (En porcentaje del total de reuniones de política monetaria)



#### 3. Evolución de las noticias sorprendentes de política monetaria en AL-5 (En porcentaje del total de reuniones de política monetaria)



Fuentes: Bloomberg Finance L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

Un indicador importante de la comunicación de los bancos centrales se centra en sus publicaciones. La extensión de los documentos del banco central es un parámetro cuantificable que podría reflejar tanto el nivel de detalle que desea transmitir al público como sus esfuerzos por incrementar la

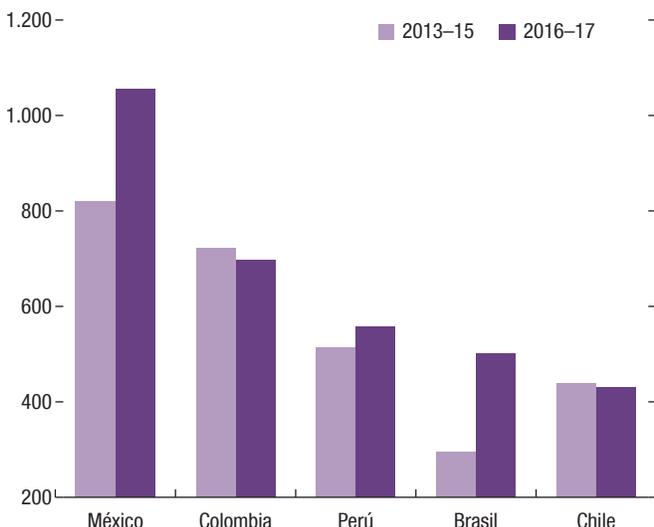
transparencia en los procedimientos (Taborda, 2015). En el gráfico 3.7 se representan las tendencias de los últimos años en cuanto a la extensión de los comunicados de prensa que acompañan las decisiones de política en las economías de AL-5. México y Brasil muestran cambios importantes en los últimos años; los bancos centrales de ambos países dedican más texto a explicar sus decisiones de política y a evaluar los riesgos para las perspectivas de inflación. En ambos casos, la mayor extensión de los comunicados de prensa es consecuencia de un esfuerzo por mejorar la transparencia de las políticas. En el caso de Brasil, las declaraciones previas a 2016 no ofrecían explicaciones sobre los factores que influían en las decisiones del comité de política monetaria<sup>15</sup>.

Por supuesto, más palabras no significa necesariamente mayor claridad de la comunicación. Los bancos centrales podrían explayarse en el número de palabras sin ofrecer información importante. La complejidad del lenguaje puede influir significativamente en que un texto sea inteligible o ininteligible. En el gráfico 3.8 (panel 1) se presentan las calificaciones de legibilidad media de las comunicaciones de prensa de los bancos centrales de AL-5<sup>16</sup>. Estas calificaciones se comparan con los parámetros de referencia para determinar la claridad de las comunicaciones. Es evidente que en Chile y, en menor grado, en Colombia se ha producido una mejora de la claridad de las comunicaciones. Estos índices sugieren que el lenguaje utilizado en las declaraciones de prensa de Chile, Colombia y Perú es equiparable en cuanto a complejidad al de la sección de negocios de la prensa local, mientras que los comunicados de prensa de los bancos

<sup>15</sup>La explicación de las decisiones de política se incluía en las minutas de las reuniones de política monetaria, que se publican con un rezago de dos semanas.

<sup>16</sup>Se utilizaron las versiones en español de los comunicados de prensa de Chile, Colombia, México y Perú, y la traducción al inglés en el caso de Brasil. Para Brasil se utiliza el índice de facilidad de lectura de Flesch, que se define como  $RE = 206,835 - (1,015 \times ASL) - (84,6 \times ASW)$ , donde ASL = promedio de palabras por oración y ASW = promedio de sílabas por palabra. Con arreglo a Taborda (2015), para los documentos en español de las demás economías de AL-5 se utiliza el índice Flesch-Szigriszt, que se define como  $RE = 206,835 - (ASL) - (84,6 \times ASW)$ .

**Gráfico 3.7. Longitud de texto de los comunicados de prensa de bancos centrales, 2013–17**  
(Promedio del recuento de palabras)



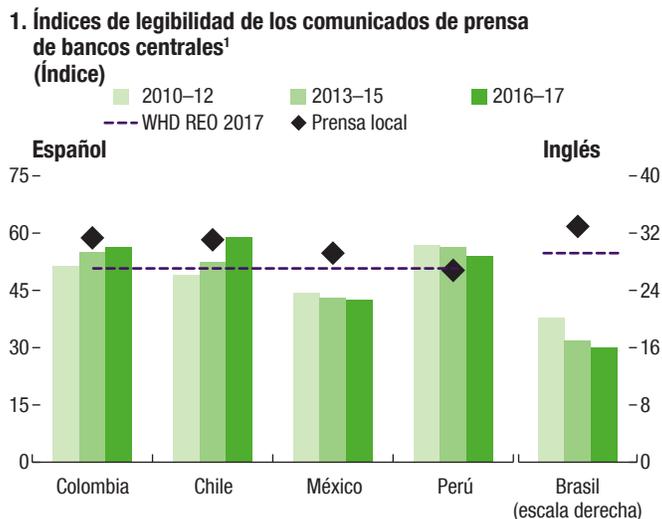
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

centrales de Brasil y México utilizan un lenguaje más complicado<sup>17</sup>. Un comunicado de prensa de un banco central más largo no solo cuesta más de leer, sino que puede reducir la capacidad de los participantes del mercado de hacer juicios razonados, lo cual pone de relieve la diferencia entre cantidad y calidad de las comunicaciones (gráfico 3.8, panel 2). Una mayor legibilidad de las declaraciones de prensa se asocia también a un número menor de errores de pronóstico de la política monetaria (gráfico 3.8, panel 3).

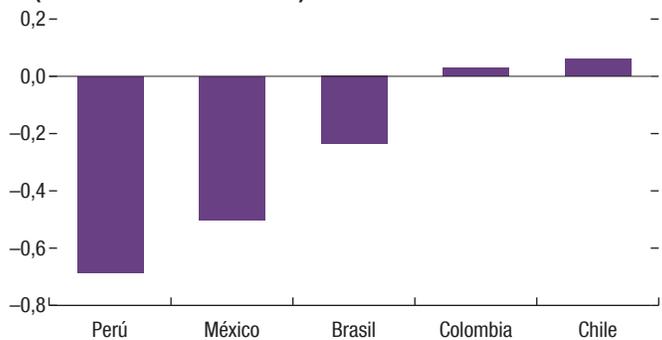
En relación con el contenido, los bancos centrales también pueden mejorar la eficacia de la política monetaria si incluyen terminología prospectiva en sus comunicaciones. El gráfico 3.9 muestra con qué frecuencia se publican comunicaciones de prensa que incluyen orientaciones explícitas sobre la probable trayectoria futura de la política

<sup>17</sup>Las minutas son otra de las herramientas de comunicación importantes del banco central a la hora de determinar las expectativas del mercado. No obstante, el presente análisis se centra en las comunicaciones de prensa, puesto que suelen ser objeto de mayor atención por parte de los medios de comunicación, lo cual permite a los bancos centrales llegar a un público más amplio, y no solo a los participantes del mercado (Berger, Ehrmann y Fratzscher, 2011). En particular, son las expectativas de inflación del público en general las que terminan alimentando la evolución real de la inflación.

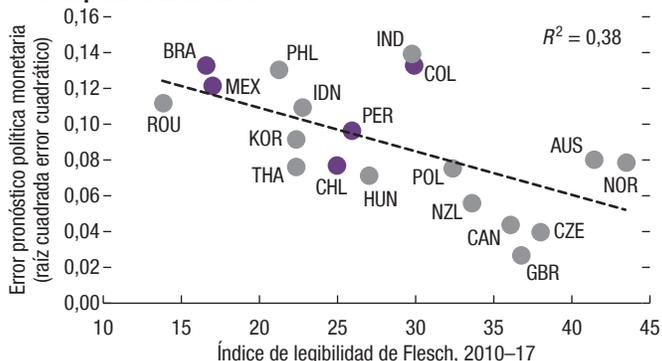
**Gráfico 3.8. Claridad de las comunicaciones de bancos centrales**



**2. Correlación entre longitud de texto y calificación de legibilidad, 2011–17**  
(Coeficientes de correlación)



**3. Claridad de las comunicaciones del Banco Central y previsibilidad de la política monetaria<sup>2</sup>**



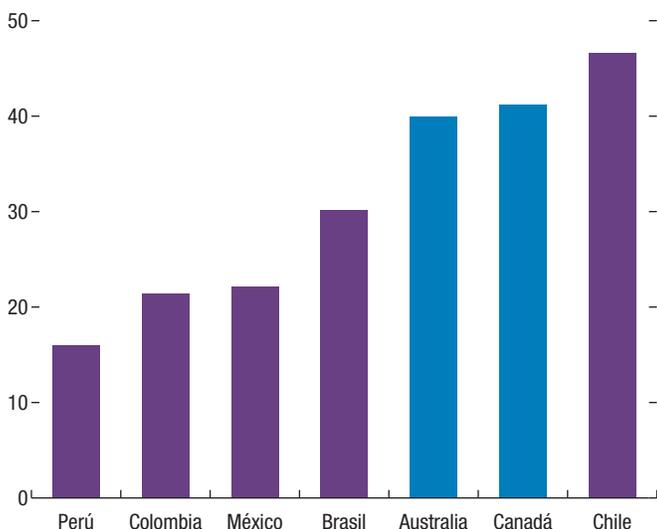
Fuentes: Bloomberg Finance L.P. y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: WHD REO = *Perspectivas Económicas: Las Américas*. Departamento del Hemisferio Occidental.

<sup>1</sup>Prensa local se refiere a los artículos publicados en la sección de negocios de *Folha Internacional* (Brasil), *El Mercurio* (Chile), *El Espectador* (Colombia), *El Universal* (México) y *El Comercio* (Perú).

<sup>2</sup>El gráfico muestra el índice de legibilidad de Flesch para los comunicados de prensa en inglés. Para México se utiliza la sección de política monetaria del reporte trimestral de inflación traducido al inglés.

**Gráfico 3.9. Frecuencia de las orientaciones de política explícitas en comunicados de prensa de bancos centrales, 2011–17**

(Porcentaje del total de comunicados de prensa)



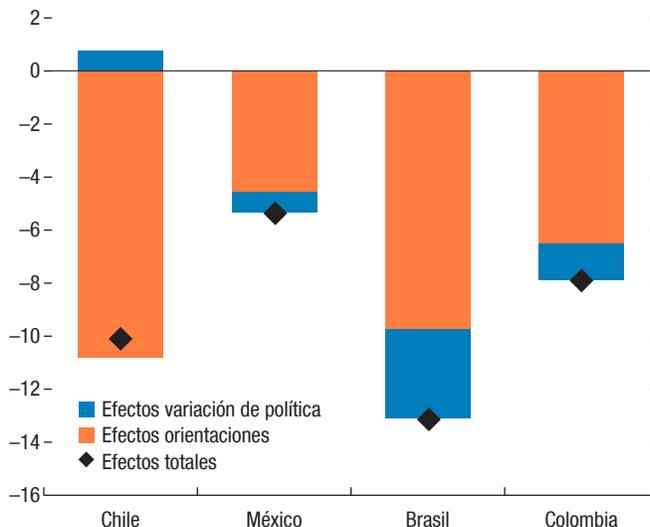
Fuentes: Sitios web de bancos centrales y cálculos del personal técnico del FMI.

monetaria. Durante 2011–17, con la notable excepción del Banco Central de Chile, los bancos centrales de América Latina recurrieron con poca frecuencia a orientaciones de política explícitas. El Banco Central de Chile, por otro lado, ha incluido un “sesgo” con una frecuencia de una vez cada dos reuniones. El uso de la terminología prospectiva parece guardar relación con una mayor transmisión de las tasas de política monetaria a las expectativas de inflación. Como se indica en el gráfico 3.10, parece que las decisiones de política monetaria tienen un mayor efecto sobre las medidas de compensación de la inflación si van acompañadas de anuncios que contienen un “sesgo” de política explícito. Este análisis permite una identificación más directa sobre los efectos de la transparencia en la credibilidad. Los resultados sugieren que mayor transparencia promueve mayor credibilidad, lo cual brinda soporte a los resultados presentados en la sección anterior.

Para guiar las expectativas de mercado no solo se requieren comunicaciones prospectivas, sino coherencia entre hechos y palabras. El historial de comunicaciones y decisiones de política monetaria afianza la previsibilidad y credibilidad del banco

**Gráfico 3.10. Efectos de un incremento inesperado de la tasa de política monetaria sobre la inflación en punto de equilibrio, 2011–17**

(Puntos básicos; variación a un día de la diferencia de rendimientos entre los bonos nominales a 10 años y los bonos del Estado vinculados a la inflación)

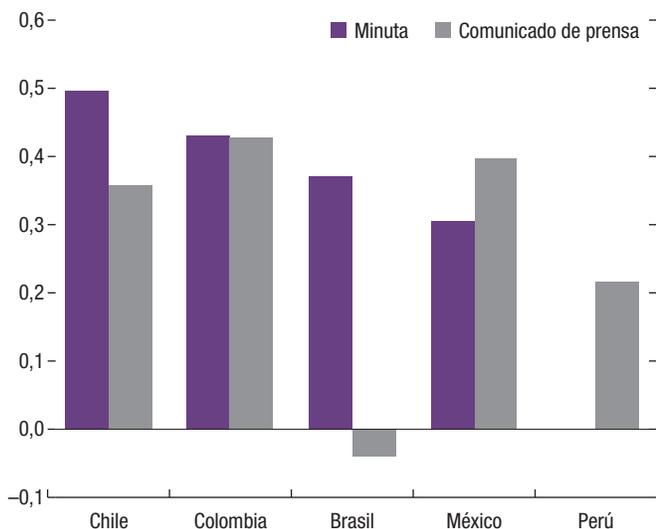


Fuentes: Bloomberg Finance L.P.; sitios web de bancos centrales; y cálculos del personal técnico del FMI.

central. El uso de indicadores de lingüística computacional permite, en primer lugar, calificar de “duro” o “blando” el tono utilizado en la sección de debate de política de las minutas, según la terminología y el contexto elegidos<sup>18</sup>. En segundo lugar, el tono de la comunicación puede compararse con las medidas de política del banco central. En el gráfico 3.11 se muestra la correlación entre índices de tono y variaciones futuras de la tasa de política monetaria. Los bancos centrales de AL-5 suelen respaldar sus palabras con hechos. Un tono más “duro” (“blando”) suele traducirse en un endurecimiento (relajación) de las tasas de política monetaria en reuniones posteriores. El tono empleado en los documentos de los bancos centrales de Colombia y México es un elemento fiable para proyectar futuros cambios en las políticas. Como se ha dicho anteriormente, esto es de particular importancia cuando la credibilidad del banco central no está del todo consolidada.

<sup>18</sup>Véase en el anexo 3.2 una explicación sobre la forma de construir este índice de tono.

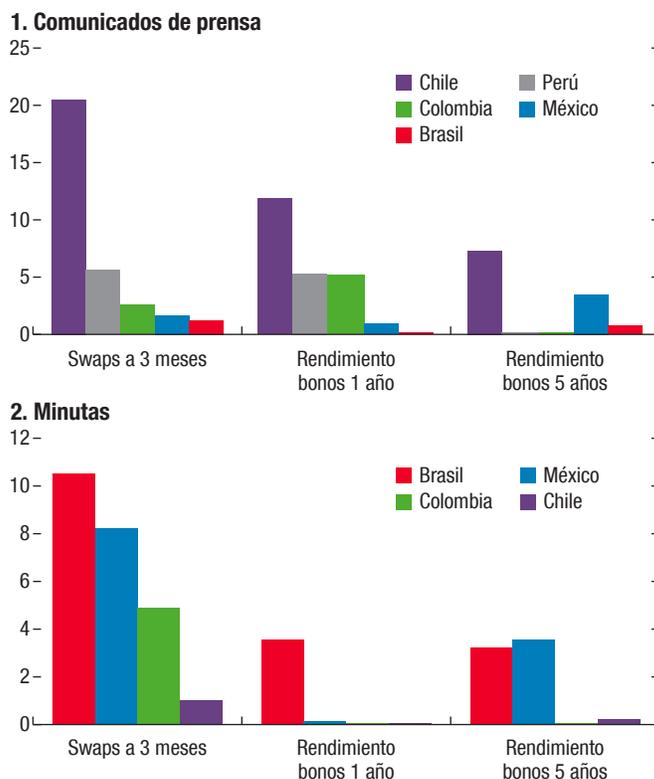
**Gráfico 3.11. Correlación entre el índice de tono y las variaciones de las tasas de política monetaria futuras, 2011–17 (A un mes)**



Fuentes: Sitios web de bancos centrales y cálculos del personal técnico del FMI.

Por último, parece que los mercados escuchan al banco central, puesto que el tono de los comunicados de prensa y las minutas no incide solo en el extremo corto de la curva de rendimientos, sino también en las tasas de interés a mediano y largo plazo (gráfico 3.12). En Chile, el tono de los comunicados de prensa del banco central explica en gran medida la variación de las tasas de mercado (en particular la de las tasas a corto plazo), mientras que el tono de las minutas tiene un efecto insignificante. La diferencia se debe a que las minutas están estrechamente vinculadas a los comunicados y al rezago en su publicación (recuadro 3.2). La sensibilidad del mercado al tono de los comunicados de prensa es más débil en las demás economías de AL-5. De todos modos, parece que las tasas de mercado son algo sensibles al tono de las minutas en Brasil, México y, en menor medida, Colombia. Estos resultados indican que, en relación con un nivel determinado de credibilidad del banco central, el uso eficaz de la comunicación puede proporcionar mayor margen de maniobra para la política monetaria ante shocks transitorios a la inflación.

**Gráfico 3.12. R-cuadrado a partir de las regresiones de variaciones diarias de las tasas de mercado y el índice de tono, 2011–17 (Porcentaje)**



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

Nota: El panel 1 muestra la diferencia del R-cuadrado ajustado entre una regresión de la variación diaria de las tasas de mercado en la variación inesperada de la política monetaria y una regresión que incluye el índice de tono de la comunicación. El panel 2 muestra el R-cuadrado ajustado de una regresión de la variación diaria de las tasas de mercado respecto al índice de tono de las minutas.

## Conclusiones para las políticas

La credibilidad de un banco central —medida por la diferencia absoluta entre las expectativas de inflación a mediano plazo y el punto medio de las metas fijadas por el banco central— influye sobre las decisiones de política en respuesta a shocks inflacionarios a corto plazo. Los bancos centrales de América Latina presentan un panorama heterogéneo en este contexto. Al mismo tiempo, su credibilidad guarda una estrecha relación con la transparencia y la comunicación. En América Latina, los bancos centrales se encuentran en etapas de desarrollo distintas del marco de transparencia y la estrategia de comunicación, que continúan evolucionando.

Según se desprende del análisis presentado en este capítulo, los bancos centrales de la región tienen margen para aumentar su transparencia en favor de fortalecer su credibilidad. Esto ayudaría al público a prever con mayor acierto las decisiones del banco central y a alinear sus expectativas de inflación a mediano plazo con el objetivo del banco central, con lo cual se reforzarían los efectos de las modificaciones de la política monetaria. Esto a su vez podría contribuir a reducir (aumentar) la prociclicidad (anticiclicidad) de la política monetaria y el posible costo de una variación de esta política, dependiendo de los shocks que afecten a la economía.

Para que la transparencia mejore la previsibilidad, es fundamental el papel de la estrategia de comunicación. Lo importante no es solo qué tipo de información publican los bancos centrales, sino también cómo la comunican al público en general. El análisis de este capítulo sostiene que los bancos centrales que se expresan de forma clara y sin ambigüedades suelen estar entre los más previsibles. En este sentido, es evidente que los bancos centrales que ofrecen orientaciones explícitas sobre el “sesgo” de la política durante el período previo a las decisiones de política

monetaria, estando estas explícitamente condicionadas a los pronósticos actuales, mejoran considerablemente la transmisión de las tasas de política monetaria a medidas de compensación de la inflación a largo plazo.

Si bien en los últimos años la transparencia y los marcos de comunicación han mejorado considerablemente, los bancos centrales de América Latina obtienen calificaciones relativamente bajas en distintos indicadores de transparencia. Ante esta situación, la región debería seguir fortaleciendo dichos marcos. Entre las medidas que pueden adoptarse está corregir las actuales carencias de los datos, por ejemplo, ampliando el horizonte de las encuestas de expectativas. Los bancos centrales de AL-5 deberían plantearse la posibilidad de publicar los votos y comentarios de los distintos miembros del comité, y los bancos centrales que no divulgan las minutas de las reuniones de política deberían plantearse hacerlo<sup>19</sup>. El rezago en la publicación de las minutas también puede reducirse<sup>20</sup>. No obstante, la transparencia y la comunicación no son la panacea, y los bancos centrales deben elaborar estrategias alineadas con los objetivos de política.

<sup>19</sup>En este contexto, las minutas desempeñan un papel esencial en la comunicación del banco central, particularmente para aquellos bancos centrales que toman decisiones de política por votación en un comité de política monetaria, como ocurre en muchos países de la región. En particular, las minutas ofrecen una explicación más completa de las razones que justifican las decisiones del comité y sus opiniones sobre los riesgos para las proyecciones; por lo tanto, presentan información adicional no ofrecida por otras herramientas de comunicación. Por ejemplo, Ehrmann y Fratzscher (2007) concluyen que una comunicación más activa por parte de los miembros del comité mejora significativamente la previsibilidad de las decisiones de política monetaria.

<sup>20</sup>Desde agosto de 2015, el Banco de Inglaterra publica las minutas junto con las decisiones sobre las tasas de interés.

### Recuadro 3.1. Expectativas de inflación obtenidas de instrumentos financieros en América Latina

Las expectativas de inflación de los agentes económicos son un elemento fundamental de la toma de decisiones sobre consumo e inversión tanto de los hogares como de las empresas. Sin embargo, son difíciles de observar. Una posibilidad para obtener expectativas de inflación es utilizar un método basado en la opinión consensuada de expertos en pronósticos económicos, como las encuestas a dichos expertos publicadas por los bancos centrales.

Las encuestas tienen el inconveniente de que se divulgan con relativa poca frecuencia y que la información se recibe con cierto rezago. Además, solo abarcan un conjunto pequeño de horizontes temporales y, como se observa en los estudios (Ang, Bekaert y Wie, 2007; Chan, Koop y Potter, 2013), existe cierto sesgo e inercia en las respuestas. En vez de utilizar encuestas, este recuadro pretende presentar los resultados de obtener las expectativas de inflación a través de los precios de los activos financieros en un conjunto de países de América Latina.

Las expectativas de inflación suelen obtenerse del análisis del diferencial entre los bonos convencionales y los bonos indexados<sup>1</sup>. En América Latina, son pocos los países que emiten bonos vinculados a la inflación y no existe ningún mercado para opciones sobre la inflación. Debido a la liquidez relativamente baja de los valores vinculados a la inflación en los mercados de América Latina<sup>2</sup>, utilizamos un método alternativo, desarrollado por Gimeno y Marqués (2012), para obtener expectativas de inflación a partir de bonos nominales estándares en un marco afín que considere como factores la inflación observada y los parámetros generados en las curvas de rendimiento cero. Utilizamos los datos sobre bonos del Estado de cuatro países —Brasil, Chile, Colombia, México— para calcular el modelo afín<sup>3</sup>.

En el gráfico 3.1.1 se muestran las expectativas de inflación calculadas a partir de nuestro modelo para los horizontes a 1, 5 y 10 años, así como el nivel de metas de inflación determinado por el banco central de cada país. Al comparar la evolución de las expectativas para el horizonte a 1 año con las de los horizontes a 5 y 10 años, puede verse el distinto grado de anclaje. Las expectativas de inflación de Brasil y Colombia muestran una pauta similar para todos los horizontes, mientras que las de Chile y México son más volátiles en el horizonte a 1 año y registran poca variación en los horizontes más largos.

Por lo que se refiere a los niveles de metas de inflación establecidos por los bancos centrales, la mayoría de los países registran actualmente expectativas de inflación dentro de los límites del intervalo en horizontes largos, aunque Brasil y Colombia han experimentado recientemente períodos en los que las expectativas de inflación se han situado muy por encima de estos límites. De hecho, ambos países registraron expectativas de inflación por encima del límite superior de las metas de los bancos centrales antes del importante descenso experimentado desde el comienzo de 2016. Por otro lado, México presenta expectativas de inflación a largo plazo ligeramente superiores al límite del intervalo, situado en el 4 por ciento, debido principalmente a la reciente variación del peso, provocada por el aumento de la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales con Estados Unidos. En el caso de Brasil, la profunda recesión de 2015–16 ha afectado a las exportaciones, que se han reducido significativamente desde comienzos de 2016. El comportamiento de las expectativas de inflación comenzó a cambiar en Brasil al final de 2016; las expectativas aumentaron para los horizontes largos. En el caso de Colombia, parece que la serie de subidas de la tasa de interés de política monetaria en 2016 ancló las

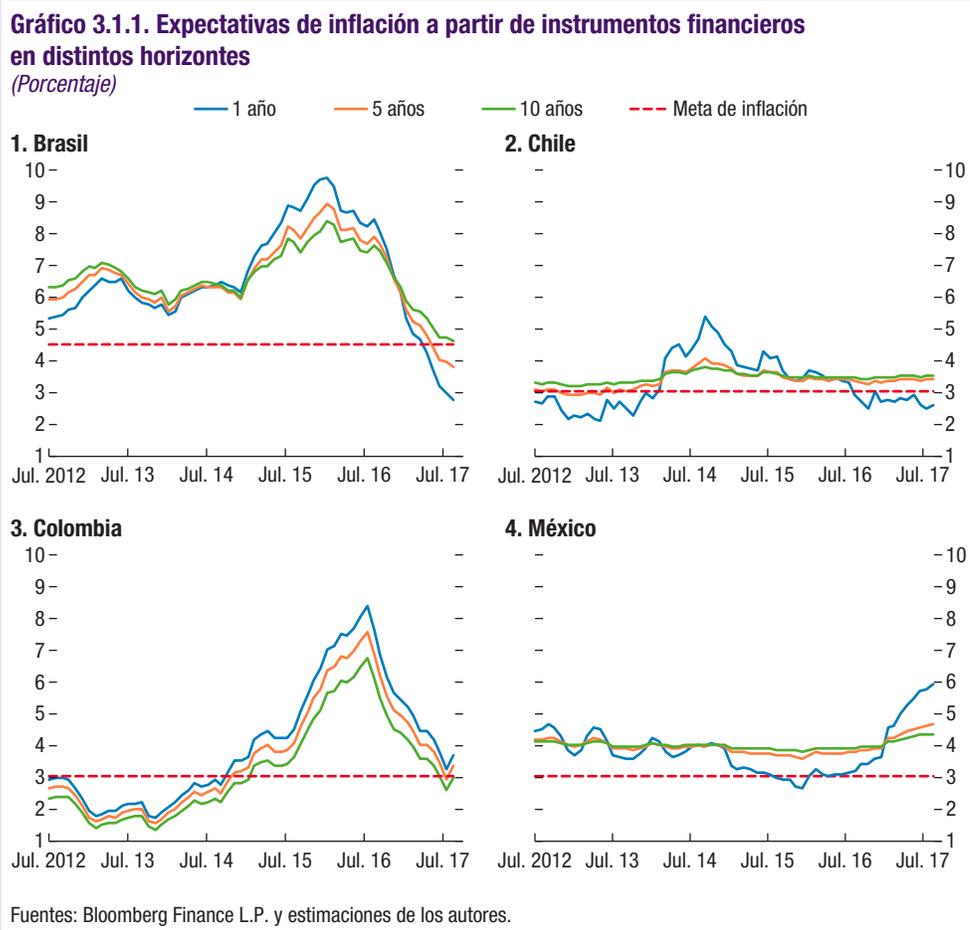
Este recuadro fue preparado por Alberto Fuertes, José Manuel Marqués y Ricardo Gimeno del Banco de España.

<sup>1</sup>Estas medidas de compensación de la inflación suelen estar sesgadas, debido a la prima de liquidez que existe en el mercado para bonos vinculados a la inflación.

<sup>2</sup>Con la notable excepción de Chile, donde los bonos indexados a la inflación representan la mayor parte de los bonos del Estado a largo plazo en circulación.

<sup>3</sup>Asimismo, con la aplicación de este método, podemos obtener un indicador de las expectativas de inflación sin prima de riesgo, puesto que el modelo permite descomponer las tasas de interés nominales como la suma de las tasas de interés sin riesgo reales, la inflación esperada y la prima de riesgo.

Recuadro 3.1 (continuación)



expectativas de inflación, situadas ahora más cerca de la meta del banco central. Chile ha experimentado una tendencia descendente de las expectativas a corto plazo implícita en los mercados de deuda desde mediados de 2014. Si bien las expectativas de inflación a corto plazo se mantienen por debajo de la meta de inflación, la inflación esperada en los horizontes a largo plazo ha sido en general acorde con la meta a mediano plazo.

Por último, comparamos la exactitud de los pronósticos de las expectativas de inflación obtenidos con nuestro modelo con los de las encuestas. En el cuadro 3.1.1 se muestra el coeficiente del error cuadrático medio (ECM) obtenido a partir de nuestras encuestas, incluido nuestro modelo, sobre el ECM calculado a partir de la inflación observada como valor predicho futuro (como en un proceso de raíz unitaria). Si el coeficiente es inferior a uno, significa que los valores esperados ofrecen un mejor pronóstico de la inflación futura que suponer que la inflación seguirá siendo la misma de hoy. Ambos indicadores, tanto las expectativas de inflación de las encuestas como las de nuestro modelo, muestran un ECM inferior al del pronóstico de raíz unitaria. Al comparar los dos indicadores, la inflación esperada de las encuestas muestra un ECM inferior para Brasil, Colombia y México. Lo contrario ocurre en el caso de Chile. Curiosamente, un promedio simple de los dos valores esperados arroja un ECM inferior en todos los países excepto Brasil, lo cual indica que las expectativas de inflación obtenidas a partir de nuestro modelo complementan las de las encuestas y ofrecen información adicional sobre el pronóstico.

Recuadro 3.1 (continuación)

**Cuadro 3.1.1. Errores de pronóstico de la inflación esperados**

País	Muestra	Encuesta <sup>1</sup>	Modelo <sup>1</sup>	Encuesta-Modelo <sup>1</sup>
Brasil	Febrero de 2007–octubre de 2016	0,5833	0,8812	0,6178
Chile	Julio de 2012–diciembre de 2016	0,7813	0,6344	0,6187
Colombia	Febrero de 2005–noviembre de 2016	0,7956	0,9356	0,7898
México	Mayo de 2001–noviembre de 2016	0,6350	0,7078	0,6349

Fuente: Cálculos de los autores.

<sup>1</sup>Coficiente del error cuadrático medio (ECM) de la inflación esperada según encuestas y nuestro modelo sobre el ECM del pronóstico que utiliza la inflación observada como valor pronosticado. Encuesta-Modelo utiliza como valores pronosticados el promedio de la inflación esperada obtenido de la encuesta y de nuestro modelo. La inflación esperada se refiere a 12 meses en el caso de Brasil, Colombia y México, y a 11 meses en el de Chile.

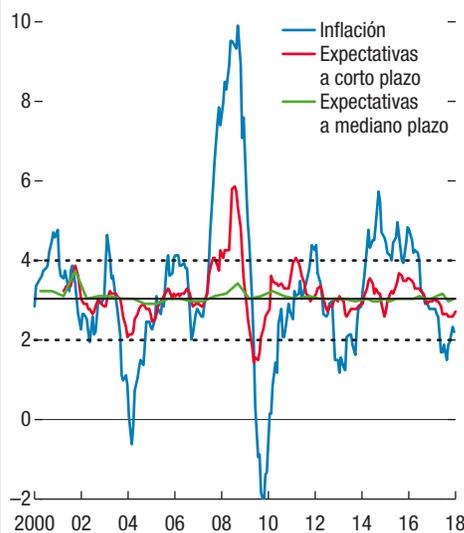
### Recuadro 3.2. Marcos de comunicación de los bancos centrales: El caso del Banco Central de Chile

Tras un período de convergencia en los años noventa, en septiembre de 1999 Chile adoptó un tipo de cambio de libre flotación y un régimen de metas de inflación. Desde entonces, el Banco Central de Chile (BCC) ha hecho mucho hincapié en su comunicación con el público, lo que lo ha convertido en uno de los bancos centrales más transparentes de América Latina (véase el gráfico 3.4 en el texto principal del capítulo). Contar con un mandato bien definido, explicado de forma pormenorizada en el informe de política monetaria, le ha ayudado a comunicar con claridad sus intenciones de política<sup>1</sup>.

Combinar un mandato claro, haciendo hincapié en la transparencia, ha ayudado a Chile a mantener una inflación media reducida y a forjarse una sólida credibilidad. A pesar de que la inflación realizada es muy volátil —porque Chile es una economía abierta pequeña, y el peso fluctúa con las materias primas (Cashin, Céspedes y Sahay, 2004)—, desde 2000 el promedio de inflación ha sido de 3,2 por ciento, casi del todo acorde con la meta puntual del BCC. En consecuencia, las expectativas de inflación han estado bien ancladas en torno a la meta fijada por el Banco Central; las expectativas a mediano plazo casi nunca se han desviado más de unos pocos puntos básicos, incluso cuando la inflación efectiva ha estado por encima de la meta durante largos períodos, como por ejemplo después de la fuerte depreciación del peso en 2013–14 (gráfico 3.2.1)<sup>2</sup>.

Pese a estos logros, el BCC procura seguir aumentando su previsibilidad y su capacidad de gestión de las expectativas del sector privado. En septiembre de 2017, el Banco Central puso en práctica una serie de cambios en sus procedimientos de comunicación y toma de decisiones, para mejorar la calidad de la información que se divulgaba al público (BCC, 2017)<sup>3</sup>. Entre ellos están reducir la frecuencia de las reuniones de política monetaria; hacer coincidir las reuniones con la publicación del Informe de política monetaria; incluir menos información adicional en los comunicados (esto es, las votaciones, los principales argumentos proporcionados por los miembros del Consejo y el contexto macroeconómico), y comenzar a publicar una transcripción completa de las reuniones, con un rezago de 10 años. En conjunto, estos cambios reducirán el número de actos informativos importantes —comunicados

**Gráfico 3.2.1. Inflación efectiva y esperada en Chile**  
(Porcentaje)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las expectativas corresponden al pronóstico medio, a saber, de "Consensus". Las expectativas a corto plazo se refieren a pronósticos sintéticos a 12 meses. Las expectativas a mediano plazo se refieren a la inflación esperada a 2 años naturales.

Este recuadro fue preparado por Yan Carrière-Swallow y Andrea Pescatori.

<sup>1</sup>Con la adopción del régimen de metas de inflación en el año 2000, el BCC adoptó para la inflación medida por el IPC una banda de 2 a 4 por ciento en un horizonte de 12 a 24 meses. Desde 2007, el BCC viene destacando con mayor claridad que "su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCC orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento anual en el horizonte de política en torno a dos años" (BCC, 2017).

<sup>2</sup>Cabe señalar que el BCC forma parte de un marco institucional por lo general sólido que ha limitado la inestabilidad de los flujos de capitales y ha protegido a la economía de las turbulencias en los mercados financieros mundiales.

<sup>3</sup>Estimamos que, después de aplicar dichas reformas, la transparencia del BCC ha alcanzado una puntuación de 11,5 en la escala de Dincer y Eichengreen (2014).

**Recuadro 3.2** (continuación)

sobre las reuniones y publicación del informe— de 16 a 8 por año, y un aumento del contenido informativo de cada uno de ellos.

El actual marco de transparencia de la política monetaria del Banco Central de Chile contempla los siguientes medios de difusión:

- El *Informe de política monetaria*, el principal instrumento del Consejo para explicar los argumentos en los que se basan las decisiones de política, se publica trimestralmente o cada dos reuniones de política, en español e inglés. Es importante destacar que en todos los informes se indica claramente que el objetivo de política es volver a situar la inflación en la meta dentro del horizonte de política de dos años, y el documento aborda la forma en la que el Consejo tiene previsto cumplir esta meta. Asimismo, el Informe es el medio elegido para divulgar los principales pronósticos, como los gráficos de abanico sobre crecimiento e inflación, y presentar (ocasionalmente) estimaciones de factores inobservables como la tasa de crecimiento potencial.
- Los *comunicados* se publican en español después de cada reunión de política monetaria. En ellos se dan a conocer las decisiones, y se explican la evolución reciente y futura esperada de las principales variables y riesgos<sup>4</sup>. Casi la mitad de los comunicados publicados desde 2011 incluyen orientaciones claras y concisas sobre la trayectoria futura probable de la política monetaria (véase el gráfico 3.9 en el texto principal del capítulo), y están explícitamente condicionados a los pronósticos actuales. Desde septiembre de 2017, los comunicados incorporan información sobre los argumentos empleados por los miembros del Consejo, así como lo que han votado. El comunicado publicado el 1 de febrero de 2018 fue el primero en adaptarse al nuevo formato, con una extensión 3,5 veces superior al promedio de los comunicados de 2017. A pesar de ser más largo, la complejidad del lenguaje utilizado se mantuvo prácticamente sin variación y sigue siendo acorde con la terminología de la sección de economía y negocios del diario local *El Mercurio* (véase el gráfico 3.8 en el texto principal del capítulo).
- Las *minutas* de las reuniones de política monetaria se publican con un rezago de dos semanas desde 2006, como hacen muchos bancos centrales en otras regiones (por ejemplo, Israel, Nueva Zelandia, Suecia), pero con más rapidez que otros bancos centrales importantes (el Banco Central Europeo, la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Japón). En relación con los comunicados, las minutas solían incluir información adicional sobre detalles del debate de la reunión, por ejemplo, sobre las perspectivas, las alternativas de política planteadas, los argumentos de los miembros del Consejo y el resultado de la votación. Las minutas suelen tener un efecto muy limitado sobre los mercados (véase el gráfico 3.12 en el texto principal del capítulo), lo cual indica que su contenido está estrechamente alineado con los comunicados. Después de aplicar los cambios recientes, la cantidad de información adicional de las minutas se ha visto reducida sustancialmente, rebajando todavía más sus efectos probables sobre los mercados.

Contar con una política prospectiva organizada alrededor de un objetivo a mediano plazo ha sido fundamental para que el BCC pueda comunicar sus argumentos a favor de aplicar una política monetaria acomodaticia a pesar de las desviaciones persistentes de la inflación con respecto a la meta. Dada su importancia, en el futuro habría que plantearse la introducción de ajustes en el marco de comunicación del BCC. Al día de hoy, los comunicados y los informes ofrecen orientación cualitativa sobre las decisiones que probablemente se necesiten para que la inflación vuelva a su meta en el horizonte de política. También suelen referirse a si la opinión del Consejo coincide en general con las expectativas del mercado que se desprenden de los instrumentos financieros.

<sup>4</sup>La traducción al inglés se publica en paralelo, pero en una nota se especifica que el contenido que prevalece es el de la versión en español.

**Recuadro 3.2** *(continuación)*

En muchos bancos centrales con una calificación de transparencia elevada (Nueva Zelandia, la República Checa y Suecia), la comunicación se facilita con la publicación de la trayectoria futura de la tasa de interés de política monetaria con arreglo al escenario de base del Consejo. Incluir un gráfico de abanico del escenario base ayuda a ilustrar la incertidumbre asociada a las perspectivas. Una estrategia de este tipo permitiría ganar en información y precisión, y evitar así que se malinterpretasen, en algunos casos, las declaraciones verbales. No obstante, hay que tener cuidado de no crear confusión en torno a la naturaleza del compromiso del banco central con esa trayectoria, que debería seguir estando condicionada al estado futuro de la economía. Como describe a fondo Woodford (2012) a partir de la experiencia reciente del Riksbank de Suecia, una estrategia tan explícita puede exponer también al banco central a dudas acerca de su falta de credibilidad si las expectativas del mercado no son acordes con la trayectoria futura publicada.

### Anexo 3.1. Modelo de vectores autorregresivos con datos de panel y metodología

La estrategia empírica para estimar los efectos de los shocks de los términos de intercambio sobre las brechas de las expectativas de inflación y la prociclicidad de la política monetaria se basa en un marco de vectores autorregresivos con datos de panel (PVAR) que capta la respuesta dinámica de la tasa de interés de política monetaria, la demanda interna y el tipo de cambio efectivo nominal, la inflación medida por el índice de precios al consumidor (IPC) y las brechas de las expectativas de inflación a dos años ante un shock de los términos de intercambio similar al que la región experimentó en los últimos seis años.

Los problemas de simultaneidad se abordan en la identificación del modelo empírico, suponiendo que en los países de la muestra que se usa en el capítulo los términos de intercambio vienen dados como exógenos; es decir, las variaciones en los términos de intercambio pueden interpretarse como una fuente exógena de fluctuaciones agregadas. Este supuesto es habitual en estudios relacionados (véase Schmitt-Grohé y Uribe, 2018).

Como se mencionó antes, el modelo PVAR se amplía para incluir términos de interacción como en Towbin y Weber (2013), a fin de permitir que los coeficientes de las variables “internas” varíen en forma determinística con las características estructurales del país: el grado de anclaje en el momento de iniciarse el shock y el nivel de transparencia del banco central. Ambas variables presentan un rezago de un año para evitar problemas de endogeneidad.

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

$$\begin{pmatrix} y_t^* \\ y_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} A_{11,i,t}(L) & 0 \\ B_{21,i,t}(L) & B_{22,i,t}(L) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{t-1}^* \\ y_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 0 & 0 \\ 0 & C_{22} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} I_t \\ X_{i,t} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} R_1 & 0 \\ R_2 & R_3 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{i,t}^* \\ \varepsilon_{i,t} \end{pmatrix} \quad (\text{A3.1.1})$$

$$B_{pq,i,t} = A_{pq,i,t} + D_{pq,i,t} X_{i,t} \quad (\text{A3.1.2})$$

Los coeficientes de las variables internas,  $B$ , varían con las características de los países  $X_{i,t}$  (en este caso, credibilidad y transparencia).  $\varepsilon_{i,t}^*$  y  $\varepsilon_{i,t}$  son vectores de shocks independientemente identificados.  $L$  es el número de rezagos. La matriz  $R$  se calcula utilizando una factorización de Cholesky de la matriz de covarianza estimada de residuos de forma reducida del modelo de vectores autorregresivos (VAR). El bloque de ceros es una restricción impuesta a priori, y a los shocks externos se los identifica con un supuesto de economía pequeña y abierta. Esto implica que las variables externas no dependen de las variables internas. Como el análisis del capítulo se concentra en los efectos de los shocks de los términos de intercambio, el orden de las variables en el vector de variables internas,  $y_t$ , en el modelo de vectores autorregresivos estructurales no reviste importancia. El modelo IPVAR es estimado a través de mínimos cuadrados ordinarios, incluyendo efectos fijos por país. Se usan dos rezagos, los cuales son escogidos por el criterio de Schwartz.

La respuesta dinámica de las brechas de las expectativas de inflación ante shocks de los términos de intercambio se ilustra mediante funciones impulso-respuesta condicionales y acumulativas, en un horizonte de cuatro trimestres. A fin de captar la fuerza de la transmisión de las tasas de política monetaria y la prociclicidad de la política monetaria, el impulso-respuesta acumulativo de la tasa de política monetaria se divide por la respuesta acumulativa de la inflación medida por el IPC, ambos en un horizonte de cuatro trimestres.

El vector  $y_t^*$  viene dado por

$$y_t^* = (ToT_{i,t}). \quad (A3.1.3)$$

$ToT_{i,t}$  denota la primera diferencia logarítmica de los términos de intercambio, que se define como el precio relativo de las exportaciones respecto a las importaciones.

El vector de las variables internas viene dado por

$$y_t = \begin{pmatrix} MPR_{i,t} \\ DD_{i,t} \\ NEER_{i,t} \\ CPI_{i,t} \\ Gap_{i,t} \end{pmatrix}. \quad (A3.1.4)$$

La variable  $MPR$  denota la primera diferencia de la tasa de política monetaria. Las variables  $DD$ ,  $NEER$  y  $CPI$  denotan las primeras diferencias logarítmicas de la demanda interna final real, el tipo de cambio efectivo nominal y el índice de precios al consumidor general correspondiente al país  $i$ , respectivamente. La brecha ( $Gap$ ) es la primera diferencia de la diferencia absoluta entre la brecha de expectativas de inflación a dos años y la meta del banco central<sup>1</sup>. Las cuentas nacionales y los datos financieros se obtuvieron de Haver Statistics, la medida del tipo de cambio efectivo

nominal se obtuvo del sistema de notificaciones del FMI y los pronósticos de las expectativas de inflación se obtuvieron de las previsiones de Consensus Economics de largo plazo. La transparencia de los bancos centrales se mide a partir del índice de transparencia ampliado de Dincer y Eichengreen (2014).

El panel incluye los 20 países siguientes bajo un esquema de metas de inflación: Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, la República Checa, Rumania, Rusia, Tailandia y Turquía. El panel abarca el período 2000–17 con frecuencia trimestral.

La selección de los países se basa en si el país está clasificado bajo un marco de metas de inflación por el Informe anual del FMI sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias (AREAER, por sus siglas en inglés) de 2016 y la disponibilidad de expectativas de inflación de largo plazo en Consensus Economics. Se excluye a Suecia debido a que este país ha tenido tasas de interés de política negativas desde 2014.

<sup>1</sup>Los resultados de este análisis son robustos al uso de pronósticos para un horizonte de cinco años, al igual que Consensus Economics.

## Anexo 3.2. Construcción del índice de “tono”

La metodología utilizada para construir un índice de “tono” que capte la actitud del banco central respecto al estado de la economía se basa estrechamente en Hansen y McMahon (2016). En este capítulo se usa la asignación Dirichlet latente (LDA, por sus siglas en inglés) para captar el contenido de los debates de política de los bancos centrales y medir el tono del debate en torno a un tema determinado, a partir del recuento de palabras (también conocido como método del diccionario). Se analizan los comunicados de prensa sobre decisiones de política monetaria y las minutas de las reuniones de política monetaria, ambos guardados como matrices de terminología de documentos del paquete text-mining<sup>TM</sup> (de explotación de textos) de R.

Antes de efectuar el análisis LDA, eliminamos primero las “palabras vacías” (como ‘el’, ‘un’ e ‘y’) y reducimos las palabras restantes a una raíz lingüística común (‘economía’ y ‘económico’ pasan a ser ‘economi’). En nuestro caso, el algoritmo LDA da lugar a ocho temas (distribuciones de probabilidad de palabras) y presenta las palabras que suelen aparecer juntas en las comunicaciones del banco central. Asimismo, el algoritmo forma distribuciones de documentos que contienen probabilidades que captan la proporción de palabras que las autoridades dedican a los distintos temas tratados en sus comunicaciones. Por ejemplo, podría sugerir que una oración presente

en una declaración (nuestro nivel de análisis LDA) está muy probablemente (por encima del 75 por ciento, por ejemplo) relacionada con las condiciones de la demanda interna (uno de nuestros ocho temas) y probablemente menos relacionada con los factores externos (otro de nuestros ocho temas).

Una vez identificadas las oraciones que tratan temas relacionados con la situación económica, utilizamos solo estas oraciones pertinentes para crear una serie temporal del índice de “tono” de la comunicación del banco central, mediante un recuento de las palabras “duras” y “blandas” que aparecen en cada frase de los documentos del banco central. Se analizó la versión en español de los comunicados de prensa y las minutas, excepto en Brasil, en cuyo caso se utilizó la versión en inglés de las publicaciones. La lista de palabras “duras” utilizadas en inglés incluye *increase\**, *accelerat\**, *fast\**, *strong\**, *high\**, *gain\** y *expand\**. La lista de palabras “blandas” en inglés incluye *decreas\**, *decelerat\**, *slow\**, *weak\**, *low\**, *loss\** y *contract\**.

A continuación, el índice de “tono” se define como:

$$\text{Tono} = \frac{\#duro - \#blando}{\text{Palabras totales}} \quad (\text{A3.2.1})$$

De este modo, se asigna una calificación a las palabras de cada frase y luego se agregan para todo el documento. La serie normalizada de dicha calificación es el índice utilizado en el presente análisis.

## Referencias

- Ang, A., G. Bekaert y M. Wie. 2007. “Do Macro Variables, Asset Markets, or Surveys Forecast Inflation Better?”. *Journal of Monetary Economics* 54(4): 1163–212.
- Banco Central de Chile (BCC). 2017. “Informe de política monetaria”. septiembre.
- Berger, H., M. Ehrmann y M. Fratzscher. 2011. “Monetary Policy in the Media”. *Journal of Money, Credit and Banking* 43(4): 689–709.
- Blattner, T., M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen. 2008. “The Predictability of Monetary Policy”. ECB Occasional Paper No. 83. Banco Central Europeo, Fráncfort.
- Blinder A. 2009. “Talking about Monetary Policy: The Virtues (and Vices?) of Central Bank Communication”. BIS Working Paper 274. Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- Blinder, A.S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J.D. Haan y D.J. Jansen. 2008. “Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence”. *Journal of Economic Literature* 46(4): 910–45.
- Bordo, M.D., y P.L. Siklos. 2015. “Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration”. NBER Working Paper 20824. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Brito, S., Y. Carrière-Swallow y B. Gruss. 2018. “Disagreement about Future Inflation: Understanding the Benefits of Inflation Targeting and Transparency”. IMF Working Paper 18/24. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Cashin, P., L.F. Céspedes y R. Sahay. 2004. “Commodity Currencies and the Real Exchange Rate”. *Journal of Development Economics* 75(1): 239–68.
- Chan, J., G. Koop y S. Potter. 2013. “A New Model of Trend Inflation”. *Journal of Business and Economic Statistics* 31(1): 94–106.
- Cordella, T., P. Federico, C.A. Végh y G. Vuletin. 2014. “Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World”. Banco Mundial, Washington, DC.
- Demerzis, M., M. Marcellino y N. Viegi. 2012. “A Credibility Proxy: Tracking US Monetary Developments”. *B.E. Journal of Macroeconomics* 12(1): 1–36.
- Dincer, N., y B. Eichengreen. 2014. “Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures”. *International Journal of Central Banking* 10(1): 189–259.
- Ehrmann M., y M. Fratzscher. 2007. “Transparency, Disclosure, and the Federal Reserve”. *International Journal of Central Banking* 3(1): 179–225.
- Fracasso, A., H. Genberg y C. Wyplosz. 2003. “How Do Central Banks Write?”. Geneva Reports on the World Economy 2. International Center for Monetary Banking Studies, Ginebra; y Centro de Investigación de Política Económica, Londres.
- Gelos, G., e Y. Ustyugova. 2017. “Inflation Responses to Commodity Price Shocks – How and Why Do Countries Differ?”. *Journal of International Money and Finance* 72(c): 28–47.
- Gimeno, R., y J.M. Marqués. 2012. “A Market Based Approach to Inflation Expectations, Risk Premia and Real Interest Rates”. *Spanish Review of Financial Economics* 10(1): 18–29.
- Hansen, S., y M. McMahon. 2016. “Shocking Language: Understanding the Macroeconomic Effects of Central Bank Communication”. *Journal of International Economics* 99(S1): S114–33.
- Schmitt-Grohé, S., y M. Uribe. 2018. “How Important Are Terms-of-Trade Shocks?”. *International Economic Review* 59: 85–111.
- Taborda, R. 2015. “Procedural Transparency in Latin American Central Banks under Inflation Targeting Schemes. A Text Analysis of the Minutes of the Boards of Directors”. *Ensayos sobre política económica* 33(76): 76–92.
- Towbin, P., y S. Weber. 2013. “Limits of Floating Exchange Rates: The Role of Foreign Currency Debt and Import Structure”. *Journal of Development Economics* 101(1): 179–94.
- Végh, C.A., L. Morano, D. Friedheim y D. Rojas. 2017. “Between a Rock and a Hard Place: The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean”. LAC Semiannual Report. Banco Mundial, Washington, DC.
- Végh, C.A., y G. Vuletin. 2013. “Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets”. En *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?*, editado por Douglas Evanoff, Cornelia Holthausen, George Kaufman y Manfred Kremer. World Scientific Publishing Company, Singapur.
- Woodford, M. 2012. “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound”. Ponencias del Simposio de Política Económica, Jackson Hole, WY. Banco de la Reserva Federal de Kansas City, 30 de agosto al 1 de septiembre.

## 4. Multiplicadores fiscales: El impacto de la consolidación en América Latina y el Caribe

*Los menores precios de las materias primas, el crecimiento más lento y el uso de políticas expansivas han contribuido al aumento de la deuda pública en muchos países de América Latina y el Caribe, lo cual hace necesaria la consolidación fiscal. Pero ¿será esta política perjudicial para la recuperación en ciernes en la región? Usando una nueva base de datos sobre medidas de política fiscal, se estima que los multiplicadores fiscales en la región se sitúan entre 0,5 y 1,1, lo que apunta a que la consolidación tendrá un efecto más contractivo de lo que se pensaba. No obstante, dada la reducida magnitud de estas estimaciones cabe pensar que las consolidaciones mejorarán la dinámica de la deuda de la región, incluso a corto plazo. Como los multiplicadores del gasto varían dependiendo del tipo de instrumento que se use, los planes de consolidación deben preservar la inversión pública para estimular el crecimiento y el empleo.*

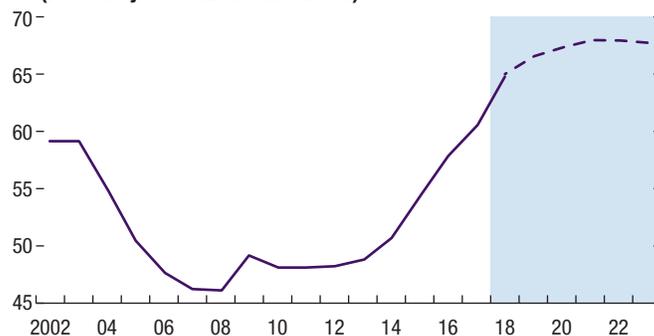
En el período 2002–07, muchos países de América Latina y el Caribe (ALC) aprovecharon el crecimiento vigoroso y las condiciones externas favorables para reducir sus niveles de endeudamiento público, que ya habían disminuido sustancialmente para cuando estalló la crisis financiera en 2008–09 (gráfico 4.1, panel 1). Pero las cosas han cambiado.

Un cúmulo de factores ha erosionado el espacio fiscal de la región. El estímulo fiscal al que se recurrió para responder a la crisis no se replegó por completo una vez que la recuperación se afianzó (Celasun *et al.*, 2015). La caída de los precios de las materias primas a nivel mundial ha sido perjudicial para los ingresos fiscales de los países latinoamericanos productores de petróleo, gas, metales y productos agrícolas. La posterior desaceleración de la actividad económica y el continuo crecimiento del gasto público real —en

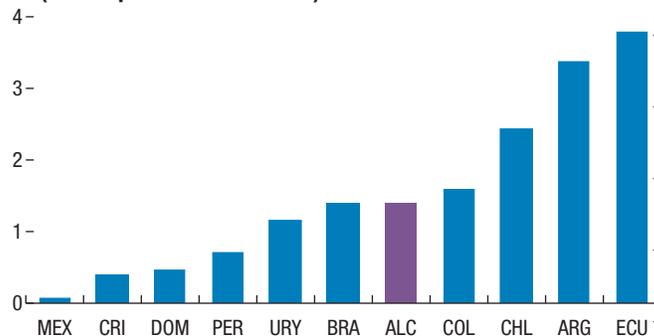
Este capítulo fue preparado por Yan Carrière-Swallow (jefe del equipo), Antonio David y Jorge Restrepo, con la orientación de Daniel Leigh y con aportes de Takuji Komatsuzaki. Genevieve Lindow brindó una excelente asistencia en la investigación.

**Gráfico 4.1. Inquietudes fiscales, y los planes para abordarlas**

**1. América Latina y el Caribe: Deuda pública bruta<sup>1</sup>  
(Porcentaje del PIB del año fiscal)**



**2. Variación prevista del balance primario ajustado en función del ciclo, 2016–20<sup>2</sup>  
(Puntos porcentuales del PIB)**



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. ALC = América Latina y el Caribe.

<sup>1</sup>Promedio ponderado del PIB nominal en dólares de EE.UU.

<sup>2</sup>El agregado de ALC corresponde al promedio ponderado del PIB nominal en dólares de EE.UU. de los 14 países de ALC enumerados en la nota de pie 5. En el caso de Ecuador, se excluyen el saldo del petróleo y un pago extraordinario a Occidental Petroleum en 2016.

particular el consumo público— han disminuido los colchones fiscales de la región (véase el gráfico 2.9 en el capítulo 2).

La mayoría de los países de ALC cerraron el ejercicio fiscal 2017 con déficits primarios que excedían los niveles que permiten la estabilización de la deuda, con lo cual la deuda pública ha seguido creciendo. A escala regional, los coeficientes de endeudamiento en ALC han aumentado marcadamente y ahora se sitúan

bastante por encima del promedio de otras economías emergentes. En este contexto, la mayoría de los países han presentado planes para consolidar sus posiciones fiscales en los próximos años, y muchos ya han emprendido esa ardua tarea. Para el período comprendido entre 2016 y 2020, se prevé que el balance primario ajustado en función del ciclo de la región mejore un 1,4 por ciento del PIB (gráfico 4.1, panel 2), habiéndose ya logrado casi la mitad de esa mejora.

Con ajustes fiscales planificados o ya en marcha en muchos países, en este capítulo se estudian los probables efectos macroeconómicos que estas decisiones de política pueden tener a corto plazo, incluso en la desigualdad del ingreso (recuadro 4.1). No se abordan preguntas relativas a si el ajuste fiscal es necesario, la magnitud que debería tener ni el ritmo al que debería llevarse a cabo, ya que todas ellas son cuestiones que es más conveniente abordar en cada país de forma individual. Por último, como la consolidación fiscal probablemente moderará el crecimiento a corto plazo, en el capítulo se analizará cómo formular un ajuste que reduzca a un mínimo los efectos no deseados.

## La problemática búsqueda de un indicador de las medidas fiscales

El multiplicador fiscal —la variación del producto debida a una medida fiscal, expresada en las mismas unidades— depende de una larga lista de características que inciden en cómo los agentes responden a los cambios en la política. Consideremos el caso del multiplicador fiscal tras la introducción de recortes del gasto público. Si los agentes privados incrementan su propio consumo e inversión, por ejemplo porque prevén una reducción de impuestos en el futuro, el multiplicador fiscal puede aproximarse a cero o incluso implicar una expansión económica. En cambio, si el consumo y la inversión privadas no varían o disminuyen, el multiplicador a corto plazo se aproximaría más a uno, o incluso a un valor más alto. Hay quienes sostienen que, si

las distorsiones existentes son agudas o si en la economía hay suficiente capacidad ociosa, los multiplicadores pueden ser de gran magnitud, quizá de hasta 3 o 4 en circunstancias extremas<sup>1</sup>.

Determinar la magnitud del efecto negativo que la consolidación fiscal impone sobre el crecimiento es una cuestión empírica en macroeconomía, pero que no deja de ser difícil debido a dos factores principales.

En primer lugar, el ingreso fiscal y el gasto se ven afectados por muchos de los mismos factores que determinan el crecimiento económico. Este problema de variable omitida complica la tarea de aislar la relación entre los distintos factores. Por ejemplo, una caída de los precios de las materias primas puede reducir el ingreso fiscal y perjudicar el crecimiento en un país exportador de materias primas. Sería un error deducir de esta circunstancia que un déficit fiscal en aumento es la causa de un menor crecimiento, ya que ambas variables son el resultado de otro factor que escapa al control de las autoridades.

En segundo lugar, las decisiones sobre política fiscal suelen depender de la evolución de la economía, y esta causalidad inversa implica que es difícil distinguir entre la acción y la reacción. Por ejemplo, un gobierno que se enfrenta a una recesión puede incrementar el gasto público para apoyar la demanda, o puede permitir el aumento de un déficit debido a la disminución del ingreso tributario cíclico.

En ambos casos, los datos demostrarán una estrecha correlación entre el balance fiscal y el crecimiento, pero en ninguno de los dos casos la causa de la relación habrá sido la política fiscal en sí. Por lo tanto, para estimar el efecto de la política fiscal en otras variables económicas es necesario identificar los movimientos de variables fiscales que son exógenos a la coyuntura económica vigente.

<sup>1</sup>Véase el caso de los multiplicadores del IVA cuando la tasa de tributación ya es muy elevada en Gunter *et al.* (2017) y estimaciones del multiplicador del gasto en Estados Unidos durante períodos de capacidad económica ociosa en Auerbach y Gorodnichenko (2012).

## ¿El ajuste sale gratis? Evidencia actual sobre los multiplicadores en América Latina y el Caribe

En numerosos estudios empíricos se ha intentado resolver estas dificultades y proporcionar estimaciones de multiplicadores fiscales en América Latina y el Caribe y otras regiones. Un examen de 132 estimaciones publicadas recientemente indica que los efectos de un ajuste fiscal en el crecimiento son más reducidos en los países de ALC, con un multiplicador medio de 0,3, frente al 0,6 estimado en otras economías de mercados emergentes y en desarrollo y al 0,9 de las economías avanzadas (recuadro 4.2). Algunos estudios incluso apuntan a multiplicadores fiscales muy cercanos a cero en la región, con la tentadora implicación de que la consolidación fiscal prácticamente no impone sacrificios a las economías de ALC.

¿Es una consolidación en la que nadie pierde solo una ilusión optimista o cuenta con alguna justificación económica subyacente? En teoría, si la consolidación fiscal genera un aumento de la confianza, la contracción en el sector público puede verse compensada por una pujante expansión en el sector privado<sup>2</sup>. De hecho, en ALC el riesgo soberano percibido es relativamente alto, y algunos factores estructurales, como las elevadas importaciones como proporción del PIB en algunas economías, atenuarían aún más el lastre de las consolidaciones fiscales. Sin embargo, otras características de las economías de ALC hacen pensar que los multiplicadores fiscales serían de mayor magnitud, como por ejemplo las fuertes restricciones de crédito a las que se enfrenta el sector privado y los tipos de cambio menos flexibles en muchas economías. Juntas, estas consideraciones teóricas impiden hacer una predicción clara acerca de la magnitud relativa de los multiplicadores fiscales en la región, cuya determinación sigue siendo en definitiva un ejercicio empírico.

<sup>2</sup>Este efecto de “austeridad expansiva” fue identificado por primera vez por Giavazzi y Pagano (1990), y suele proponerse sobre todo en el contexto de recortes del gasto público.

## La historia detrás de las cifras: Evaluación de los factores que motivan las medidas fiscales

Una limitación de los estudios existentes sobre las economías de ALC es que dependen mucho de un solo enfoque empírico: los modelos de vectores autorregresivos (VAR) estructurales. Este método econométrico se puede aplicar usando datos trimestrales, pero ha sido criticado por diversas razones. En primer lugar, exige que se acepten supuestos fuertes para identificar shocks relativos a los impuestos y el gasto, como la imposibilidad de que el gasto público reaccione a las noticias sobre la economía durante el mismo trimestre. En segundo lugar, identifica medidas fiscales que los agentes podrían haber previsto, y cuyos impactos por lo tanto pueden haberse sentido bastante antes de que se tomaran las medidas. En cambio, las estimaciones sobre las economías avanzadas ahora suelen depender de varias estrategias alternativas de identificación con las que se busca resolver estas inquietudes.

Una de esas estrategias es el método narrativo (Romer y Romer, 2010; Guajardo, Leigh y Pescatori, 2014; Alesina *et al.*, 2017), en el que el investigador recurre a documentos contemporáneos como presupuestos, discursos e informes de terceros para evaluar los motivos detrás de cada decisión de política fiscal. Los episodios de consolidación fiscal seleccionados están motivados por consideraciones como la reducción de un déficit presupuestario heredado, la reducción de los niveles de deuda pública o el incremento de la eficiencia económica para potenciar el crecimiento de largo plazo. Se descartaron las decisiones motivadas por el deseo de responder a las condiciones económicas corrientes o prospectivas. En principio, esto debería reducir el sesgo de endogeneidad en las estimaciones empíricas. Pero esta estrategia depende del criterio del investigador para evaluar adecuadamente el motivo detrás de cada medida adoptada por las autoridades económicas, y por lo tanto exige un gran conocimiento del entorno local y una diversidad de fuentes. Además, no deja de existir la posibilidad de que estos episodios

hayan sido previstos por los agentes económicos, ya sea porque fueron anunciados con anticipación por las autoridades o porque podían haber sido deducidos a partir de información disponible.

En el método de errores de pronóstico, las medidas fiscales se identifican usando errores de pronóstico del gasto público<sup>3</sup>. El método tiene la ventaja de que —por diseño— las medidas tomadas no eran previstas, pero también presenta limitaciones. En primer lugar, las características de los errores de pronóstico dependerán de la calidad de los propios pronósticos, que pueden verse afectados por sesgos, ineficiencia e imprecisiones<sup>4</sup>. En segundo lugar, la interpretación de los errores de pronóstico como medidas exógenas de política fiscal no es directa, ya que los errores pueden obedecer a otros factores, como una fluctuación de los precios relativos o una revisión de los datos.

En cuanto la disponibilidad de datos lo permite, en este capítulo se emplearán estos tres métodos para estudiar los efectos de la consolidación fiscal en América Latina y el Caribe dentro de un solo marco fácilmente comparable. Se utiliza una nueva base de datos de medidas exógenas de política fiscal extraídas de los archivos narrativos de 14 economías de ALC entre 1989 y 2016<sup>5</sup>. También se emplean errores de pronósticos del gasto público, la inversión pública y el consumo público de ediciones pasadas de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) del FMI desde 1990<sup>6</sup>. Por último, se usan

<sup>3</sup>La metodología de errores de pronóstico fue presentada por primera vez por Auerbach y Gorodnichenko (2013, 2017), usando pronósticos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y ha sido empleada por Abiad, Furceri y Topalova (2016) y Furceri y Li (2017), con pronósticos del informe WEO. Para consultar estimaciones recientes basadas en este método en países de África subsahariana, véase Arizala *et al.* (2017).

<sup>4</sup>Jalles, Karibzhanov y Loungani (2015) documentan el hecho de que los pronósticos fiscales del sector privado en economías emergentes son mucho menos precisos que en las economías avanzadas.

<sup>5</sup>Los países son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Jamaica, México, Paraguay, Perú, la República Dominicana y Uruguay. Todos los episodios de consolidación fiscal se documentan y analizan en David y Leigh (de próxima publicación). El enfoque se basa en la metodología propuesta por primera vez por Romer y Romer (2010), y fue aplicado a un grupo importante de economías avanzadas en Devries *et al.* (2011).

<sup>6</sup>La muestra comprende 19 países de ALC: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, la República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

shocks fiscales obtenidos de modelos de vectores autorregresivos estructurales (SVAR) de ocho países individuales de América Latina, conforme a como lo hacen Blanchard y Perotti (2002)<sup>7</sup>.

Los impactos que estas medidas de política fiscal identificadas tienen en la economía —en variables como el producto, la tasa de desempleo, el saldo en cuenta corriente y el tipo de cambio— se estiman usando una especificación de proyecciones locales<sup>8</sup>. De esta manera se controlan factores que determinan la política fiscal y el producto en toda la región, así como los ingresos específicos de cada país por exportación de materias primas. Este mecanismo común permite presentar resultados conforme a una definición constante del multiplicador fiscal a lo largo del capítulo: por cada unidad de medida fiscal en  $h$  años, ¿en cuántas unidades varía el PIB? Y también permite comparar los efectos de las medidas fiscales entre grupos de países, tipos de ajustes y estados de la economía.

## Los efectos macroeconómicos de las consolidaciones fiscales en América Latina y el Caribe

En esta sección se estudia primero el impacto de un programa de ajuste fiscal que eleva el balance primario 1 por ciento del PIB, que puede implementarse mediante cualquier combinación de medidas de reducción de gasto y de aumento del ingreso (gráfico 4.2). Al cabo de dos años, el producto en la muestra de 14 economías de ALC se contrae en promedio 0,9 por ciento, con un intervalo de 90 por ciento de confianza de entre 0,6 y 1,1<sup>10</sup>. A diferencia de lo encontrado en

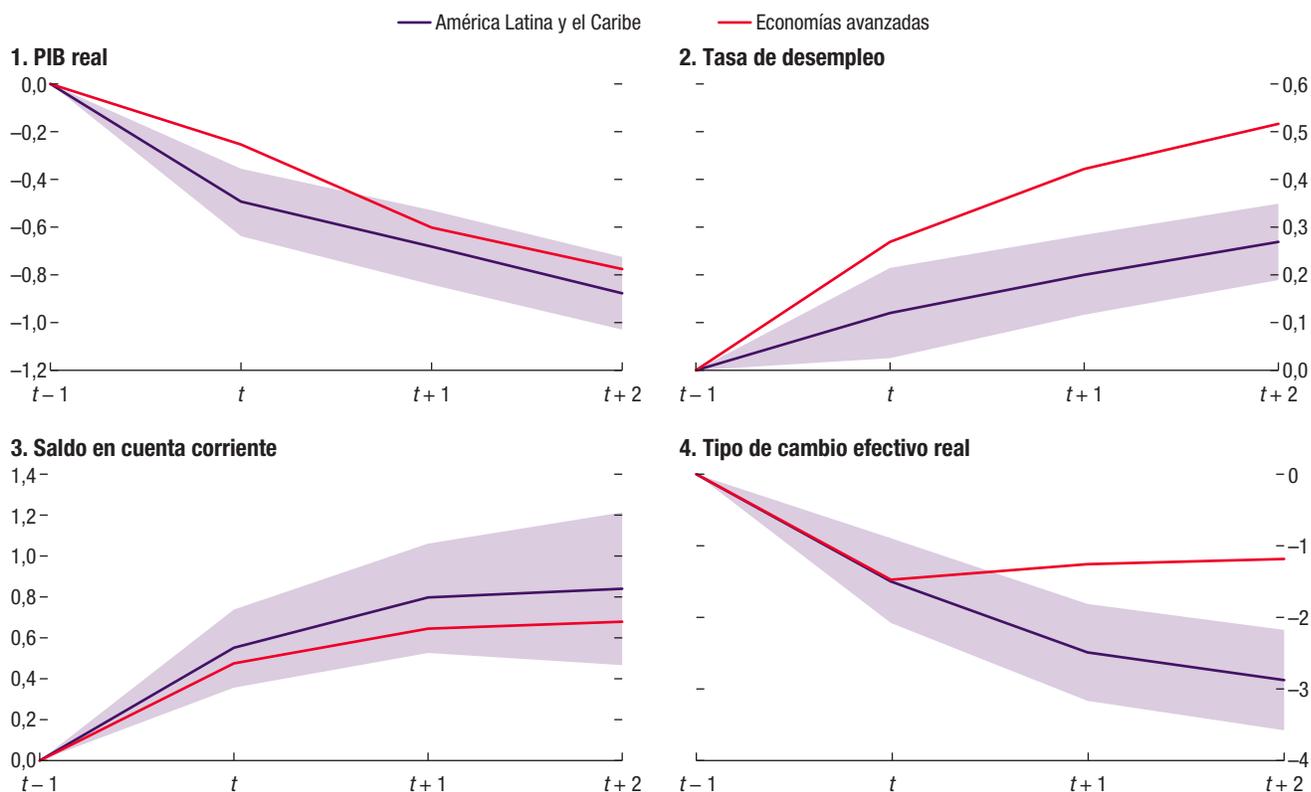
<sup>7</sup>El ejercicio, para el cual se necesitan datos trimestrales, se lleva a cabo para los casos de Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, la República Dominicana y Uruguay.

<sup>8</sup>Véanse en el anexo 4.1 los detalles técnicos y la especificación completa.

<sup>9</sup>Esta definición del multiplicador fiscal acumulado se basa en Ramey y Zubairy (2018), que lo denominan el multiplicador integral.

<sup>10</sup>Jordà y Taylor (2015) sostienen que se puede predecir shocks narrativos para las economías avanzadas utilizando datos observables. En Carrière-Swallow, David y Leigh (de próxima publicación), se toma en cuenta esta posibilidad usando un estimador de emparejamiento basado en una puntuación de propensión, y se encuentra que las estimaciones de multiplicadores para ALC siguen estando dentro del intervalo de confianza declarado en este informe.

Gráfico 4.2. Efectos macroeconómicos de programas de ajuste fiscal en América Latina y el Caribe



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

Nota: Estimaciones basadas en la identificación de medidas fiscales usando el enfoque narrativo. Las funciones del multiplicador acumulado muestran las desviaciones en puntos porcentuales correspondientes a un shock fiscal con un impacto acumulado de un 1 por ciento en cada horizonte en años. La zona sombreada indica un error estándar HAC de +/- 1.

algunos estudios, la experiencia en ALC no parece ser distinta de la de las economías avanzadas; este rango de multiplicadores es coherente con la estimación correspondiente a una muestra de 17 economías avanzadas con consolidaciones fiscales comparables basadas en el enfoque narrativo, elaboradas por Guajardo, Leigh y Pescatori (2014) y Alesina *et al.* (2017)<sup>11</sup>.

Se observa asimismo que los ajustes fiscales en América Latina y el Caribe afectan otros aspectos de la economía. En el caso del mercado laboral, por cada punto porcentual del PIB de esfuerzo de consolidación fiscal, la tasa de desempleo aumenta alrededor de 0,3 puntos porcentuales al cabo de

dos años, lo que equivale a una reacción algo más reducida que la estimada para las economías avanzadas (aumento de más de 0,5 puntos porcentuales). En la región, el impacto atenuado sobre el desempleo puede deberse a la presencia de un gran sector informal en muchos países, que ofrece un margen alternativo de ajuste en el mercado laboral luego de un shock de demanda. Como la consolidación deja sin trabajo por lo menos a unas cuantas personas, una preocupación importante es que estas políticas puedan exacerbar la desigualdad del ingreso, que ya es alta en la región. Como se analiza en el recuadro 4.1, no se observa que la consolidación fiscal incida en los diferentes indicadores del coeficiente de Gini.

La mayoría de las economías de ALC son relativamente abiertas al comercio internacional, lo que significa que la respuesta del sector externo

<sup>11</sup>Las economías avanzadas son Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido y Suecia.

es un canal importante para comprender el impacto de la política fiscal. Al igual que en las estimaciones presentadas para las economías avanzadas, se observa que las consolidaciones fiscales en los países de ALC producen una mejora del saldo de la cuenta corriente externa en una proporción de aproximadamente uno a uno, conforme la tesis de los déficits gemelos. La evidencia también demuestra que el tipo de cambio es un canal de ajuste importante, dado que las consolidaciones fiscales provocan una depreciación del tipo de cambio efectivo real cercana al 3 por ciento, una respuesta mayor que la observada entre las economías avanzadas.

Existe un debate en torno a si los efectos de la política fiscal en el crecimiento son diferentes cuando la economía atraviesa una etapa de capacidad ociosa. Una serie de estudios sobre Estados Unidos han llegado a conclusiones diferentes en este sentido; algunos documentan multiplicadores muy grandes durante las recesiones, en tanto que otros detectan solo diferencias muy pequeñas a lo largo del ciclo económico<sup>12</sup>. Para probar esta hipótesis en el caso de América Latina y el Caribe, condicionamos nuestras estimaciones al signo de la brecha del producto un año antes del shock fiscal. No observamos diferencias significativas en el multiplicador si la medida de política se toma cuando la economía se encuentra en un período de capacidad ociosa<sup>13</sup>.

### ¿Incide la consolidación fiscal en la confianza?

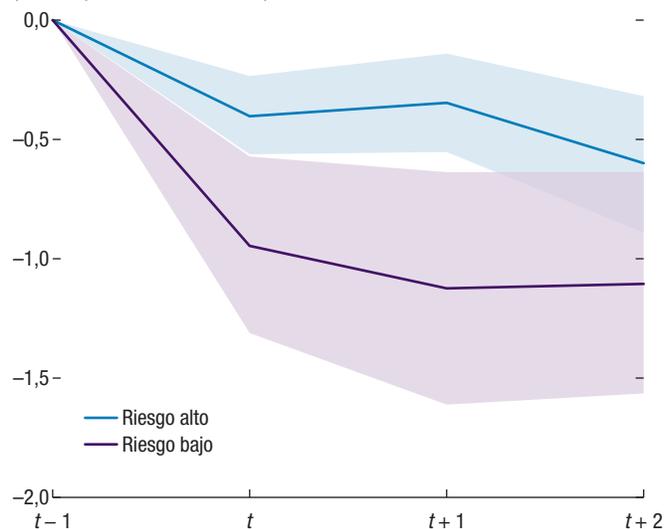
Si forma parte de un plan creíble para estabilizar la deuda pública, una consolidación fiscal puede dar lugar a condiciones financieras más favorables para la economía, estimulando así la demanda privada. Convencer al sector privado de que esa

<sup>12</sup>Auerbach y Gorodnichenko (2012) observan multiplicadores de casi 3 en Estados Unidos durante las recesiones, pero Ramey y Zubairy (2018) demuestran que esta estimación disminuye a menos de 1 cuando se tiene en cuenta el efecto persistente de la medida fiscal.

<sup>13</sup>Este resultado nulo se produce independientemente de que utilizemos estimaciones de la brecha del producto de la base de datos del informe WEO o de que estimemos la brecha utilizando el filtro de Hodrick-Prescott.

**Gráfico 4.3. ¿Se observan efectos en la confianza tras programas de consolidación fiscal en América Latina y el Caribe?**

(Puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las estimaciones se basan en la identificación de medidas fiscales usando el enfoque narrativo. Las zonas sombreadas indican un error estándar HAC de +/- 1. La muestra de ALC se divide en la mediana de la distribución empírica del índice de riesgo soberano percibido, elaborado por Institutional Investor LLC. ALC = América Latina y el Caribe.

es la intención puede ser una tarea más fácil si la situación heredada es percibida como grave. Verificamos si el impacto de las consolidaciones fiscales en el producto en ALC depende de la gravedad percibida de la situación fiscal en el momento de adopción de la política (gráfico 4.3). Conforme a Guajardo, Leigh y Pescatori (2014), usamos un índice de riesgo soberano percibido proporcionado por Institutional Investor LLC, y dividimos la muestra por la mitad en grupos de bajo y alto riesgo.

En el caso de las economías que se percibe que están sujetas a un mayor riesgo soberano, la consolidación fiscal impone un menor freno sobre el crecimiento, con un multiplicador de 0,6 al cabo de dos años. Esto contrasta con un multiplicador de 1,1 en las economías que llevan a cabo consolidaciones desde una situación de riesgo de incumplimiento relativamente bajo<sup>14</sup>. Este es

<sup>14</sup>Teniendo en cuenta el nivel de precisión más bajo que tienen estas estimaciones en función del estado, no podemos rechazar una hipótesis nula de igual impacto en todos los estados con niveles de confianza convencionales.

un hallazgo importante, porque en las economías de ALC en las que la consolidación fiscal es una necesidad más urgente para estabilizar las finanzas públicas, la toma de medidas suele tener un menor impacto en el crecimiento.

Una posible explicación de este resultado es la presencia de efectos de confianza, gracias a los cuales la consolidación mejora las perspectivas de que se logre sostenibilidad fiscal, lo cual a su vez reduce las tasas de interés, alivia las cargas fiscales y atrae la inversión privada<sup>15</sup>. No obstante, es importante señalar que tales efectos no parecen ser suficientes para neutralizar por completo el efecto contractivo de la medida de política fiscal: incluso en los países que parten de una situación de alto riesgo soberano, la consolidación fiscal sigue siendo contractiva.

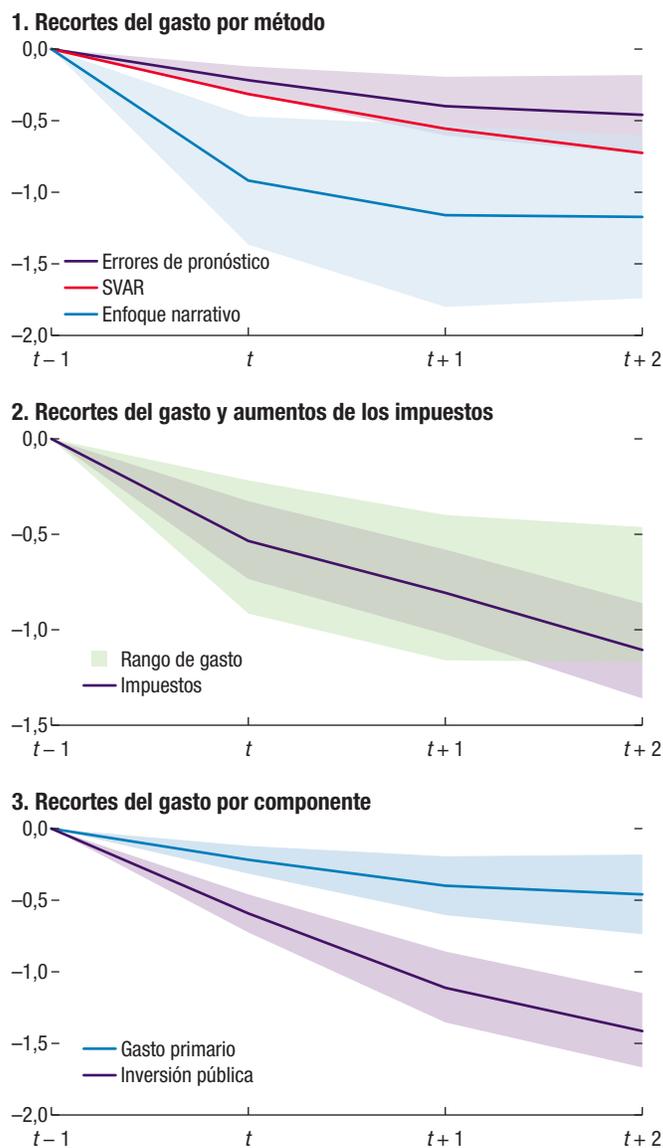
### Proteger el crecimiento en medio de la austeridad: La composición adecuada del ajuste

Los resultados presentados hasta ahora son claros: la consolidación fiscal en ALC probablemente tendrá un efecto contractivo sobre la economía más marcado del que habrían hecho prever otros estudios empíricos anteriores, con programas de consolidación que producen un multiplicador del producto de entre 0,6 y 1,1 al cabo de dos años. Pero si la consolidación es necesaria para estabilizar la deuda pública, ¿qué pueden hacer las autoridades para reducir a un mínimo los efectos perjudiciales a corto plazo de sus medidas? Para abordar esta pregunta, diferenciamos las medidas de política fiscal según la composición del ajuste.

Primero consideramos las acciones fiscales que inciden en el gasto público. Gracias a la amplia disponibilidad de datos sobre el gasto primario, es posible estimar multiplicadores del gasto público usando tres estrategias de identificación: el modelo de vectores autorregresivos estructurales

<sup>15</sup>Analizando los episodios de consolidación identificados mediante el enfoque narrativo en las 14 economías, estimamos una reacción moderada del diferencial soberano según el *índice EMBI para bonos de los mercados emergentes*, que cae aproximadamente 100 puntos básicos al cabo de dos años.

**Gráfico 4.4. Multiplicadores fiscales en América Latina y el Caribe según la composición del ajuste**  
(Multiplicador acumulado)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el panel 1 se presentan las estimaciones puntuales conforme a los tres métodos (líneas continuas). En el panel 2 se compara el rango de las estimaciones del multiplicador del gasto con las estimaciones del multiplicador de los impuestos usando el enfoque narrativo. En el panel 3 se presentan estimaciones basadas en la identificación de medidas fiscales usando los errores de pronóstico de una muestra de 19 países de ALC. La zona sombreada en los paneles 1 y 3 indica un error estándar HAC de  $\pm 1$ . SVAR = vector autorregresivo estructural.

(SVAR), errores de pronóstico y el enfoque narrativo. Los resultados de este ejercicio comparativo se presentan en el gráfico 4.4, panel 1. El enfoque narrativo tiende a arrojar multiplicadores algo mayores que los otros dos

métodos, pero la amplitud de los intervalos de confianza no permite hacer inferencias acerca de su magnitud relativa. Usamos información de los tres métodos para presentar un rango probable para los multiplicadores de gasto en ALC, el cual se sitúa entre 0,5 y 1,1 al cabo de dos años. Este rango abarca completamente el rango de los multiplicadores de los programas de consolidación mencionados anteriormente.

¿Son los aumentos de impuestos más perjudiciales para el crecimiento que los recortes del gasto? En el gráfico 4.4, panel 2, comparamos nuestro rango de estimaciones de los multiplicadores del gasto con nuestra estimación sobre aumentos de impuestos conforme al enfoque narrativo. Aunque el rango del multiplicador estimado de las subidas de impuestos deja abierta la posibilidad de que existan multiplicadores de mayor magnitud —un resultado coherente con estudios recientes de otras regiones—, no encontramos resultados contundentes que apunten a una diferencia entre los multiplicadores de recortes del gasto y aumentos de los impuestos en América Latina y el Caribe<sup>16</sup>.

¿Son iguales todas las modificaciones del gasto público? La disponibilidad de pronósticos del informe WEO sobre inversión pública y consumo público desde comienzos de los años noventa nos permite aplicar la metodología de errores de pronóstico a cada uno de los subcomponentes del gasto público (gráfico 4.4, panel 3). La composición de las medidas relativas al gasto parece tener implicaciones importantes en cuanto a la manera en que una modificación del gasto público incide en el crecimiento: el multiplicador de la inversión pública asciende a casi 1,5 al cabo de dos años, mientras que el del gasto primario en general es de apenas 0,5, y se sitúa bastante más allá de nuestro rango encontrado con los tres métodos. Este es un valor mucho mayor que el de

<sup>16</sup>Una comparación de multiplicadores de impuestos y de gasto identificados exclusivamente mediante el enfoque narrativo también lleva a la conclusión de que no son significativamente diferentes. Este resultado también es robusto cuando se aplica un método que clasifica los programas de consolidación discretamente entre aquellos basados en impuestos y aquellos basados en el gasto.

nuestra estimación del multiplicador del consumo público, que parece aproximarse a cero<sup>17,18</sup>.

## Implicaciones para las políticas

Para estabilizar la deuda pública en América Latina y el Caribe será necesario cierto grado de consolidación fiscal en la mayoría de los países, y los gobiernos han trazado planes para la implementación de tales medidas. Se prevé que los países de ALC lleven a cabo consolidaciones fiscales de, en promedio, 1,4 por ciento del PIB entre 2016 y 2020. En este capítulo se han detectado cuatro probables implicaciones de esas políticas.

En primer lugar, la consolidación fiscal en la región tendrá costos, al imponer sobre el crecimiento económico y el empleo un freno a corto plazo probablemente mayor de lo que se ha documentado típicamente en la literatura empírica, pero también un poco menor de lo que encuentran las estimaciones de multiplicadores más grandes en estudios recientes (Gunter *et al.*, 2016, 2017). Según nuestro análisis, el impacto de la consolidación fiscal a nivel del producto regional será de entre 0,7 por ciento y 1,5 por ciento en el período 2016–20. A nivel de cada país, este

<sup>17</sup>La estimación del multiplicador de consumo público no aparece en el gráfico 4.4, pero es igual a  $-0,6$  después de dos años, lo que implica que recortar este tipo de gasto tiene un efecto expansivo. Sin embargo, el uso de errores de pronóstico para identificar shocks del consumo público es problemático en ALC debido a por lo menos tres razones: 1) los errores de pronóstico son un indicador muy deficiente de las variaciones efectivas del consumo público, con una relación de aproximadamente 10 a 1; 2) los errores de pronóstico del consumo público van seguidos de una respuesta muy intensa de la inversión pública con el signo opuesto, lo que indica que están asociados a reasignaciones del gasto más que a recortes del gasto, y 3) los errores de pronóstico del consumo público no provocan una variación en el balance primario ajustado en función del ciclo, y por lo tanto no captan episodios de consolidación fiscal. Ninguna de estas inquietudes es pertinente en el caso de los errores de pronóstico relativos al gasto público y la inversión pública en ALC, y tampoco parecen ser pertinentes en el caso de los errores de pronóstico sobre el consumo público en el resto del mundo.

<sup>18</sup>El mayor multiplicador de la inversión pública que el del consumo público concuerda con los resultados presentados en Furceri y Li (2017) con respecto a una muestra grande de economías en desarrollo, así como con la edición de octubre de 2017 del informe Perspectivas económicas: África Subsahariana.

impacto variará dependiendo de la magnitud del plan de ajuste (gráfico 4.5)<sup>19</sup>.

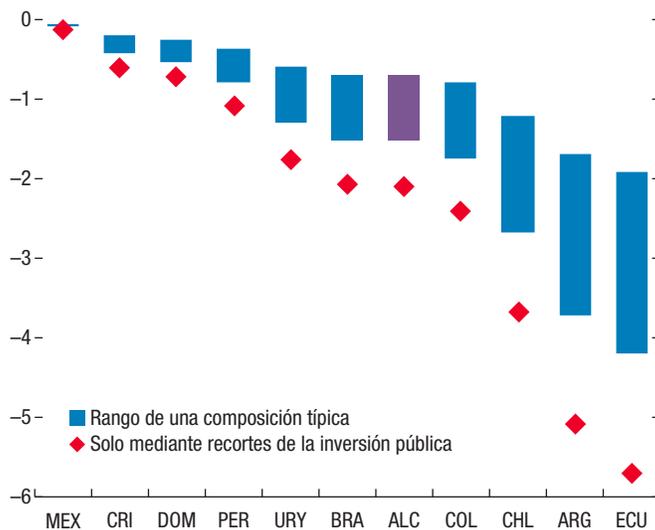
En segundo lugar, las autoridades pueden determinar la composición de sus planes con miras a atenuar el efecto negativo sobre el crecimiento, y así acelerar los avances hacia la estabilización de la relación deuda/PIB. Si bien no observamos diferencias importantes entre los multiplicadores fiscales en ALC al comparar las medidas de impuestos y de gasto —a diferencia de lo que se desprende de ciertos estudios sobre las economías avanzadas—, los impactos en el crecimiento sí son diferentes en función del tipo de gasto que se recorta. Los gobiernos deberían optar por planes que preserven la inversión pública en la medida de lo posible. Si el ajuste se realiza solo mediante recortes de la inversión pública, se prevé que el impacto a corto plazo en el producto regional alcance un 2,1 por ciento en el mismo período (rombos en el gráfico 4.5). Para muchos países, esta recomendación concuerda con la necesidad imperativa de cerrar las brechas de infraestructura a largo plazo (capítulo 5 de la edición de abril de 2016 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).

En tercer lugar, la consolidación fiscal en ALC probablemente ayudará a estabilizar la deuda, incluso a corto plazo. Conviene recordar que el objetivo de la consolidación fiscal no es estabilizar el monto de deuda en sí, sino más bien su relación con respecto al producto. Si el multiplicador fiscal fuera lo suficientemente grande, el impacto a corto plazo sobre el denominador podría ser mayor que la reducción del numerador, provocando un aumento de la relación deuda/PIB. Con el tiempo, un esfuerzo fiscal sostenido tendrá más peso que el efecto contractivo extraordinario sobre el flujo del producto. No obstante, si no se producen mejoras tangibles en los primeros años, la ejecución sostenida del plan puede correr peligro si se pierde el respaldo público. En un ejercicio simple de acumulación de deuda, usamos nuestro rango estimado de los multiplicadores

<sup>19</sup>Se consideró este período porque abarca un conjunto amplio de consolidaciones en toda la región, y es lo bastante corto para relacionarlo con las estimaciones de proyecciones locales presentadas en el capítulo.

**Gráfico 4.5. Impacto esperado de una consolidación fiscal en el nivel del producto, 2016–20**

(Puntos porcentuales del PIB)



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

Nota: El cálculo emplea como indicador de la consolidación fiscal la variación del balance primario ajustado en función del ciclo que consta en el gráfico 4.1, panel 2. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. ALC = América Latina y el Caribe.

fiscales en ALC para calcular el impacto a corto plazo sobre la relación deuda/PIB<sup>20</sup>. Para los niveles de deuda y los tamaños de los gobiernos observados en promedio en la región, nuestro rango de estimaciones de multiplicadores no es de una magnitud suficiente para desencadenar una dinámica desfavorable de la deuda a corto plazo.

Por último, en sus planes de consolidación, los países deben tener en cuenta que los multiplicadores en ALC parecen ser en general constantes a lo largo del ciclo económico. Además, los períodos de alto riesgo soberano son momentos particularmente oportunos para realizar consolidaciones, dado que los efectos contractivos tienden a verse mitigados en cierto grado, posiblemente debido a los efectos positivos sobre la confianza que se producen cuando se aplican políticas para hacer frente a una situación fiscal grave.

<sup>20</sup>Véase en Eyraud y Weber (2013) la aritmética que muestra cómo el multiplicador fiscal afecta la dinámica de corto plazo que implica una simple ecuación de acumulación de deuda.

### Recuadro 4.1. Consolidación fiscal y desigualdad del ingreso en América Latina y el Caribe

En este capítulo se han documentado los sustanciales efectos agregados de la consolidación fiscal en el producto y el desempleo en América Latina y el Caribe (ALC). ¿Tienen estas políticas también implicaciones para la desigualdad del ingreso? En teoría, esto podría ocurrir mediante efectos en la distribución del ingreso que se da en el mercado, así como mediante un cambio en la redistribución fiscal que incide también en el ingreso disponible, es decir, el ingreso después de impuestos y transferencias.

En el caso de las economías avanzadas, hay evidencia de que las consolidaciones fiscales tienden a exacerbar la desigualdad del ingreso, con efectos especialmente fuertes cuando las consolidaciones se basan en el gasto (Ball *et al.*, 2013; Furceri, Jalles y Loungani 2015; Woo *et al.*, 2017). Existen razones para pensar que esta relación puede ser diferente en ALC, ya que la redistribución fiscal es menor —alrededor del 3 por ciento del PIB en 2015, frente a casi 17 por ciento en las economías avanzadas—, dado que los sistemas tributarios dependen más de los impuestos indirectos y que el gasto en transferencias es más reducido y menos focalizado (Bastagli, Coady y Gupta, 2015). De hecho, Azevedo *et al.* (2014) no detectan un vínculo entre los ajustes fiscales y la desigualdad del ingreso disponible, usando datos subnacionales de Brasil.

En este recuadro se presenta lo que constituye un primer paso en el análisis del efecto de la consolidación fiscal sobre la desigualdad del ingreso en ALC a escala regional, en un ámbito en el que hasta la fecha las evidencias han sido limitadas. Con tal fin, se recurre a los mismos shocks fiscales identificados mediante el enfoque narrativo en 14 países de ALC que se han usado en este capítulo<sup>1</sup>. Luego se emplea la misma especificación de proyecciones locales para estimar la reacción de las distribuciones del ingreso y del ingreso disponible después de impuestos y transferencias tras shocks de consolidación fiscal<sup>2</sup>. Como la desigualdad es una variable lenta, sumamente persistente, estudiamos respuestas en un horizonte más largo de cinco años.

Las consolidaciones fiscales tienen efectos muy reducidos en la desigualdad en ALC. Las estimaciones puntuales son positivas pero muy pequeñas —el coeficiente de Gini de mercado aumenta 0,03 unidades al cabo de dos años— y no son estadísticamente significativas (gráfico 4.1.1, panel 1). Esto ocurre pese a una reducción del producto de aproximadamente 1 por ciento y un aumento del desempleo de 0,3 puntos porcentuales, como se demuestra en el texto principal. Si se centra la atención en la distribución del ingreso disponible, estos resultados no se alteran, dado que el coeficiente de Gini es relativamente insensible a los shocks de consolidación fiscal.

Cuando se consideran las consolidaciones fiscales mediante recortes del gasto, se observa un aumento moderado de la desigualdad del ingreso (gráfico 4.1.1, panel 2). El aumento del coeficiente de Gini es más persistente, y el aumento del coeficiente de Gini del ingreso disponible es mayor que el del coeficiente de Gini de mercado en los años 0 y 1, lo que implica una disminución de la redistribución fiscal. Esto hace pensar que los recortes del gasto podrían haber exacerbado la desigualdad al reducir las transferencias. En el año 2, la redistribución fiscal se recupera en cierto grado y compensa en parte el aumento del coeficiente de Gini de mercado. De todos modos, la imprecisión de las estimaciones impide hacer inferencias acerca de los posibles mecanismos.

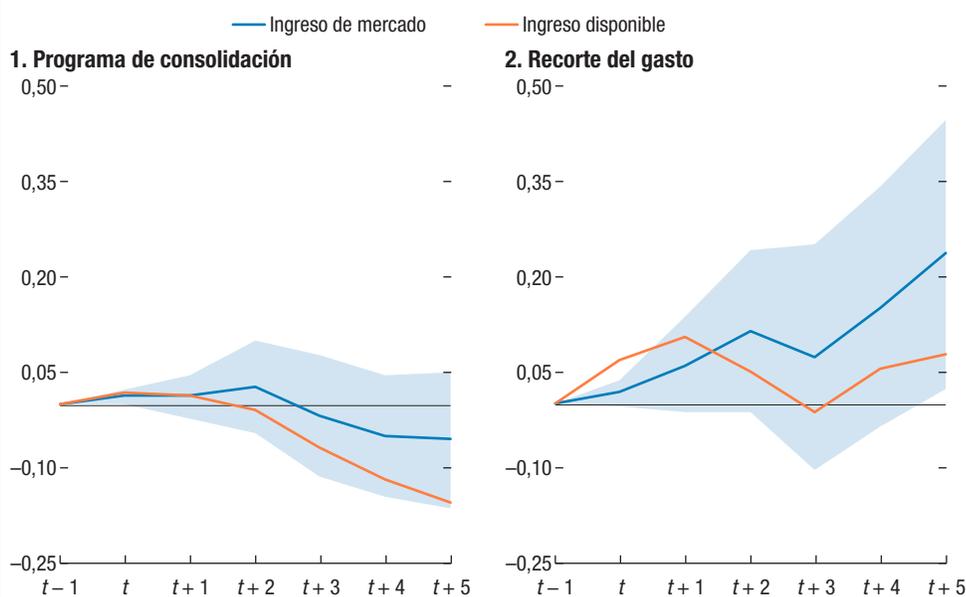
Este recuadro fue preparado por Takuji Komatsuzaki.

<sup>1</sup>Véanse los detalles en David y Leigh (de próxima publicación). Los países son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Jamaica, México, Paraguay, Perú, la República Dominicana y Uruguay.

<sup>2</sup>La desigualdad del ingreso se mide en función de la desigualdad del ingreso en el mercado y el ingreso disponible según la base de datos SWIID 6.1 elaborada por Solt (2016). El período de estimación es 1989–2016.

Recuadro 4.1 (continuación)

**Gráfico 4.1.1. Reacción de la desigualdad del ingreso tras consolidaciones fiscales en América Latina y el Caribe**  
(Variación del coeficiente de Gini tras una medida fiscal)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La variación acumulativa posterior a shocks fiscales equivalentes a 1 por ciento del PIB se identifica mediante el enfoque narrativo. La zona sombreada indica un error estándar HAC de +/- 1.

En resumen, los shocks de consolidación fiscal tienen efectos muy reducidos en el ingreso disponible en nuestra muestra. Estos resultados contrastan con los efectos mayores que Ball *et al.* (2013); Furceri, Jalles y Loungani (2015) y Woo *et al.* (2017) observan en las economías avanzadas, donde las consolidaciones basadas en el gasto tienen efectos significativos en la desigualdad del ingreso disponible. No obstante, concuerdan con los resultados obtenidos por Azevedo *et al.* (2014) en el caso de Brasil<sup>3</sup>.

<sup>3</sup>La definición de consolidaciones basadas en el gasto usada en estos estudios es diferente del enfoque empleado en el presente informe, en el que se usa solo la porción correspondiente al gasto de todos los programas de consolidación.

### Recuadro 4.2. Datos empíricos existentes sobre multiplicadores fiscales en América Latina y el Caribe

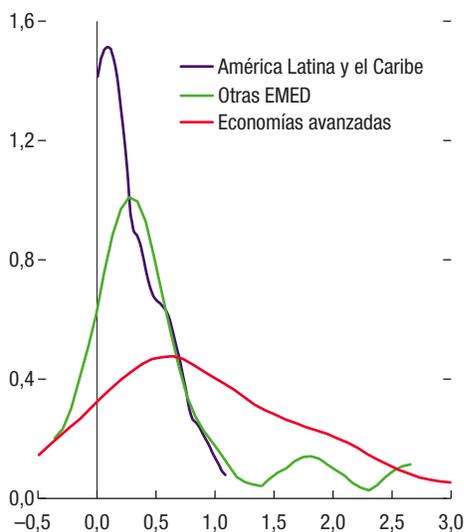
Hay abundantes estudios empíricos sobre el impacto de las medidas de política fiscal en el producto en una amplia gama de países. En este recuadro presentamos un breve resumen de 132 estimaciones recientes. Para facilitar la comparación entre estudios, el multiplicador fiscal se define como la variación del PIB en un horizonte de dos años como consecuencia de un ajuste fiscal de 1 por ciento del PIB.

Según el metaestudio, las estimaciones de multiplicadores fiscales en América Latina y el Caribe (ALC) son típicamente menores que en otras regiones —con un promedio de menos de 0,3— y una alta proporción de ellas está concentrada en un número positivo pero muy cerca de cero (gráfico 4.2.1). Las estimaciones correspondientes a otras economías de mercados emergentes y en desarrollo y a economías avanzadas tienen promedios de 0,6 y 0,9, respectivamente.

Si bien las características estructurales de los países de la región podrían ser un factor importante a la hora de explicar estos resultados, las metodologías seleccionadas también pueden tener cierta incidencia. La mayoría de los estudios analizados sobre países de ALC emplean restricciones de tiempo en los vectores autorregresivos (VAR) o enfoques similares para identificar los shocks fiscales. El sesgo de endogeneidad y los errores de medición probablemente distorsionarán las estimaciones, introduciendo un sesgo en los coeficientes obtenidos. De hecho, cuando se considera la muestra total de estimaciones, los estudios que emplearon el enfoque narrativo arrojaron multiplicadores de mayor magnitud (mediana del multiplicador es 1,1) que los estudios con enfoques basados en VAR u otros métodos (mediana del multiplicador es 0,4).

**Gráfico 4.2.1. Distribución de estimaciones empíricas del multiplicador, por grupo de países**

*(Densidad de las estimaciones del multiplicador fiscal al cabo de dos años)*



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en un sondeo de estudios empíricos.

Nota: EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Este recuadro fue preparado por Antonio David y Daniel Leigh.

## Anexo 4.1. Detalles técnicos

### Estimación de impactos mediante proyecciones locales

Los impactos macroeconómicos de los shocks fiscales se estiman usando el método de proyecciones locales de Jordà (2005) en una configuración de datos de paneles de países:

$$y_{c,t+h} - y_{c,t-1} = \alpha_c + \gamma_t + \beta_b \sum_{s=t}^{t+h} Shock_{c,s} + \delta X_{c,t} + \varepsilon_{c,t}, \quad (A4.1.1)$$

donde  $y_{c,t}$  es la variable dependiente —como el PIB real, la tasa de desempleo, el saldo en cuenta corriente como proporción del PIB o el tipo de cambio efectivo real—,  $\alpha_c$  representa efectos fijos por país, y  $\gamma_t$  representa efectos fijos por año. En el caso de variables estacionarias como la tasa de desempleo, el diferencial del índice EMBI para bonos de los mercados emergentes y el índice de percepción de riesgo soberano,  $y_{c,t}$  se introduce por niveles. Caso contrario, se utilizan logaritmos naturales.

El vector  $X_{c,t}$  contiene variables de control específicas de cada país, incluidos dos rezagos de la tasa de crecimiento de la variable dependiente, dos rezagos del shock fiscal, la tasa de crecimiento contemporánea de los ingresos por exportación de materias primas como proporción del PIB, y dos de sus rezagos. Los últimos se calculan usando datos de comercio de Comtrade de las Naciones Unidas sobre 33 materias primas cuyos precios internacionales constan en *International Financial Statistics* del FMI (Gruss, 2014).

Los shocks  $Shock_{c,s}$  fiscales corresponden a medidas fiscales identificadas externamente a partir de uno de los tres métodos disponibles: modelos de vectores autorregresivos estructurales (SVAR) de Blanchard-Perotti (2002) para países individuales; el estudio narrativo descrito en David y Leigh (de próxima publicación), y el método de errores de pronóstico. Cada uno se describe más adelante. En todos los casos, la variable se expresa como un porcentaje del PIB. En el caso de series de shocks identificadas mediante los métodos de SVAR y de

errores de pronóstico, la variable se trunca en los percentiles 2 y 98.

En el caso en que la variable dependiente  $y_{c,t}$  corresponde al PIB real, el parámetro estimado  $\hat{\beta}_b$  se interpreta como el multiplicador fiscal acumulado en el horizonte  $h$ . El uso del sumatorio que acumula los shocks fiscales significa que  $\hat{\beta}_b$  es equivalente a la razón de las integrales de  $t$  a  $t+h$  de las funciones impulso-respuesta del modelo SVAR para el producto y para la propagación del shock en sí.

### Identificación mediante el enfoque narrativo

Los episodios de consolidación fiscal se elaboraron examinando documentos contemporáneos sobre políticas fiscales para determinar el motivo, la magnitud prevista y la cronología de las medidas de política discrecionales. Las fuentes incluyen informes de instituciones multilaterales como los informes del personal técnico del FMI y estudios económicos de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), así como documentos presupuestarios (como varias ediciones del *Informe de Finanzas Públicas* en los casos de Chile y Paraguay y *Criterios Generales de Política Económica* en el caso de México).

El motivo de una determinada medida de política es una dimensión clave del análisis. Conforme a Romer y Romer (2010) y Devries *et al.* (2011), en el conjunto de datos se incluyeron solamente medidas de política motivadas por un interés en reducir un déficit heredado y/o abordar un nivel elevado de deuda, o por consideraciones de largo plazo no relacionadas con el ciclo económico. Se excluyeron intencionalmente episodios que obedecían a medidas tomadas como respuesta a condiciones económicas corrientes o prospectivas. Además, se excluyeron también de la base de datos variaciones de los impuestos debidas a necesidades de gasto (es decir, cambios en los impuestos provocados por un cambio en el gasto público dentro del mismo año, como por ejemplo una subida de impuestos porque el país está en guerra).

Los indicadores de la magnitud de las variaciones de la política fiscal se basan en estimaciones del impacto que una determinada medida de política tiene en el ingreso o el gasto en el momento de implementación (expresado en términos anuales) y en el nivel vigente del PIB. Si las medidas fueron anunciadas pero no implementadas, no se incluyeron en la base de datos, como se explica en detalle en David y Leigh (de próxima publicación).

## Identificación mediante errores de pronóstico

Los pronósticos se toman de las ediciones de octubre de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) del FMI, en las que constan numerosos pronósticos de países desde 1990, entre ellos 19 países de América Latina y el Caribe. Para reducir al mínimo el riesgo de errores debido a variaciones en las convenciones de datos, se toman los primeros resultados divulgados en el informe WEO del año siguiente. Se elaboran errores de pronóstico para la tasa de crecimiento anual del consumo público (código de serie *ncg*) y la inversión pública (código de serie *nfig*), que se deflactan por la tasa de crecimiento del deflactor PIB (código de serie *ngdp\_d*) de ediciones contemporáneas. A continuación, los errores de pronóstico se multiplican por la relación media gasto nominal a PIB nominal (*ngdp*) de cada país a lo largo del período de la muestra. Conforme a la convención empleada en el capítulo, el signo de los shocks se invierte, de tal manera que un valor positivo corresponde a recorte imprevisto del gasto. Los errores de pronóstico del gasto primario se construyen como la suma de errores de pronóstico del consumo público y la inversión pública (reales).

¿Apuntan estos errores de pronóstico a medidas de política fiscal exógenas? Una inquietud legítima es que lo que en realidad se capta es resultados sorpresivos de inflación o una respuesta endógena a shocks del producto. Para paliar estas inquietudes, el análisis sigue el criterio del capítulo 4 de la edición de octubre de 2017 del informe WEO y realiza una regresión de los errores de pronóstico sobre los errores de pronóstico

de la inflación y el crecimiento del PIB real, y los residuos se usan como la serie  $Shock_{e,s}$  en la ecuación (A4.1.1).

## Identificación usando modelos SVAR en países individuales

Los shocks fiscales se identifican usando vectores autorregresivos estructurales (SVAR) conforme a Blanchard y Perotti (2002). Este método emplea análisis de series de tiempo para identificar movimientos del gasto público y del ingreso tributario exógenos al ciclo económico.

La estrategia consiste en extraer un modelo estructural no observable a partir de una autorregresión vectorial de forma reducida  $X_t = A(L, q)X_{t-1} + e_t$ , donde  $X_t = [S_t, T_t, Y_t]'$  incluye el logaritmo del gasto trimestral (consumo público e inversión pública), ingreso tributario (menos pagos de transferencias e intereses) y PIB, respectivamente, en cifras reales per cápita, y  $e_t$  es el vector de residuos estimados. En este sentido, se supone primero que existe una relación lineal entre los residuos estimados de forma reducida  $e_t$  y los shocks estructurales  $u_t$ :

$$e_t^s = b_1 e_t^y + b_2 u_t^T + u_t^s \quad (\text{A4.1.2})$$

$$e_t^T = a_1 e_t^y + a_2 u_t^s + u_t^T \quad (\text{A4.1.3})$$

$$e_t^y = c_2 e_t^s + c_1 e_t^T + u_t^y. \quad (\text{A4.1.4})$$

Al igual que en los SVAR de Blanchard y Perotti, se supone que los movimientos imprevistos del gasto ( $e_t^s$ ) se deben a errores de pronóstico del PIB ( $b_1 e_t^y$ ), shocks estructurales de los impuestos ( $b_2 u_t^T$ ) y shocks estructurales del gasto público ( $u_t^s$ ). Los errores de pronóstico en los impuestos ( $e_t^T$ ) se deben a movimientos sorpresivos del PIB ( $a_1 e_t^y$ ), shocks estructurales del gasto ( $a_2 u_t^s$ ) y shocks estructurales de los impuestos ( $u_t^T$ ). Por último, los errores de pronóstico del PIB ( $e_t^y$ ) se deben a movimientos sorpresivos del gasto ( $c_2 e_t^s$ ), movimientos sorpresivos de impuestos ( $c_1 e_t^T$ ) y shocks estructurales del GDP ( $u_t^y$ ).

Dado que hay más parámetros desconocidos que ecuaciones en el sistema, resulta necesario

imponer restricciones sobre ciertos parámetros. Nos basamos en Blanchard y Perotti (2002) para suponer que el gobierno no modifica el gasto en respuesta a la evolución del PIB dentro del trimestre, de tal manera que  $b_1 = 0$ . Además, las decisiones relativas al gasto se toman antes que las relativas a los impuestos, y por lo tanto  $b_2 = 0$ . Posteriormente Blanchard y Perotti (2002) estiman  $a_1$  —el efecto de resultados sorprendidos del PIB en los ingresos tributarios— fuera del sistema. Recurriendo a regresiones sobre varios tipos de impuestos, obtienen la elasticidad de la base impositiva con respecto al PIB y la elasticidad de la recaudación de impuestos con respecto a la base, y las combinan. En la práctica, suele suponerse que esta elasticidad es igual a 1 o ligeramente mayor. Un nivel razonable para ALC podría ser entre 1 y 2, dado el vínculo entre el crecimiento económico y la formalización. Para facilitar la comparación, se usa aquí la estimación de Blanchard y Perotti de 2 para todos los países, pero la identificación de los shocks no es muy sensible a la magnitud de esta constante. Por último, Blanchard y Perotti también obtuvieron  $c_1$  y  $c_2$  fuera del sistema, usando una estimación de variables instrumentales de la ecuación (A4.1.4). Como la causalidad opera en ambos sentidos —la tributación y el PIB se afectan mutuamente— Blanchard y Perotti utilizan como instrumento en esta estimación el residuo del impuesto que resulta de la estimación del VAR de forma reducida pero ajustado cíclicamente  $er_t = e_t^T - a_1 e_t^y$ . Por lo tanto, solo estiman  $a_2$  dentro del SVAR. Sin embargo, esta estimación externa de  $c_1$  y  $c_2$  no es necesaria, ya que es posible también estimar esos coeficientes dentro del SVAR. De hecho, obtuvimos  $c_1$  y  $c_2$  dentro del SVAR, aunque en algunos casos usamos uno de los coeficientes obtenidos con nuestra respectiva estimación de variables instrumentales, cuando era estadísticamente significativo.

El supuesto en cuanto al tiempo, crucial en esta metodología, exige que se disponga de datos trimestrales sobre las variables fiscales y el producto real, lo cual reduce la muestra de países disponibles en ALC a ocho: Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, la República Dominicana y Uruguay. Usamos las siguientes variables: ingresos

públicos, descontados los pagos de interés y parte de los subsidios y transferencias, para preservar el espíritu de lo hecho por Blanchard y Perotti (2002); gasto público que incluye gasto en salarios y bienes y servicios más inversión y la parte restante de las transferencias, y el PIB del país. Para controlar por el efecto que tienen en el ingreso y el gasto públicos las fluctuaciones de las materias primas y la demanda externa, también incluimos en los SVAR un índice de términos de intercambio y el PIB de socios externos ponderado en función del comercio, como variables exógenas.

### Descripción de shocks fiscales en las diferentes estrategias de identificación

Cada una de las tres estrategias de identificación descritas anteriormente tiene ventajas y desventajas. Resulta útil considerar las diferentes propiedades de las series de shocks alternativas usadas como  $Shock_{c,s}$  en la ecuación (A4.1.1), y compararlas entre sí durante períodos superpuestos. En el panel 1 del cuadro A4.1 se presentan estadísticas resumidas de cada serie de shocks en las muestras de ALC usadas en el capítulo. Los shocks según el enfoque narrativo presentan un rango y una variabilidad menores que los shocks identificados mediante los métodos de SVAR y errores de pronóstico.

En el panel 2 del cuadro A4.1 se presentan correlaciones contemporáneas por pares de las diferentes series de shocks, y se incluyen la variación del balance primario ajustado en función del ciclo a modo de referencia del esfuerzo de política fiscal. Solo los shocks identificados mediante el enfoque narrativo presentan una correlación significativa con el balance primario ajustado en función del ciclo, mientras que los shocks identificados mediante errores de pronóstico y modelos SVAR presentan correlaciones muy débiles con todos los otros shocks. Esto hace pensar que las estrategias de identificación alternativas captan diferentes conceptos, que no siempre están estrechamente relacionados con la variación del balance fiscal global.

**Cuadro del anexo 4.1. Comparación de shocks fiscales en América Latina y el Caribe con las diferentes metodologías**

1. Estadísticas resumidas						
	Países	N	Media	Mediana	Desv. estándar	Rango
<i>Enfoque narrativo</i>						
Programas	14	392	0,2	0,0	0,6	[-0,9; 4,1]
Medidas de gasto	14	392	0,1	0,0	0,2	[-0,5; 2,0]
Medidas de impuesto	14	392	0,1	0,0	0,4	[-0,9; 4,1]
<i>Errores de pronóstico</i>						
Gasto primario	19	532	-0,1	-0,1	1,6	[-7,2; 7,8]
Consumo público	19	570	0,0	0,0	0,9	[-4,1; 4,1]
Inversión pública	19	672	-0,1	-0,2	1,2	[-4,7; 5,5]
<i>SVAR</i>						
Gasto primario	8	154	0,0	0,0	1,4	[-2,7; 4,2]

2. Correlaciones por pares								
	<i>Enfoque narrativo</i>			<i>Errores de pronóstico</i>			<i>SVAR</i>	<i>CAPB</i>
	Programas	Gasto	Impuestos	Gasto primario	Consumo	Inversión	Gasto primario	Variación
<i>Enfoque narrativo</i>								
Programas	1,00							
Gasto	0,68	1,00						
Impuestos	0,91	0,33	1,00					
<i>Errores de pronóstico</i>								
Gasto primario	0,11	0,12	0,07	1,00				
Consumo	0,05	0,03	0,04	0,56	1,00			
Inversión	0,10	0,14	0,05	0,77	-0,01	1,00		
<i>SVAR</i>								
Gasto primario	0,04	0,07	0,00	-0,03	-0,16	0,09	1,00	
<i>CAPB</i>								
Variación	0,38	0,31	0,32	0,13	0,04	0,15	0,04	1,00

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el caso de los shocks según los métodos de errores de pronóstico y SVAR, la muestra fue truncada en los percentiles 2 y 98. CAPB = saldo primario ajustado en función del ciclo; SVAR = modelos de vectores autorregresivos estructurales.

## Referencias

- Abiad, A., D. Furceri y P. Topalova. 2016. “The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies”. *Journal of Macroeconomics* 50: 224–40.
- Alesina, A., O. Barbiero, C. Favero, F. Giavazzi y M. Paradisi. 2017. “The Effects of Fiscal Consolidations: Theory and Evidence”. Working Paper 23385, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Arizala, F., J. Gonzalez-Garcia, C. G. Tsangarides y M. Yenice. 2017. “The Impact of Fiscal Consolidations on Growth in Sub-Saharan Africa”. IMF Working Paper 17/281, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Auerbach, A. J., y Y. Gorodnichenko. 2012. “Measuring the Output Responses of Fiscal Policy”. *American Economic Journal: Economic Policy* 4 (2): 1–27.
- \_\_\_\_\_. 2013. “Fiscal Multipliers in Recession and Expansion”. En *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, editado por A. Alesina y F. Giavazzi. Chicago: University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_. 2017. “Fiscal Stimulus and Fiscal Sustainability”. Working Paper 23789, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Azevedo, J. P., A. David, F. Rodrigues Bastos y E. Pineda. 2014. “Fiscal Adjustment and Income Inequality: Sub-national Evidence from Brazil”. IMF Working Paper 14/85, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Ball, L., D. Furceri, D. Leigh y P. Loungani. 2013. “The Distributional Effects of Fiscal Consolidation”. IMF Working Paper 13/151, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Bastagli, F., D. Coady y S. Gupta. 2015. “Fiscal Redistribution in Developing Countries: Overview of Policy Issues and Options”. En *Inequality and Fiscal Policy*, editado por B. Clements, R. de Mooij, S. Gupta y M. Keen. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Blanchard, O., y R. Perotti. 2002. “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output”. *Quarterly Journal of Economics* 126: 51–102.
- Carrière-Swallow, Y., A. David y D. Leigh. De próxima publicación. “The Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidations in Emerging Economies: Evidence from Latin America”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Celasun, O., F. Grigoli, K. Honjo, J. Kapsoli, A. Klemm, B. Lissovnikov, J. Luksic *et al.* 2015. “Fiscal Policy in Latin America: Lessons and Legacies of the Global Financial Crisis”. IMF Staff Discussion Note 15/06, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- David, A., y D. Leigh. De próxima publicación. “A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Devries, P., J. Guajardo, D. Leigh y A. Pescatori. 2011. “A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation”. IMF Working Paper 11/128, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Eyraud, L., y A. Weber. 2013. “The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation”. IMF Working Paper 13/67, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Furceri, D., J. T. Jalles y P. Loungani. 2015. “Fiscal Consolidation and Inequality in Advanced Economies: How Robust Is the Link?” En *Inequality and Fiscal Policy*, editado por B. Clements, R. de Mooij, S. Gupta y M. Keen. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Furceri, D., y B. G. Li. 2017. “The Macroeconomic (and Distributional) Effects of Public Investment in Developing Economies”. IMF Working Paper 17/217, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Giavazzi, F., y M. Pagano. 1990. “Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries”. *NBER Macroeconomics Annual* 7: 75–122.
- Gruss, B. 2014. “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper 14/154, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Guajardo, J., D. Leigh y A. Pescatori. 2014. “Expansionary Austerity? International Evidence”. *Journal of the European Economic Association* 12 (4): 949–68.
- Gunter, S., D. Riera-Crichton, C. Végh y G. Vuletin. 2016. “Policy Implications of Non-Linear Effects of Tax Changes on Output”. Inédito, Banco Mundial, Washington, DC.
- \_\_\_\_\_. 2017. “Non-linear Distortion-Based Effects of Tax Changes on Output: A Worldwide Narrative Approach”. IDB Discussion Paper IDP-DP-540, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Jalles, J. T., I. Karibzhanov y P. Loungani. 2015. “Cross-Country Evidence on the Quality of Private Sector Fiscal Forecasts”. *Journal of Macroeconomics* 45:186–201.
- Jordà, Ò. 2005. “Estimation and Inference of Impulse-Response by Local Projections”. *American Economic Review* 95 (1): 161–82.

———, y A. Taylor. 2015. “The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy”. *Economic Journal* 126 (1): 219–55.

Ramey, V., y S. Zubairy. 2018. “Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U.S. Historical Data”. *Journal of Political Economy* 126 (2).

Romer C., y D. Romer. 2010. “The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks”. *American Economic Review* 100: 763–801.

Solt, F. 2016. “The Standardized World Income Inequality Database”. *Social Science Quarterly* 97 (5): 1267–281.

Woo, J., E. Bova, T. Kinda y Y. S. Zhang. 2017. “Distributional Consequences of Fiscal Adjustments: What Do the Data Say?” *IMF Economic Review* 65: 273–307.

## 5. Pobreza y desigualdad en América Latina: Avances durante el boom de las materias primas, pero perspectivas inciertas

*América Latina ha logrado avances impresionantes en la reducción de la desigualdad y la pobreza desde el inicio del siglo, pero sigue siendo la región más desigual del mundo. Los avances fueron particularmente pronunciados en los países exportadores de materias primas durante el boom de las materias primas, y en su mayor parte, reflejaron mejoras en los ingresos laborales reales de los trabajadores menos calificados, sobre todo en el sector de servicios. Las transferencias gubernamentales también desempeñaron un papel positivo, pero menos importante. Ahora que el boom de las materias primas ha pasado, que el entorno fiscal es más difícil y que las tasas de pobreza ya han aumentado ligeramente en algunos países, las políticas deberán recalibrarse cuidadosamente para mantener los avances sociales. Aumentar la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas y reequilibrar el gasto son dos medidas que podrían ayudar a mantener los gastos más cruciales en transferencias sociales e infraestructura. También es importante focalizar mejor las transferencias sociales y reformar los marcos de descentralización.*

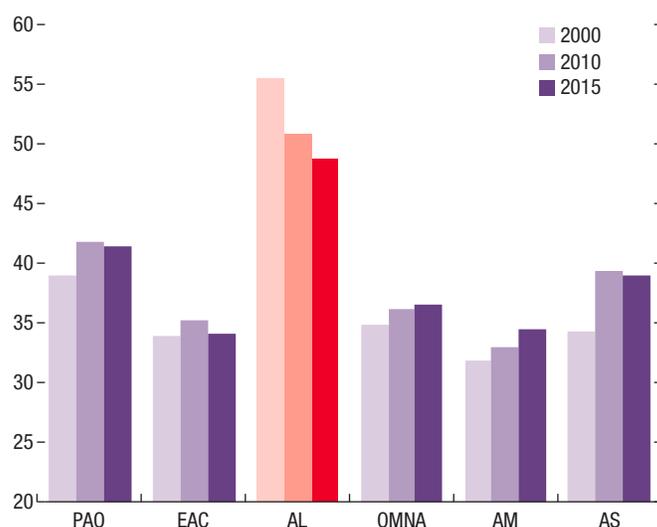
A lo largo del siglo XX, América Latina ha estado asociada con algunos de los niveles de desigualdad más altos del mundo<sup>1</sup>. Sin embargo, desde el inicio de este siglo, es la única región que ha experimentado una reducción significativa de la desigualdad (gráfico 5.1)<sup>2</sup>. La pobreza también

Este capítulo fue preparado por Ravi Balakrishnan, Frederik Toscani y Mauricio Vargas, con la excelente asistencia de Adrian Robles en la investigación y la valiosa colaboración de Pablo Bejar en la producción. El capítulo está basado en un Documento de Departamento del FMI (de próxima publicación), que incluirá más detalles y un análisis más profundo sobre los ciclos de las materias primas y la desigualdad en América Latina.

<sup>1</sup>Algunos analistas consideran que es un legado de la colonización y las instituciones establecidas por los conquistadores (Engerman y Sokoloff, 1997, 2000, 2002; Acemoglu, Johnson y Robinson, 2001, 2002). Este legado se ha relacionado con 1) la existencia de elites poderosas, 2) imperfecciones en los mercados de capitales, 3) desigualdad de oportunidades (en particular, en términos de acceso a una educación de alta calidad), 4) segmentación del mercado laboral (por ejemplo, a causa de la informalidad) y 5) discriminación contra las personas que no son blancas y las mujeres (véase el análisis de Cornia y Martorano, 2013).

<sup>2</sup>Dado que los datos disponibles sobre desigualdad en el Caribe son limitados, este capítulo se centra en América Latina.

**Gráfico 5.1. Coeficiente de Gini**  
(Índice de Gini, promedio ponderado por población)



Fuentes: Banco Mundial, base de datos PovcalNet, y Banco Mundial, base de datos de Indicadores de Desarrollo Mundial (IDM).

Nota: Para 2015, los datos de América Latina son el promedio de las cifras disponibles de IDM. Los países incluyen Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Panamá, Paraguay, Perú, la República Dominicana y Uruguay. AL = América Latina; AM = Asia meridional; AS = África subsahariana; EAC = Europa y Asia central; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; PAO = Pacífico y Asia oriental.

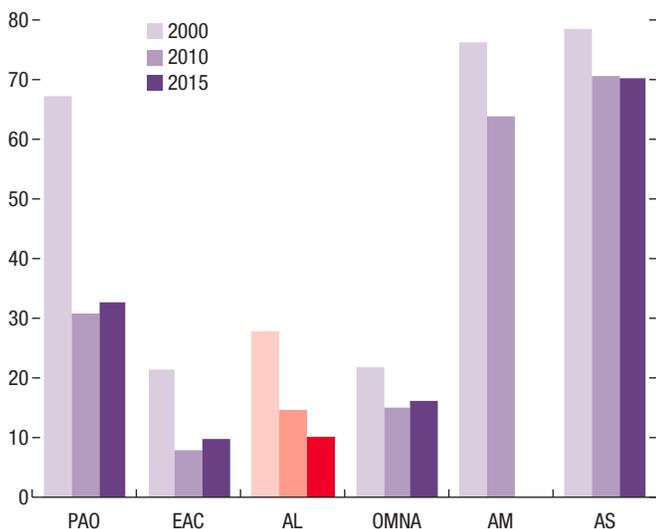
se ha reducido considerablemente, aunque esto también ha ocurrido en otras regiones, y América Latina partió de un nivel relativamente bajo (gráfico 5.2)<sup>3</sup>. En adelante, es muy preocupante que algunos de los avances logrados hayan comenzado a revertirse (CEPAL, 2017; Messina y Silva, 2018).

En este contexto, este capítulo documenta las recientes tendencias regionales de la desigualdad y la pobreza, diferenciando entre América del Sur y América Central (incluido México), así como entre importadores y exportadores de materias primas. Concluye que los avances fueron particularmente pronunciados en los países exportadores de

<sup>3</sup>Resultado difícil comparar la pobreza, y especialmente la desigualdad, entre los países y regiones. Los datos utilizados para América Latina están armonizados entre los países. Pero debido a que los datos sobre desigualdad en América Latina por lo general se basan en el ingreso, mientras que en otras regiones se basan en el consumo, las comparaciones entre las regiones tienen ciertas limitaciones.

**Gráfico 5.2. Tasa de pobreza**

(Porcentaje; tasa de incidencia de la pobreza, sobre la base de USD 3,20 por día; PPA de 2011)



Fuente: Banco Mundial, base de datos de Indicadores de Desarrollo Mundial (IDM).  
 Nota: En 2015, América Latina corresponde al promedio de los valores disponibles en IDM. Los países incluyen Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Panamá, Paraguay, Perú, la República Dominicana y Uruguay. AL = América Latina; AM = Asia meridional; AS = África subsahariana; EAC = Europa y Asia central; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; PAO = Pacífico y Asia oriental.

materias primas. Luego plantea por qué y analiza los canales a través de los cuales los ciclos de las materias primas tienen un impacto en los avances sociales, utilizando estudios de casos basados en microdatos de países exportadores de materias primas. En este capítulo también se examina el diseño de la descentralización fiscal en el contexto de un aumento importante de ingresos extraordinarios y las políticas que pueden ayudar a mantener dichos avances en el período actual de precios más bajos de las materias primas.

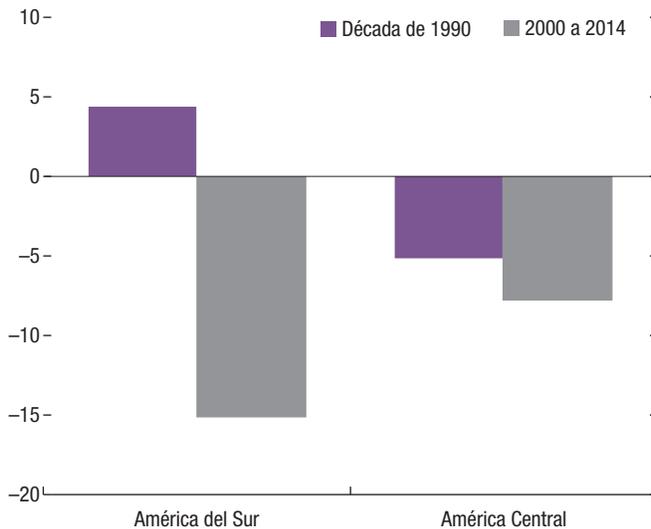
## Panorama general de los avances sociales durante el boom de las materias primas

En general, durante el período del boom de las materias primas<sup>4</sup> se lograron sólidos avances en la reducción de la pobreza en toda la región,

<sup>4</sup>Si bien el nivel máximo en los términos de intercambio de las materias primas varía de un país a otro, para poder compararlos fechamos el final del boom al comienzo del shock de precios del petróleo de 2014.

**Gráfico 5.3. Variación en la tasa de pobreza**

(Puntos porcentuales; tasa de incidencia de la pobreza, sobre la base de USD 3,10 por día)



Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS.  
 Nota: El grupo de países de América del Sur comprende Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay. El grupo de países de América Central comprende Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Panamá.

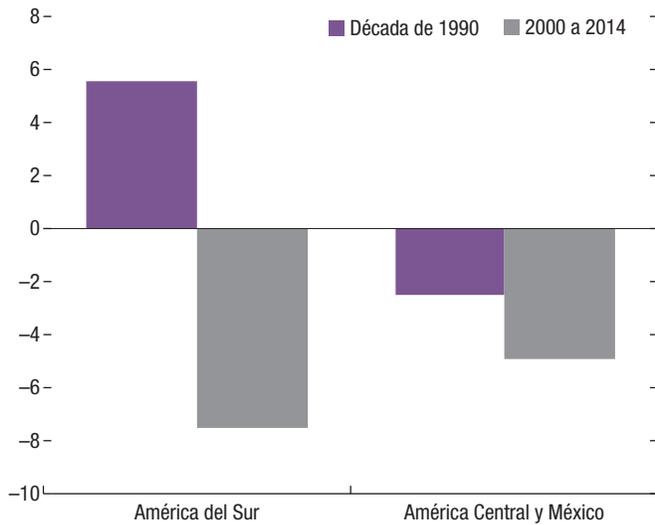
sobre todo en América del Sur (gráfico 5.3)<sup>5</sup>. La desigualdad —medida según el coeficiente de Gini— se redujo en América Central y del Sur, pero mucho más en esta última región (gráfico 5.4)<sup>6</sup>. En América del Sur, la diferencia entre los años noventa (cuando la pobreza y la desigualdad aumentaron) y el período del boom es particularmente marcada.

Un amplio número de estudios muestran que la reducción generalizada de la desigualdad en toda la región durante los años 2000 se debió a la reducción de la desigualdad de los ingresos por hora de los trabajadores, y a un sistema de

<sup>5</sup>Según la disponibilidad de datos, la cobertura de los países incluye: Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, la República Dominicana y Uruguay. Los países exportadores de materias primas se determinan en función de si las exportaciones netas de materias primas superan el 10% de las exportaciones más las importaciones totales en el momento de publicarse la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), a los cuales se añade Brasil dado que tiene las reservas estimadas de recursos naturales más grandes de la región. Por lo tanto, la lista completa de países exportadores de materias primas es la siguiente: Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Honduras, Paraguay y Perú.

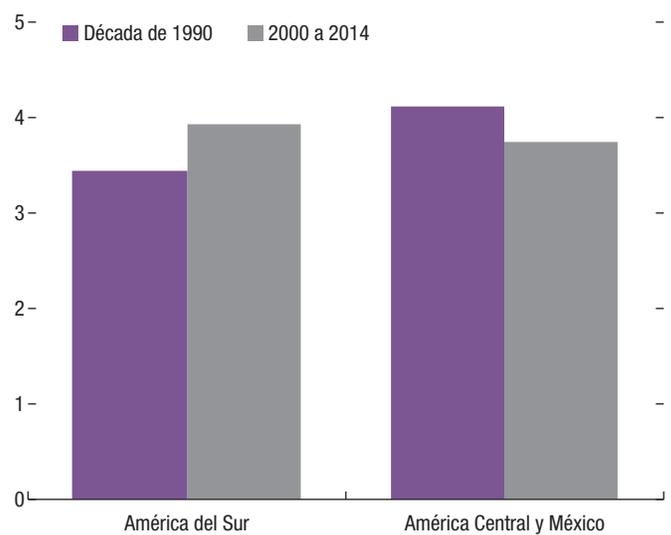
<sup>6</sup>En este capítulo se analiza la desigualdad del ingreso (coeficiente de Gini) en vez de la desigualdad de la riqueza.

**Gráfico 5.4. Variación del coeficiente promedio de Gini**  
(Unidades de Gini)



Fuentes: Banco Mundial, base de datos de Indicadores de Desarrollo Mundial, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: América del Sur comprende Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay. América Central comprende Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

**Gráfico 5.5. Crecimiento promedio del PIB real**  
(Porcentaje)

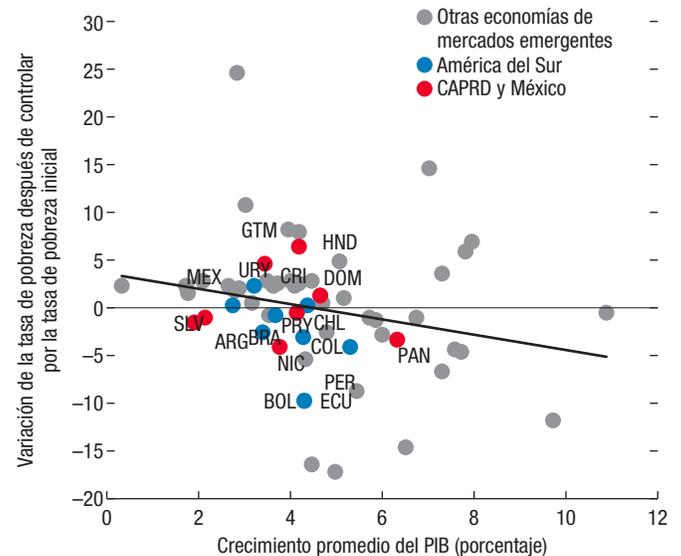


Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: América del Sur comprende Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay. América Central comprende Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

transferencias gubernamentales más robusto y progresivo (Azevedo, Saavedra y Winkler, 2012; Cornia y Martorano, 2013; de la Torre, Messina y Pienknagura, 2012; López-Calva y Lustig, 2010; Lustig, López-Calva y Ortiz-Juárez, 2013). En el caso de la reducción de la pobreza, y en cierta medida de la desigualdad, una hipótesis obvia es que el mayor crecimiento en América Latina durante el período del boom probablemente haya sido el factor que más contribuyó a dicha reducción. En comparación con los años noventa, el gráfico 5.5 muestra que durante el período del boom de las materias primas el crecimiento en efecto aumentó en América del Sur (donde la reducción de la pobreza fue mayor), mientras que en América Central el crecimiento fue más bajo, aunque siguió siendo alto. El gráfico 5.6 muestra que la asociación entre el crecimiento del PIB y la reducción de la pobreza en distintos países de regiones emergentes durante el período del boom fue positiva<sup>7</sup>. Sin embargo, los países de

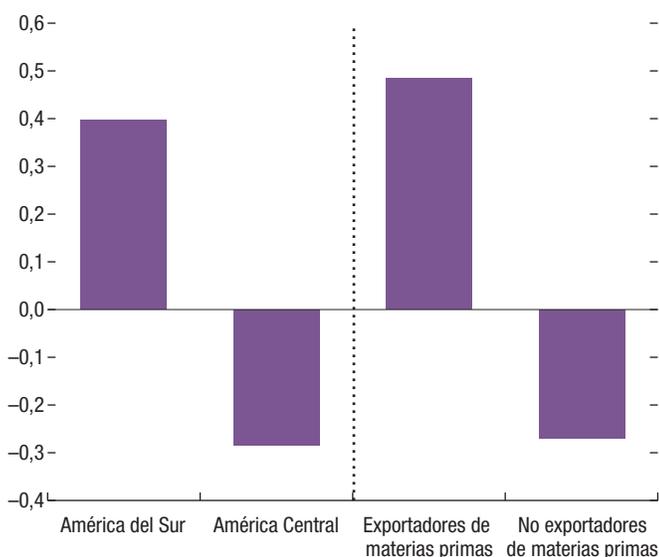
<sup>7</sup>Para controlar por el nivel inicial de pobreza, la variable en el eje vertical es el residuo de una regresión entre el cambio en pobreza explicado por la tasa de pobreza inicial.

**Gráfico 5.6. Crecimiento promedio del PIB y variación de la tasa de pobreza, 2000–14**  
(Tasa de incidencia de la pobreza, sobre la base de USD 3,10 por día; PPA)



Fuentes: FMI, base de datos del informe WEO; Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: América del Sur comprende Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay. América Central comprende Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá. En el gráfico se controlan los efectos de convergencia. Específicamente, la variable en el eje vertical es residuo de una regresión entre el cambio en pobreza explicado por la tasa de pobreza inicial. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana; PPA = paridad del poder adquisitivo.

**Gráfico 5.7. Crecimiento promedio de los términos de intercambio durante el boom, 2000–14**  
(Porcentaje)



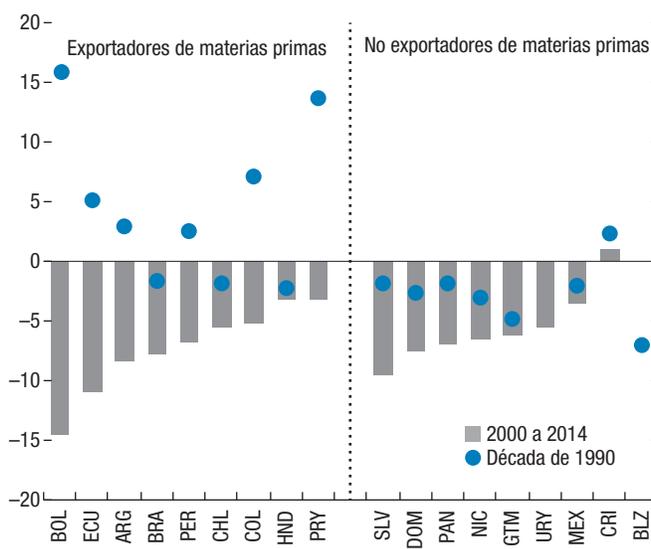
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los términos de intercambio utilizados corresponden al índice de precios de exportaciones netas de materias primas ponderado por el PIB (véase Gruss, 2014). Todos los países de América del Sur son exportadores de materias primas excepto Uruguay. Todos los países de América Central son no exportadores de materias primas excepto Honduras.

América del Sur se ubican en general por debajo de la línea de ajuste lineal, es decir que, por cada punto porcentual adicional de crecimiento, estos países redujeron la pobreza mucho más que otros países. Esto parece indicar que otros factores, además del elevado crecimiento, contribuyeron al extraordinario vuelco en la reducción de la pobreza en América del Sur en los años 2000.

Una pregunta clave es entonces por qué durante el boom los avances sociales fueron mayores en América del Sur que en otras regiones. El gráfico 5.7 muestra una posible vinculación: en América del Sur se encuentran muchos países exportadores de materias primas que experimentaron un aumento significativo de los términos de intercambio en comparación con otros países. Los gráficos 5.8 y 5.9 muestran con mayor detalle las diferencias en la desigualdad y la reducción de la pobreza entre los distintos países exportadores e importadores de materias primas. Los avances más importantes en ambos frentes se produjeron en dos países muy dependientes de las exportaciones de materias primas, Bolivia y Ecuador.

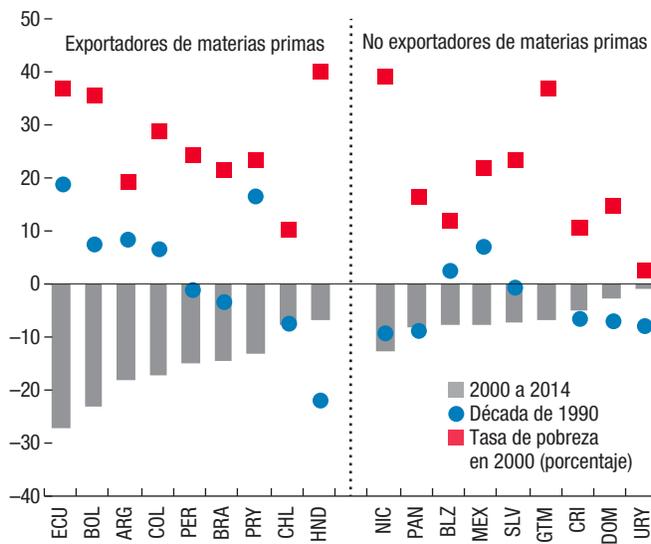
**Gráfico 5.8. Variación del coeficiente de Gini**  
(Unidades de Gini)



Fuentes: Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS; Banco Mundial, base de datos de Indicadores de Desarrollo Mundial; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Colombia utiliza valores de 2003 y Brasil utiliza valores de 2001 para el año 2000 según la disponibilidad de datos. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

**Gráfico 5.9. Variación en la tasa de pobreza**  
(Puntos porcentuales; tasa de incidencia de la pobreza, sobre la base de USD 3,10 por día)



Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS.

Nota: Colombia utiliza valores de 2003 y Brasil utiliza valores de 2001 para el año 2000 según la disponibilidad de datos. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

De hecho, los países exportadores de materias primas lograron los mayores avances en la reducción de la pobreza a nivel general, salvo Chile y Honduras, que lograron avances menos importantes que los de algunos países no exportadores de materias primas, como Nicaragua y Panamá<sup>8</sup>.

En el caso de la desigualdad, se observa el mismo patrón pero el panorama es menos claro: en El Salvador y la República Dominicana se registran mayores reducciones de la desigualdad que en algunos países exportadores de materias primas (Chile, Colombia, Paraguay y Honduras)<sup>9</sup>.

Los avances significativos logrados por muchos importadores de materias primas ponen de relieve los diversos factores que impulsan los avances sociales, de los cuales los ciclos de las materias primas son solo uno. De hecho, Messina y Silva (2018) sostienen que los factores del lado de la oferta, como una mayor oferta de trabajadores calificados, probablemente fueron los que más contribuyeron a la reducción de la desigualdad en América Central y México, y tuvieron un papel importante en toda la región. Lustig, López-Calva y Ortiz-Juárez (2012) también apuntan a la expansión de las transferencias de efectivo en México, mientras que en FMI (2017) se destaca el papel de las políticas gubernamentales para incrementar los bajos salarios en Uruguay.

## Ciclos de las materias primas, pobreza y desigualdad

### ¿Existe una asociación estadística?

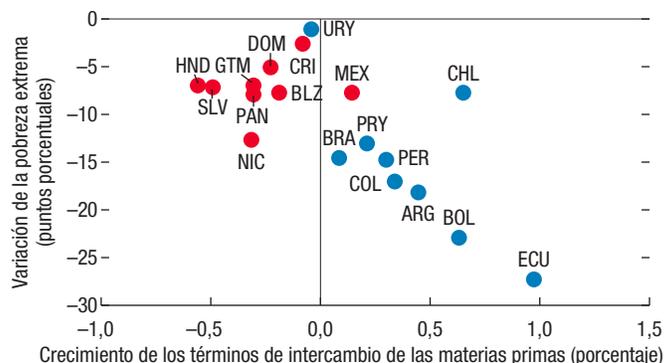
¿Cuál es la relación entre los indicadores sociales y el ciclo de las materias primas? La correlación entre

<sup>8</sup>La menor reducción de la pobreza en Chile respecto a otros países exportadores de materias primas refleja en gran medida que Chile registraba tasas de pobreza relativamente bajas antes del boom: la pobreza en 2000 se ubicaba en el 10,3 por ciento y se redujo al 2,6 por ciento en 2013.

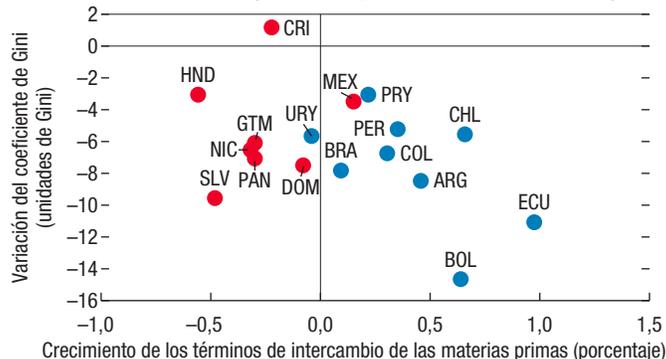
<sup>9</sup>La reducción media de la pobreza durante el período de auge fue mayor en forma estadísticamente significativa en los países exportadores de materias primas que en los países no exportadores de las mismas. La reducción media de la desigualdad también es mayor, pero el resultado no es estadísticamente significativo.

### Gráfico 5.10. Términos de intercambio de las materias primas, pobreza y coeficiente de Gini

#### 1. Crecimiento promedio de los términos de intercambio y variación en la tasa de pobreza (durante el período del boom 2000–14)



#### 2. Crecimiento promedio de los términos de intercambio y variación del coeficiente de Gini (durante el período del boom 2000–14)



Fuentes: Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS; Banco Mundial, base de datos de Indicadores de Desarrollo Mundial (IDM); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los puntos rojos corresponden a CAPRD y México, y los puntos azules a América del Sur. CAPRD comprende América Central y la República Dominicana. Chile utiliza valores de 2013 para la tasa de incidencia de la pobreza de 2014 debido a la disponibilidad de datos. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121. CAPRD = América Central, Panamá y la República Dominicana.

la reducción de la pobreza y la desigualdad durante el período del boom y la variación de los términos de intercambio de las materias primas apunta a una interesante historia (gráfico 5.10)<sup>10</sup>. En el caso de los países no exportadores de materias primas, no existe una asociación clara entre las variaciones de los términos de intercambio de las materias primas y las de la pobreza y la desigualdad. En los países exportadores de materias primas, sin

<sup>10</sup>Esto mide la pérdida o ganancia de ingresos experimentada por un país durante el período debido a las variaciones de precios de las materias primas (Gruss, 2014).

embargo, la relación es sólida, particularmente en el caso de la pobreza. El tamaño de la reducción de la pobreza es directamente proporcional a la tasa de crecimiento de los términos de intercambio de las materias primas en los países exportadores de materias primas<sup>11</sup>. En el caso de la desigualdad, la relación en los países exportadores de materias primas no es tan sólida como en el de la pobreza, pero es claramente visible. Una relación más estrecha entre el ciclo de las materias primas y la pobreza (en lugar de la desigualdad) parece ser una regularidad empírica observable a lo largo de este capítulo.

El cuadro 5.1 muestra las regresiones de la participación en el ingreso por decil explicada por los términos de intercambio de las materias primas, así como por otras variables de control<sup>12</sup>. La participación en el ingreso del segundo al octavo decil aumentó significativamente, mientras que la participación correspondiente al decil superior disminuyó. Como ambos grupos, el de ingreso bajo y el de ingreso medio a alto, progresaron, el resultado de la pobreza es más sólido que el de la desigualdad. No obstante, la desigualdad tendió a reducirse dado que la participación en el ingreso correspondiente al decil más elevado se redujo sustancialmente en promedio<sup>13</sup>. Curiosamente, la participación en el ingreso del decil más bajo no registró un aumento estadísticamente significativo al mejorar los

<sup>11</sup>Si bien Honduras se clasifica como un país exportador de materias primas dado el alto nivel de exportaciones netas de materias primas, los términos de intercambio de las materias primas de este país se redujeron ya que exporta materias primas no extractivas e importa materias primas extractivas, las cuales registraron mayores aumentos de precios. Por consiguiente, las variaciones de precios de las materias primas generaron un efecto riqueza negativo en el caso de Honduras y la pobreza se redujo mucho menos que en la mayoría de los demás países de América Latina.

<sup>12</sup>En esta muestra incluimos solamente los países exportadores de materias primas dado que no existe una asociación estadística en el caso de los países no exportadores de materias primas. La regresión incluye efectos fijos por país y el PIB per cápita rezagado como variable de control.

<sup>13</sup>A partir de estas regresiones de la participación en ingresos no es posible inferir qué sucedió en el nivel de ingresos del decil superior. Sin embargo, el gráfico 5.13 muestra que en promedio durante el auge los salarios reales crecieron en todos los niveles de calificación en los países exportadores de materias primas, lo cual sugiere que para la mayoría de los países el resultado del cuadro 5.1 refleja una pérdida relativa, más que absoluta, en el decil superior.

términos de intercambio de las materias primas, aunque el ingreso en términos absolutos de este decil se incrementó. Como cabría esperar y coincidiendo con el gráfico 5.9, la reducción de la pobreza estuvo más determinada por la dinámica de los segmentos más cercanos a la línea de pobreza, en particular del segundo al cuarto decil, según el país<sup>14</sup>.

## ¿Cuáles son los canales?

La relación estadística lleva naturalmente a la pregunta sobre los canales a través de los cuales el ciclo de las materias primas influye en los indicadores sociales. Esencialmente, un boom de las materias primas es un shock de riqueza positivo que se propaga a través de la economía por varios canales, como se describe en las siguientes secciones<sup>15</sup>.

### *Canales del mercado y del sector privado*

El shock de riqueza positivo tiene un impacto directo en el sector de materias primas y tiene efectos de contagio al resto de la economía, muchos de ellos a través del mercado laboral:

- Primero, el sector de materias primas se expande. Esto atrae mano de obra y otros recursos. La mayor demanda de mano de obra empuja al alza los salarios reales y/o el empleo. También puede reducir o aumentar la prima por nivel de calificación, dependiendo de la intensidad relativa de la mano de obra en el sector de materias primas<sup>16</sup>.
- Segundo, la mejora en los términos de intercambio y la expansión del sector de materias primas tienen efectos de contagio en otros sectores. Al elevarse la riqueza y los

<sup>14</sup>Por ejemplo, en Bolivia casi el 40 por ciento de la población se ubicaba por debajo de la línea de pobreza en 2000.

<sup>15</sup>En cuanto a la cuestión más amplia del impacto a largo plazo de la abundancia de recursos naturales sobre el crecimiento del PIB y el desarrollo, no hay consenso. Van der Ploeg (2011), por ejemplo, muestra que los resultados que respaldan “la maldición de los recursos naturales” son sensibles a los períodos y países de la muestra.

<sup>16</sup>La producción de petróleo y gas, por ejemplo, es un sector de uso sustancialmente menos intensivo de mano de obra que la agricultura, pero es de uso más intensivo de mano de obra calificada.

Cuadro 5.1. Términos de intercambio de las materias primas y participación en el ingreso por deciles en países exportadores de materias primas

Variables	(1) Decil 1	(2) Decil 2	(3) Decil 3	(4) Decil 4	(5) Decil 5	(6) Decil 6	(7) Decil 7	(8) Decil 8	(9) Decil 9	(10) Decil 10
(log) Índice de precios netos de materias primas	0,151 (0,120)	0,395** (0,191)	0,392* (0,207)	0,405* (0,226)	0,476** (0,236)	0,575** (0,255)	0,716*** (0,267)	0,790*** (0,259)	0,436 (0,301)	-4,310** (1,735)
Efectos fijos por país	Sí									
Controles	PIB per cápita 2000-14									
Observaciones	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114
R cuadrado	0,608	0,627	0,664	0,674	0,685	0,658	0,604	0,488	0,020	0,638
Número de países	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9

Fuentes: Base de datos socioeconómica para América Latina y el Caribe (CEDLAS y Banco Mundial) y cálculos del personal técnico del FMI.

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

ingresos, la demanda interna aumenta, lo que beneficia al sector de bienes no transables.

El aumento de la inversión en el sector de materias primas, que impulsa, por ejemplo, nuevos proyectos de construcción, es otro canal a través del cual el shock de riqueza positivo influye en la economía, generando así una mayor expansión del sector de bienes no transables.

- Tercero, las variaciones de los sueldos relativos (una compresión de la prima por nivel de calificación si el sector de materias primas y el sector de bienes no transables se basan en un uso intensivo de mano de obra no calificada) beneficiarán en mayor medida a los sectores de uso más intensivo de mano de obra calificada y provocarán una mayor reasignación (Benguria, Saffie y Urzua, 2017).

En general, cabe prever que los canales anteriores generen más empleo en los sectores de materias primas y de bienes no transables. El impacto sobre el sector de bienes transables no relacionados con las materias primas no está claro ex ante. Por un lado, podría estar operando la clásica maldición de los recursos naturales (“la enfermedad holandesa”): la mayor demanda expande el sector de bienes no transables pero desplaza al sector transable no relacionado con las materias primas debido a la mayor apreciación del tipo de cambio real (Harding y Venables, 2016). Por el otro lado, si los principales insumos transables se obtienen a nivel local, el sector de materias primas puede tener efectos positivos en el sector manufacturero, como se ha demostrado en el caso de Estados Unidos<sup>17</sup>. Dada la base manufacturera inicial relativamente limitada en la mayoría de los países de América Latina, ambos efectos podrían ser moderados, pero los booms de las materias primas probablemente impedirán en cierta medida a la diversificación de las exportaciones.

En términos de resultados sociales, cabe prever que la expansión de los sectores de materias primas y

<sup>17</sup>Allcott y Keniston (de próxima publicación) demuestran los efectos positivos del sector del petróleo y el gas en el sector manufacturero de Estados Unidos. Michaels (2011) observa un resultado positivo similar en el caso de Estados Unidos.

de bienes no transables, y el consiguiente aumento de sueldos, reduzca la pobreza si esos sectores emplean a trabajadores de los grupos más bajos de la distribución del ingreso. Además, la desigualdad se reducirá si los sectores en expansión se basan en un uso intensivo de mano de obra poco calificada, provocando así una disminución de la prima por nivel de calificación.

#### *Canales fiscales*

El shock de riqueza positivo también se transmite a través de un aumento de los ingresos y gastos fiscales:

- Un aumento de la inversión pública funciona igual que un aumento de la inversión en el sector de materias primas. Genera un aumento de la demanda interna, por ejemplo, a través de nuevos proyectos de construcción, con el consiguiente impacto en los sueldos y, por lo tanto, en la pobreza y la desigualdad<sup>18</sup>.
- Un aumento de las transferencias tendrá un impacto directo en la pobreza y la desigualdad, especialmente si las transferencias se focalizan en las personas de ingresos más bajos.

#### *Otros efectos de equilibrio general*

Si bien no es el tema central del resto de este capítulo, el shock de riqueza puede transmitirse a través de otros efectos de equilibrio general, por ejemplo, a través de la migración o del sistema financiero<sup>19</sup>.

## **Evidencia macroeconómica regional**

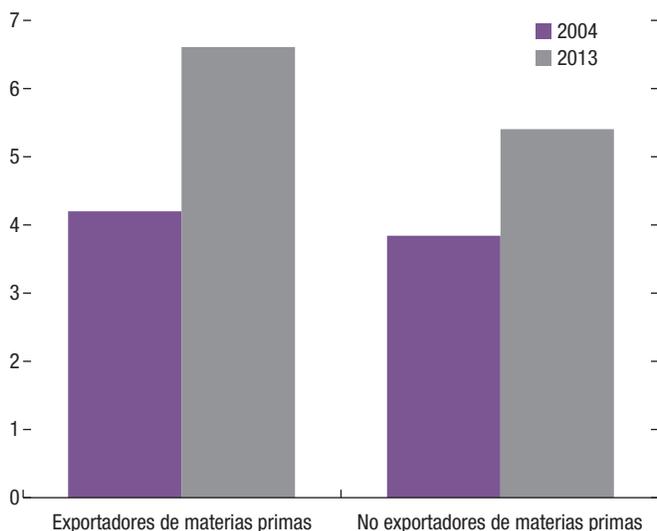
En agregado, cabe prever que los booms de las materias primas reduzcan la pobreza y la desigualdad a través de sus efectos en el mercado laboral y las transferencias fiscales<sup>20</sup>. Y, de hecho,

<sup>18</sup>Naturalmente, la inversión pública y privada no solo pueden aumentar la demanda, sino también la oferta.

<sup>19</sup>Véase, por ejemplo, Alberola y Benigno (2017).

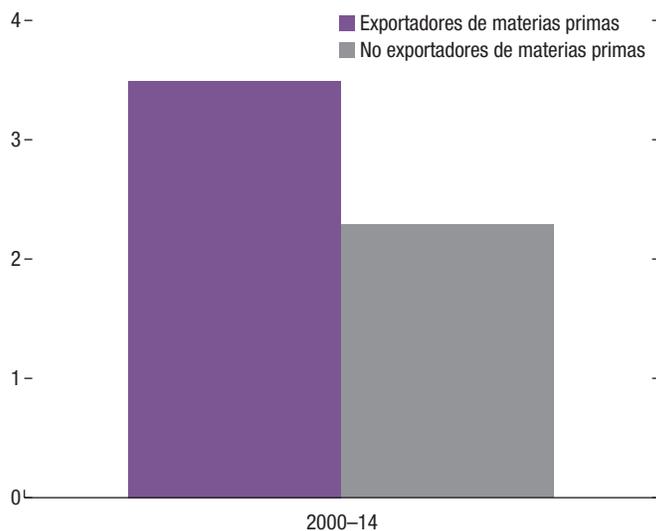
<sup>20</sup>Cabe señalar que la gran mayoría de hogares en América Latina, aparte de los grupos de ingresos más altos, no reciben ninguna renta del capital. Por lo tanto, las transferencias y los ingresos laborales explican la mayor parte del total de ingresos de los hogares.

**Gráfico 5.11. Inversión pública en América Latina**  
(Porcentaje del PIB)



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

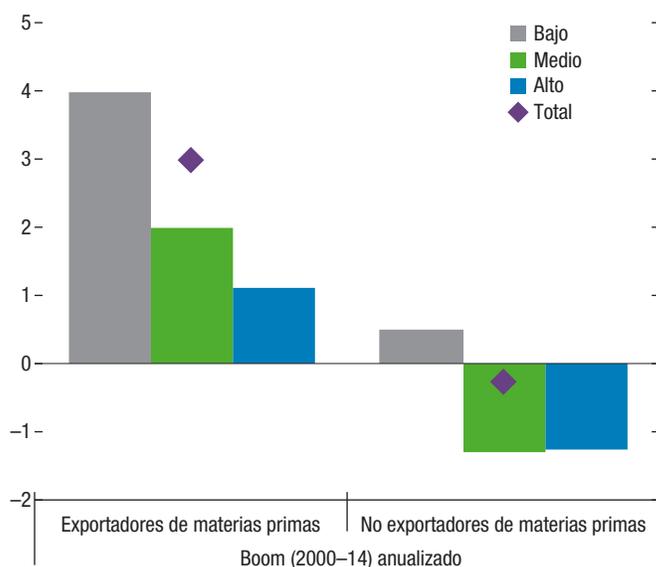
**Gráfico 5.12. Crecimiento total del empleo**  
(Porcentaje)



Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS.

estos mecanismos parecen observarse en la región. El crecimiento de la inversión pública y el empleo fue mayor en los países exportadores de materias primas que en los importadores (gráficos 5.11 y 5.12). Coincidiendo con los resultados de de la Torre *et al.* (2015), los países exportadores de materias primas también experimentaron avances mucho mayores en los ingresos laborales reales que los países no exportadores de materias primas en todos los niveles de calificación (gráfico 5.13). Los trabajadores menos calificados fueron los más beneficiados, comprimiendo la prima por nivel de calificación y reduciendo la desigualdad tanto en los países exportadores de materias primas como en los países no exportadores de materias primas (gráfico 5.14), pero debido a una dinámica subyacente de los salarios diferente. Específicamente, como Messina y Silva (2018) resaltan, la reducción en la prima de calificación refleja no solamente factores de demanda ligados al boom de las materias primas, sino también un incremento en la oferta de mano de obra calificada. Además de los ingresos laborales, las transferencias gubernamentales también aumentaron más en los países exportadores de materias primas que en los países no exportadores,

**Gráfico 5.13. Crecimiento del ingreso laboral real por niveles educativos**  
(Porcentaje)

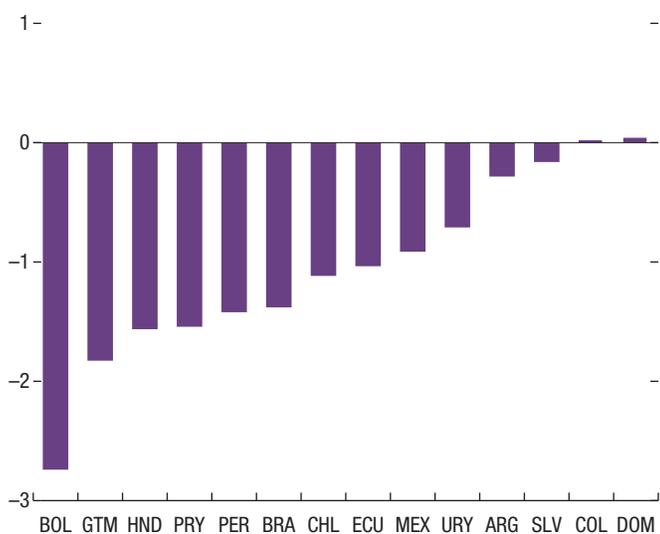


Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS.

contribuyendo así a mayores reducciones de la pobreza y la desigualdad en los países exportadores de materias primas (gráfico 5.15).

**Gráfico 5.14. Variación de la prima por nivel de calificación en la década de 2000**

(Variación en puntos porcentuales de la tasa del salario por hora; nivel de educación alto a bajo)

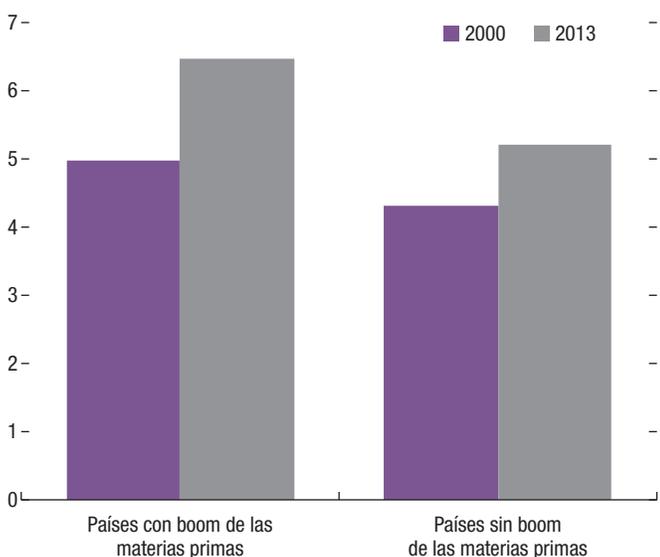


Fuentes: Base de datos socioeconómicos para América Latina y el Caribe (CEDLAS y Banco Mundial) y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

**Gráfico 5.15. Transferencia gubernamental promedio en América Latina**

(Porcentaje del PIB)



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

## Estudios de casos con microdatos: Bolivia, Brasil y Perú

En esta sección estudiamos los casos de Bolivia, Brasil y Perú, países que experimentaron reducciones significativas de la pobreza y la desigualdad. También son países exportadores de materias primas, aunque la diversificación es mayor en Brasil. En primer lugar, utilizamos descomposiciones de Shapley de los datos de las encuestas de hogares correspondientes a Bolivia y Perú a fin de analizar los factores determinantes de la reducción de la desigualdad y la pobreza a nivel nacional<sup>21</sup>. Esto ayuda a determinar si los ingresos laborales o los ingresos por transferencias jugaron un papel más relevante<sup>22</sup>. Luego realizamos estudios a nivel de país en el caso de Brasil y Bolivia a fin de distinguir el impacto de los ingresos fiscales extraordinarios del impacto puramente relacionado con el mercado.

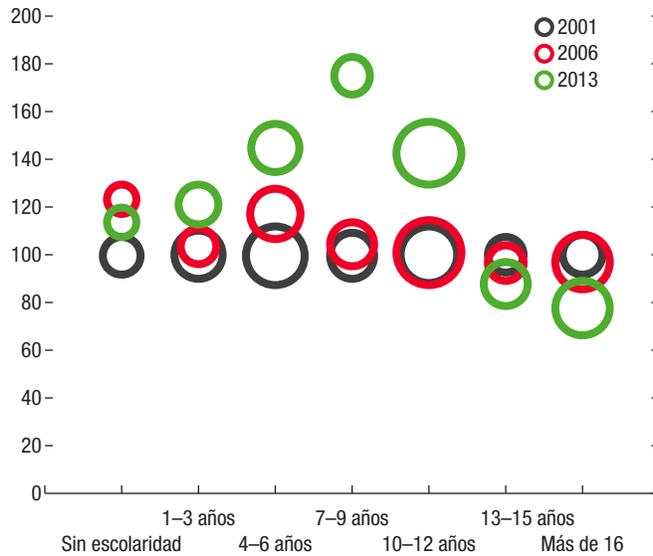
### ¿Qué nos indican los datos de las encuestas de hogares sobre la evolución de los salarios, el empleo y las transferencias gubernamentales en Bolivia y Perú?

En el caso de Bolivia, durante el boom los ingresos laborales aumentaron en todos los niveles de calificación, salvo en los más altos. Los mayores aumentos correspondieron a los trabajadores con niveles intermedios de educación (gráfico 5.16), coincidiendo con los resultados de regresiones entre países sobre la variación de la participación en el ingreso por deciles.

<sup>21</sup>Utilizamos datos de encuestas oficiales de hogares. En el caso de Bolivia comparamos los datos de 2013 con los de 2007, mientras que en el caso de Perú comparamos 2011 con 2007. En ambos países, utilizamos las líneas oficiales de pobreza para definir los umbrales de pobreza.

<sup>22</sup>En términos generales, una descomposición de Shapley es una forma rigurosa de calcular en qué medida contribuye cada factor a las variaciones en la distribución del ingreso. Aísla la contribución de un factor específico (por ejemplo, un aumento de sueldos en el sector agrícola) al calcular una distribución contrafactual manteniendo los demás factores constantes. Véanse más detalles en Azevedo, Inchauste y Sanfelice (2013).

**Gráfico 5.16. Bolivia: Índice del ingreso laboral real mensual por niveles educativos**  
(Índice: 2001 = 100)

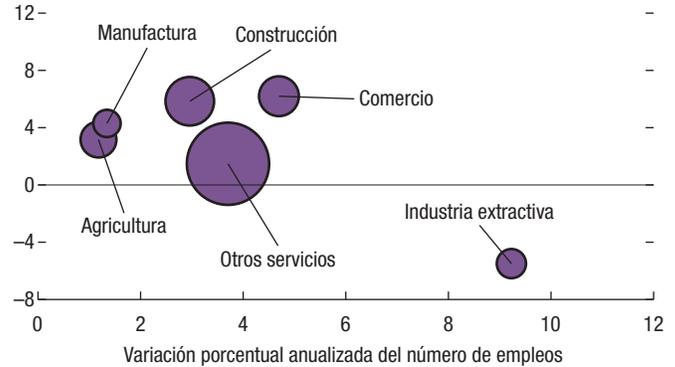


Fuentes: Encuestas de hogares del Programa para el Mejoramiento de las Encuestas y la Medición de las Condiciones de Vida (MECOVI) y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: El tamaño de las burbujas refleja el tamaño relativo del número de trabajadores en cada categoría.

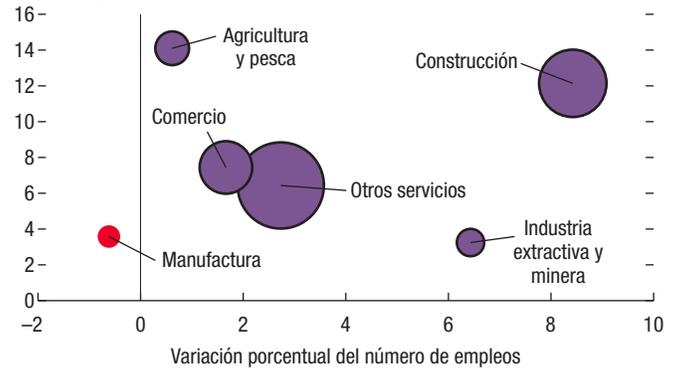
El gráfico 5.17 muestra el ingreso laboral real per cápita y el empleo por sectores en Bolivia (panel 1) y Perú (panel 2). En términos de crecimiento del empleo, los principales aumentos correspondieron a la construcción y al sector extractivo en Perú, y al sector extractivo y el comercio en Bolivia, coincidiendo con el análisis anterior sobre los canales. En términos de número de empleos creados, la mayor contribución correspondió al amplio sector de servicios en ambos países, en parte como reflejo de su tamaño. En general, el crecimiento del empleo se derivó de los sectores extractivo y de bienes no transables. Curiosamente, el panorama es más desigual en el caso del crecimiento de los salarios reales. Los salarios promedio en el sector extractivo se redujeron en Bolivia durante el boom, probablemente como resultado del efecto de composición ya que el número de mineros informales (mal remunerados) creció más rápidamente que el de empleados en las minas más grandes que requieren un uso intensivo de capital. El desempeño de la actividad manufacturera fue débil en ambos países, sobre

**Gráfico 5.17. Ingreso laboral per cápita y empleo por sectores en Bolivia y Perú**

**1. Bolivia: Variación porcentual anualizada del ingreso laboral real per cápita, 2006-13**



**2. Perú: Variación porcentual anualizada del ingreso laboral real per cápita, 2007-11**



Fuentes: Encuesta nacional de hogares (ENAHOG) para Perú, encuestas de hogares del Programa para el Mejoramiento de las Encuestas y la Medición de las Condiciones de Vida (MECOVI) para Bolivia y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: En el caso de Bolivia, el tamaño de las burbujas refleja la variación absoluta (entre 2006 y 2013) del número de trabajadores de cada sector, cuyo ingreso depende del sector. En el caso de Perú, el tamaño de las burbujas refleja la variación absoluta (entre 2007 y 2011) del número de trabajadores de cada sector, cuyo ingreso depende del sector. Rojo significa una variación negativa.

todo en términos de crecimiento del empleo, coincidiendo nuevamente no solo con un caso estándar de efecto desplazamiento sino también con las tendencias mundiales<sup>23</sup>.

Por último, el cuadro 5.2 muestra la distribución de los ingresos laborales y las transferencias en los ingresos brutos (que incluyen las transferencias del gobierno y de familiares u otras fuentes).

<sup>23</sup>La reducción del empleo en el sector manufacturero ha sido un fenómeno que no solo se ha observado en los países exportadores de materias primas (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2018 del informe WEO).

**Cuadro 5.2. Composición del ingreso total de los hogares**

		2006	2007	2011	2012	2013
<b>Bolivia</b>	Laboral	82,8	82,4	81,8	80,9	79,1
	No laboral	16,4	17,0	17,9	18,4	20,4
	<i>Del cual: Transferencias del gobierno</i>	5,7	5,4	9,8	11,2	...
		2007	2008	2009	2010	2011
<b>Perú</b>	Laboral	83,6	84,2	84,9	84,8	85,8
	No laboral	16,4	15,8	15,1	15,2	14,2
	<i>Del cual: Transferencias corrientes<sup>1</sup></i>	9,4	9,0	9,0	8,6	8,3
	<i>Del cual: Programa JUNTOS</i>	0,5	0,7	0,3	0,3	0,3

Fuentes: Encuesta nacional de hogares (ENAHO) para Perú, encuestas de hogares del Programa para el Mejoramiento de las Encuestas y la Medición de las Condiciones de Vida (MECOVI) para Bolivia y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las cifras de Bolivia no suman exactamente 100 por ciento porque no se incluyen las prestaciones extraordinarias por pensiones, becas e indemnizaciones de seguros.

<sup>1</sup>Incluye las transferencias del país: pensiones, transferencias de personas e instituciones, públicas y privadas.

En Bolivia, las transferencias gubernamentales aumentaron marcadamente durante el boom, en parte como reflejo de la introducción de un sistema de pensiones no contributivas. En Perú, las transferencias del gobierno no aumentaron sustancialmente. En ambos países, sin embargo, las transferencias representan una proporción mucho menor del ingreso que los ingresos laborales, lo que mecánicamente limita su capacidad para reducir la pobreza y desigualdad.

## Descomposiciones de Shapley

Las descomposiciones formales de Shapley confirman en gran medida las conclusiones anteriores. En el caso de Bolivia y Perú, los ingresos laborales jugaron un papel más relevante que los ingresos no laborales en la reducción de la desigualdad y la pobreza. Entre los sectores, las variaciones de los ingresos laborales del sector no transable (servicios) explican la mayor parte de los avances sociales (gráfico 5.18)<sup>24</sup>.

Entre niveles de calificación, las variaciones en los niveles inferiores de la distribución son importantes para comprender los cambios de los indicadores sociales. En concreto, una de las mayores contribuciones a la caída de la pobreza y la desigualdad corresponde a los trabajadores poco calificados, definidos como aquellos que tienen educación primaria completa o educación secundaria incompleta. Curiosamente, los

trabajadores calificados en ambos países (con educación secundaria o terciaria completa) también contribuyeron de manera importante a la reducción de la pobreza, aunque reciben los salarios más altos en promedio y sus salarios crecieron menos que los de otros grupos. Esto se debe a que, si bien el ingreso promedio no aumentó para los trabajadores calificados, los salarios en el nivel más bajo de la distribución de salarios de estos trabajadores aumentaron durante el boom. Esto permitió que una fracción no insignificante de trabajadores calificados salieran de la pobreza<sup>25</sup>.

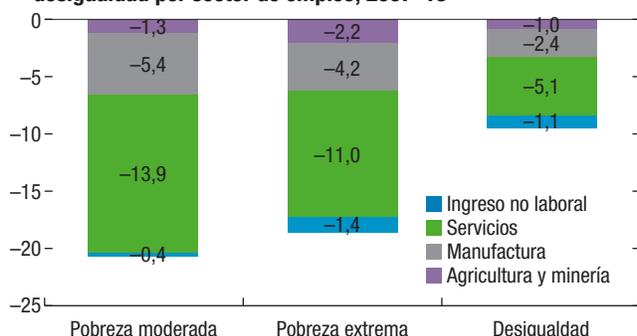
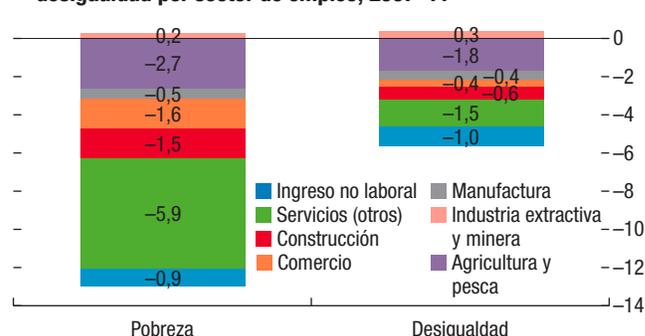
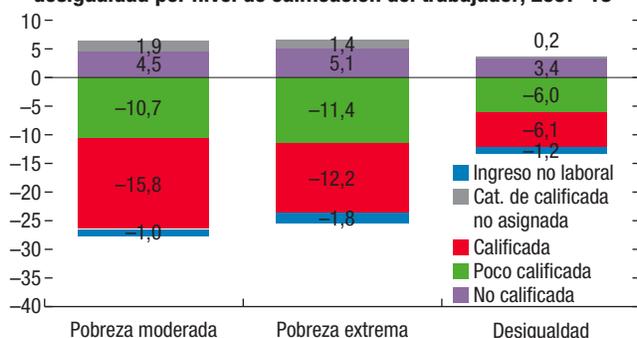
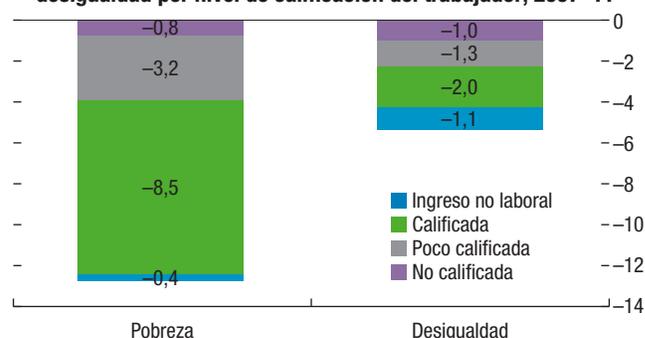
En resumen, los estudios de casos de Bolivia y Perú muestran que la pobreza y la desigualdad en ambos países se redujeron en gran medida debido al aumento de los ingresos de los trabajadores de calificación baja a intermedia en el sector de bienes no transables. ¿Puede este aumento ser sostenible después del boom? Esta es una pregunta a la que volvemos en la última sección.

## Análisis a nivel municipal

En esta sección se estudian las diferencias entre las regiones productoras y no productoras de materias primas dentro de Brasil y Bolivia. Tanto Brasil como Bolivia producen materias primas con un rango de intensidades de mano de obra y redistribuyen una proporción importante de los ingresos extraordinarios por el boom de las materias primas a las regiones productoras.

<sup>24</sup>Véanse más detalles sobre la descomposición de Shapley en el caso de Bolivia en Vargas y Garriga (2015).

<sup>25</sup>Por ejemplo, en Perú, los trabajadores calificados representan alrededor de una tercera parte de la población pobre, y muchos de ellos se encuentran cerca de la línea nacional de pobreza.

**Gráfico 5.18. Descomposiciones de Shapley de pobreza y desigualdad por sector de empleo y nivel de calificación para Bolivia y Perú****1. Bolivia: Descomposiciones de la variación en pobreza y desigualdad por sector de empleo, 2007–13****2. Perú: Descomposiciones de la variación en pobreza y desigualdad por sector de empleo, 2007–11****3. Bolivia: Descomposiciones de la variación en pobreza y desigualdad por nivel de calificación del trabajador, 2007–13****4. Perú: Descomposiciones de la variación en pobreza y desigualdad por nivel de calificación del trabajador, 2007–11**

Fuentes: Encuesta nacional de hogares (ENAH) para Perú, encuestas de hogares del Programa para el Mejoramiento de las Encuestas y la Medición de las Condiciones de Vida (MECOVI) para Bolivia y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Variación del coeficiente de Gini basada en los coeficientes de Gini ajustados en el rango (0–100). La pobreza varía en puntos porcentuales. No calificada (sin escolaridad o educación primaria incompleta); poco calificada (educación primaria completa o educación secundaria incompleta); calificada (educación secundaria completa, terciaria incompleta o terciaria completa). Cat. = categoría.

*¿Se redujo la pobreza en todo el país o solamente en ciertas regiones?*

Según datos censales, la reducción de la pobreza fue generalizada en Bolivia y Brasil, con la distribución completa de pobreza a nivel municipal desplazándose hacia una reducción de la pobreza durante el período del boom (desplazamiento a la izquierda en el gráfico 5.19)<sup>26</sup>. De hecho, la pobreza se redujo en un 97

<sup>26</sup>Se utilizan los datos del censo de población porque los datos de las encuestas de hogares generalmente no son representativos a nivel de municipalidades. Por lo general, estos datos solamente están disponibles en intervalos de una década (2001 y 2012 en el caso de Bolivia; 2000 y 2010 en el de Brasil). Corresponde señalar que los indicadores de pobreza de los censos de Brasil y Bolivia no son directamente comparables. En concreto, el censo de población de Bolivia no incluye los datos sobre los ingresos monetarios de manera que no es posible calcular la desigualdad o un indicador estándar de pobreza basado en

por ciento de las municipalidades bolivianas y en un 99 por ciento de las municipalidades brasileñas entre las dos rondas censales<sup>27</sup>. En promedio, la pobreza se redujo 14 puntos porcentuales en las municipalidades bolivianas y 18 puntos porcentuales en las brasileñas.

*¿Mejoraron las municipalidades productoras de recursos naturales más que otras municipalidades?*

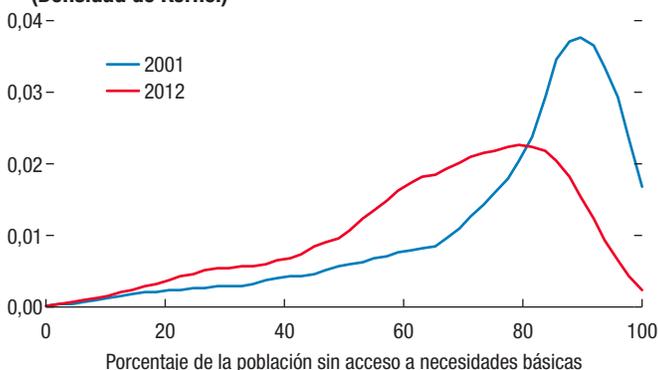
En Brasil, se combinó la información de la Agencia Nacional de Petróleo, Gas Natural

los ingresos. Para reflejar la pobreza, se utilizaron los indicadores del acceso a necesidades básicas (saneamiento, agua, electricidad, espacio adecuado para vivir, etc.); véase Ferres y Mancero (2001).

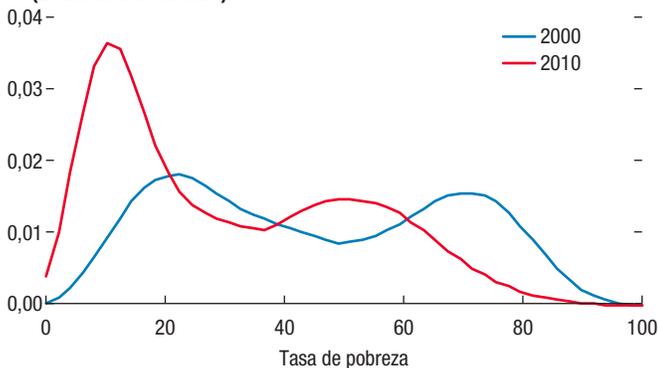
<sup>27</sup>En Brasil, la distribución “en forma de joroba” refleja principalmente importantes diferencias entre la parte sur y la parte norte del país, con mucha mayor pobreza en el norte y en el noroeste que en otras regiones.

**Gráfico 5.19. Densidad de las distribuciones de la tasa de pobreza por municipalidad en Bolivia y Brasil**

**1. Bolivia: Tasa de pobreza por municipalidad (Densidad de Kernel)**



**2. Brasil: Tasa de pobreza por municipalidad (Densidad de Kernel)**

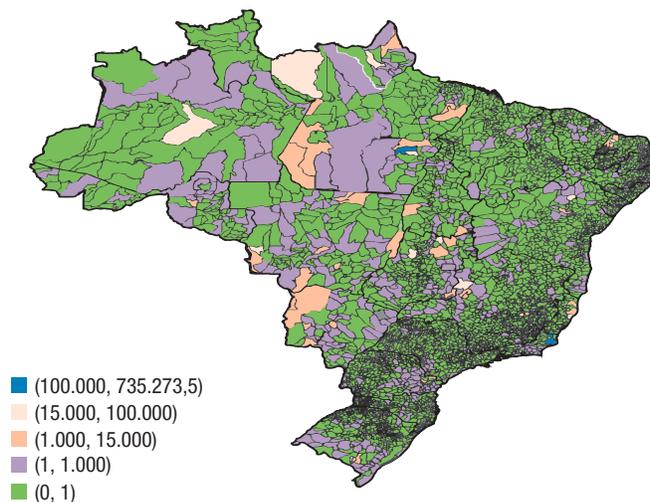


Fuentes: Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) para Brasil, Instituto Nacional de Estadística (INE) para Bolivia y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: Los gráficos muestran la densidad de las distribuciones de la tasa de pobreza por municipalidad para Bolivia y Brasil.

y Biocombustibles (ANP) y del Ministerio de Minería para construir el valor real de la producción de recursos naturales per cápita de cada municipalidad (gráfico 5.20). En el caso de Bolivia, los datos a este nivel de precisión no estaban disponibles. En cambio, se elaboró una lista de todas las municipalidades que producen hidrocarburos o minerales, sin obtener el volumen o valor de producción precisos.

En ambos países, muchas municipalidades producen recursos naturales, pero en términos de volumen y valor total, la producción está concentrada a nivel regional, lo que crea un grupo relativamente pequeño de municipalidades con una elevada producción de recursos naturales

**Gráfico 5.20. Valor de la producción de recursos naturales per cápita por municipalidades, 2010**



Fuentes: Agencia Nacional de Petróleo (ANP), Ministerio de Minería de Brasil, Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) (2010) y cálculos del personal técnico del FMI. Nota: El mapa muestra la producción de recursos naturales (hidrocarburos + minerales) per cápita en 2010 de 5.565 municipalidades brasileñas. Los datos de población corresponden al censo de población de 2010. Los datos sobre los volúmenes de producción de hidrocarburos por yacimiento provienen de la Agencia Nacional de Petróleo (ANP). Luego se distribuyen entre las municipalidades sobre la base de la información geográfica y se convierten en valores utilizando los datos sobre los precios anuales por estado también provenientes de la ANP. Los datos sobre los valores de la producción de minerales provienen del Ministerio de Minería de Brasil. Los valores se expresan en reales brasileños constantes de 2010.

per cápita. Por ejemplo, de las más de 5.500 municipalidades de Brasil, los 20 principales productores representan el 75 por ciento de la producción total. En Bolivia, la región de Tarija produjo alrededor del 70 por ciento del total de gas natural en 2012.

Para estudiar el impacto de los recursos naturales, la variación de la pobreza en las municipalidades productoras se compara con la variación de la pobreza en otras municipalidades, controlando por otros factores (véanse más detalles sobre la estrategia de identificación en el anexo 5.1).

En las municipalidades productoras de recursos naturales, la reducción de la pobreza fue mayor (cuadro 5.3). En Brasil, mayores valores reales de producción de recursos naturales están asociados con mayores reducciones de pobreza, y en las municipalidades productoras la pobreza se redujo en 1,4 puntos porcentuales en promedio en

**Cuadro 5.3. Impacto del boom de los recursos naturales en las municipalidades productoras de Brasil y Bolivia**

	Brasil		Bolivia
	Pobreza	Coefficiente de Gini	Pobreza
Impacto del aumento de la producción de recursos naturales per cápita real (rango de los 20 mayores aumentos)	-0,39*** a -9,1***	0 a -0,05**	n.d.
Impacto de ser una municipalidad productora de recursos naturales (análisis de variables ficticias)	-1,44***	0	-2,75*

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

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

comparación con las no productoras<sup>28</sup>. En Bolivia, en las municipalidades productoras de recursos naturales la pobreza se redujo en 2,7 puntos porcentuales más que en otras municipalidades. Con respecto a la desigualdad, los resultados son dispares en el caso de Brasil, y la significancia estadística depende de la técnica utilizada. Esto coincide con los resultados anteriores entre países que muestran un resultado más claro en el frente de la pobreza.

En resumen, los avances sociales en Brasil y Bolivia se distribuyeron ampliamente entre las distintas municipalidades, pero fueron mayores en las municipalidades productoras de recursos naturales.

*¿Qué se desprende del análisis a nivel intra-país sobre los canales a través de los cuales el boom tuvo un impacto en la pobreza y la desigualdad?*

Para aislar el impacto fiscal de otros canales, los recursos naturales pueden dividirse en producción de petróleo y gas en alta mar (*offshore*) y extracción interna de minerales en el caso de Brasil, y en megacampos<sup>29</sup> de gas y extracción de minerales en el de Bolivia<sup>30</sup>. La extracción de minerales tiende a reportar ingresos fiscales extraordinarios inferiores pero genera una demanda sustancial de mano de obra en el sector extractivo local. La producción de petróleo y gas en alta mar tiene un

efecto mínimo en la demanda de mano de obra (y puede que la mano de obra no provenga incluso de la municipalidad más cercana a la plataforma) pero genera importantes ingresos fiscales extraordinarios para las municipalidades que están ubicadas más cerca del yacimiento de petróleo (véanse más detalles en el anexo 5.2). Por lo tanto, en el caso de Brasil, el impacto de la producción de petróleo y gas en alta mar es una variable que aproxima el canal puramente fiscal mientras que la minería refleja el impacto combinado. Véase el cuadro 5.4. Una lógica similar se aplica a la distinción entre los megacampos de gas y la extracción de minerales en Bolivia, aunque el análisis es menos preciso porque el valor o el volumen de la producción o los ingresos fiscales extraordinarios a nivel municipal no son conocidos.

En Brasil, el impacto puramente fiscal (medido según el impacto de la producción de petróleo y gas en alta mar) genera cierta reducción de la pobreza y un aumento marginal de la formalidad de la mano de obra (gráfico 5.21)<sup>31</sup>. También genera un desplazamiento de la mano de obra de la agricultura al sector de bienes no transables, fundamentalmente los servicios y la construcción, porque el aumento de los recursos fiscales se utiliza en parte para la inversión pública<sup>32</sup>. Además, una parte de los ingresos fiscales extraordinarios se utiliza para crear empleo en el sector público. En las municipalidades mineras, los efectos en el mercado laboral son mucho mayores. La formalidad laboral aumentó de manera

<sup>28</sup>Para construir una variable ficticia del productor de recursos naturales en Brasil, una municipalidad se define como un productor si produce más del monto promedio de recursos naturales per cápita (esto esencialmente muestra los principales productores y no aquellas municipalidades que solamente realizan, por ejemplo, la extracción de minerales a pequeña escala).

<sup>29</sup>Los “megacampos” son los yacimientos de gas más grandes de Bolivia.

<sup>30</sup>Para cada país existe una categoría adicional (petróleo y gas en tierra firme en el caso de Brasil y producción de petróleo y gas en tierra firme no en megacampos en el caso de Bolivia) para la cual no observamos ningún impacto (la producción es significativamente menor) y, por lo tanto, la omitimos de este análisis.

<sup>31</sup>Todos los coeficientes en los gráficos 5.21 y 5.22 son estadísticamente significativos. Cuando un coeficiente no es estadísticamente significativo el gráfico de barras correspondiente es cero (por ejemplo, el empleo público en las municipalidades mineras brasileñas).

<sup>32</sup>A partir de regresiones con datos presupuestarios locales, los ingresos fiscales extraordinarios tienden a generar principalmente un aumento del gasto de capital, pero también un incremento del gasto corriente, incluidos los sueldos.

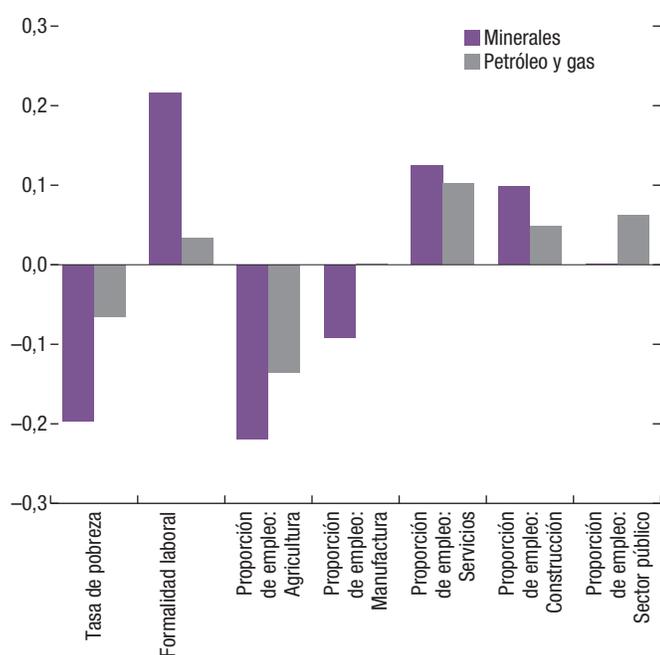
**Cuadro 5.4. Impacto de la producción de minerales e hidrocarburos en alta mar (*offshore*) en los ingresos municipales y empleo en el sector extractivo**

	(1) Regalías por recursos naturales per cápita	(2) Ingresos corrientes per cápita	(3) Proporción de trabajadores en industrias extractivas
Variación de la producción de minerales per cápita	0,0174*** (0,000922)	0,0241*** (0,006010)	1,33e-05*** (0,000004)
Variación de la producción de petróleo y gas en alta mar ( <i>offshore</i> ) per cápita	0,0209*** (0,001300)	0,0248*** (0,002640)	-2,56E-06 (0,000002)
Controles por geografía	Sí	Sí	Sí
Variable dependiente en 2000	Sí	Sí	Sí
Variación de la variable dependiente entre 1991–2000	No	No	No
Efectos fijos por país	Sí	Sí	Sí
Observaciones	5,507	4,982	5,507
R cuadrado	0,886	0,834	0,223

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

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

**Gráfico 5.21. Brasil: Impacto de un aumento de una desviación estándar en la extracción de recursos naturales a nivel municipal**  
(Puntos porcentuales)



Fuentes: Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) y cálculos del personal técnico del FMI.

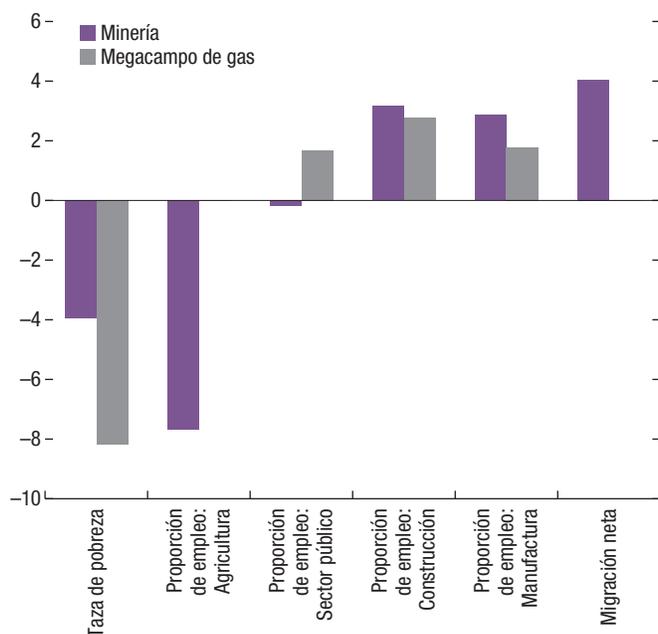
Nota: La variación entre los censos de 1991 y 2000 se incluye en las regresiones como variable de control, cuando está disponible. Los errores estándar se agrupan a nivel estatal. Los coeficientes estimados se fijan en cero cuando no son significativos por lo menos a un nivel de 10 por ciento. Cuando son significativamente diferentes de cero, el gráfico muestra el impacto de un aumento de una desviación estándar en el valor de la producción de recursos naturales per cápita entre 2000 y 2010.

significativa y la mano de obra se desplazó de las actividades agrícolas y manufactureras a las de construcción y servicios. Los resultados apuntan entonces a que los canales fiscales y de mercado, especialmente este último, juegan un papel importante en la reducción de la pobreza<sup>33</sup>.

Análogamente, en Bolivia, si bien la reducción de la pobreza fue mayor en las municipalidades en cuyo territorio están ubicados los megacampos de gas, el impacto en el mercado laboral es mayor en las municipalidades mineras ya que la fracción del empleo agrícola disminuyó significativamente y la migración neta aumentó (gráfico 5.22). En las municipalidades donde se encuentran los megacampos, el empleo en el sector público aumentó considerablemente, coincidiendo con los resultados observados en Brasil, lo que apunta a que los ingresos fiscales extraordinarios se utilizaron para crear empleo público. De hecho, el aumento del empleo público es notable considerando la pequeña proporción de trabajadores del sector público en la municipalidad boliviana promedio: el aumento de alrededor de 2 puntos porcentuales del empleo en el sector público en las municipalidades en cuyo territorio están ubicados los megacampos de gas es mayor que una desviación estándar.

<sup>33</sup>Los efectos son pequeños para la mayoría de las municipalidades: un aumento en una desviación estándar del valor de la producción de minerales per cápita reduce la tasa de pobreza en solamente 0,2 puntos porcentuales. Para los grandes productores, sin embargo, el impacto es significativo desde el punto de vista económico, y la reducción estimada de la pobreza se ubica entre 3 y 9 puntos porcentuales para los cinco principales productores.

**Gráfico 5.22. Bolivia: Impacto de la extracción de recursos naturales a nivel municipal**  
(Puntos porcentuales)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística (INE) y cálculos del personal técnico del FMI.

En general, los resultados de Brasil y Bolivia son acordes con la creciente evidencia derivada de otros estudios a nivel intra-país en América Latina<sup>34</sup>.

### La descentralización fiscal en el contexto de un aumento importante de los ingresos extraordinarios de las materias primas

En América Latina, Bolivia, Brasil y Perú redistribuyen partes importantes de los ingresos fiscales extraordinarios derivados de la extracción de recursos naturales entre los productores subnacionales. Colombia también redistribuye

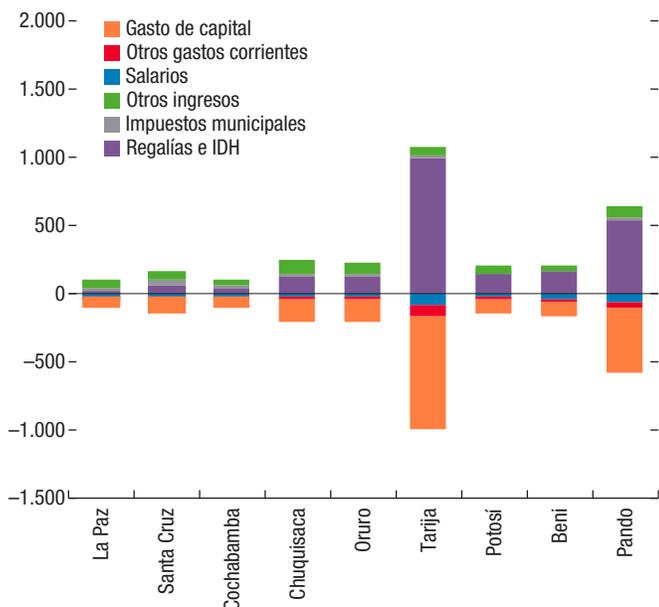
<sup>34</sup>Véanse Benguria, Saffia y Urzua (2017) y Cavalcanti, Da Mata y Toscani (2016) en el caso de Brasil; Pellandra (2015) y Álvarez, García e Ilabaca (2017) en el de Chile; y Aragón y Rud (2013) y Loayza y Rigolini (2016) en el de Perú. Cust y Poelhekke (2015) brindan una reseña de la literatura sobre el tema.

regalías entre las unidades subnacionales, pero con un enfoque menos intenso en los productores desde la reforma de 2012 (véanse más detalles en el anexo 5.2, incluidos los marcos en las economías avanzadas, como Canadá y Noruega).

Si bien los ingresos fiscales extraordinarios tienen algunos efectos beneficiosos para las regiones productoras, el reparto de importantes montos de ingresos fiscales provenientes de la extracción de recursos naturales entre los productores subnacionales tiene varias desventajas conceptuales. Primero, no está claro si las diferencias geográficas y geológicas entre regiones deberían determinar el nivel de recursos fiscales dadas las importantes desigualdades horizontales que esto implica. Segundo, la naturaleza volátil de los ingresos provenientes de recursos naturales exige una cuidadosa planificación intertemporal, lo que es incluso más difícil de lograr a nivel local que a nivel nacional. Tercero, los ingresos fiscales derivados de recursos naturales son esencialmente ingresos por transferencias desde el punto de vista del gobierno local y, por lo tanto, no alientan la rendición de cuentas y la creación de bases de ingresos propios. Cuarto, cuando los ingresos extraordinarios son cuantiosos en cifras per cápita, pueden causar problemas que afecten la capacidad de absorción, así como la gobernanza (véase FMI, 2009). Naturalmente, es preciso considerar el impacto de las actividades mineras en el medio ambiente, y esto justifica una transferencia adicional a las regiones.

Consideremos el desglose de los presupuestos departamentales de Bolivia para 2012 (gráfico 5.23). En la principal región productora de gas (Tarija) reside alrededor del 5 por ciento de la población del país. Y sin embargo, su presupuesto correspondió a más de un  $\frac{1}{3}$  de todos los ingresos y salarios departamentales, y casi la mitad del total del gasto de capital departamental. En Perú en el mismo año, los principales departamentos productores de recursos naturales (Moquegua y Cusco) recibieron más de S/ 2.000 per cápita en transferencias relacionadas con las materias primas (cánones), mientras que otros departamentos recibieron menos de S/ 1 per cápita. De hecho, 12 de las 183 provincias de Perú reciben alrededor del 50 por ciento de los ingresos por canon (Santos y Werner, 2015).

**Gráfico 5.23. Bolivia: Presupuestos departamentales, 2012**  
(USD per cápita)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: IDH = Impuesto directo a los hidrocarburos.

Tanto en Perú como en Bolivia, mientras algunos gobiernos locales que recibieron los mayores ingresos extraordinarios per cápita comenzaron a acumular importantes depósitos durante el boom, otras regiones tenían urgentes necesidades de inversión (Santos y Werner, 2015, capítulo 10). Desde el boom, las regiones productoras de materias primas más importantes de Bolivia y Brasil, Tarija y Río de Janeiro respectivamente, han sufrido graves problemas de sostenibilidad fiscal. Esto concuerda con las desventajas señaladas anteriormente, y con varios trabajos que presentan evidencia que indica que los problemas de gobernanza y/o las limitaciones de capacidad a nivel subnacional en muchos casos limitan la efectividad del gasto público, especialmente en el contexto de un importante aumento per cápita de los ingresos provenientes de recursos naturales<sup>35</sup>.

Por lo tanto, cuando existe la oportunidad de llevar a cabo reformas sustanciales de los marcos de descentralización, el objetivo de estas reformas

<sup>35</sup>Véase Caselli y Michaels (2013) en el caso de Brasil, Arrellano-Yanguas (2011) en el de Perú, y Perry y Olivera (2009) en el de Colombia.

debe ser reducir las desigualdades horizontales, evitar ciclos de auge y caída de los ingresos a nivel local, y sobre todo definir claramente los objetivos del esquema de distribución de ingresos fiscales. Para evitar los ciclos de auge y caída que provocan importantes shocks de gasto, podría hacerse un mayor uso de fondos precautorios con fines de estabilización, como en Chile, Colombia y Noruega. Para reducir las desigualdades horizontales, la reforma de los esquemas de distribución de regalías utilizados en Colombia en 2012 es un buen ejemplo de lo que puede hacerse para alcanzar este objetivo<sup>36</sup>.

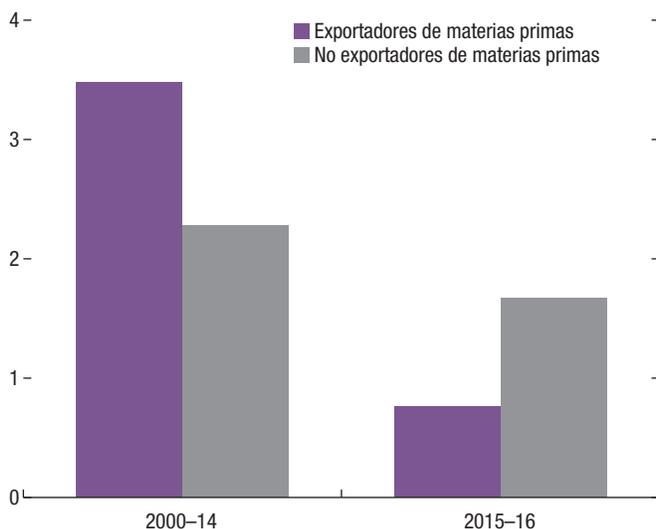
A pesar del ejemplo de Colombia, es difícil lograr un consenso para llevar a cabo reformas de mayor alcance de los esquemas de distribución de los ingresos fiscales. No obstante, pueden adoptarse otras medidas importantes orientadas, por ejemplo, a fortalecer la capacidad a nivel subnacional y alentar a los gobiernos locales a reforzar sus bases de ingresos propios a fin de reducir su dependencia de las transferencias (por ejemplo, a través de los impuestos sobre la propiedad). También es necesario lograr que los sistemas de transferencias sean lo más transparentes posible a fin de facilitar la planificación y el control. Estas medidas mejorarán el nivel de apropiación y rendición de cuentas, y reducirán la volatilidad de los ingresos. Por último, pueden utilizarse las transferencias no vinculadas con los recursos para compensar algunas de las desigualdades horizontales utilizando criterios medibles de las necesidades locales en algunas de las fórmulas de asignación (como el programa de nivelación en Canadá).

## ¿Pueden mantenerse estos avances sociales en un contexto de precios más bajos de las materias primas?

En resumen, América Latina logró avances extraordinarios en la reducción de la desigualdad

<sup>36</sup>Los acuerdos de reparto de regalías en Colombia no están plenamente integrados en el presupuesto anual. Para la mayoría de los países, sería preferible un presupuesto unificado.

**Gráfico 5.24. Crecimiento del empleo total**  
(Porcentaje)

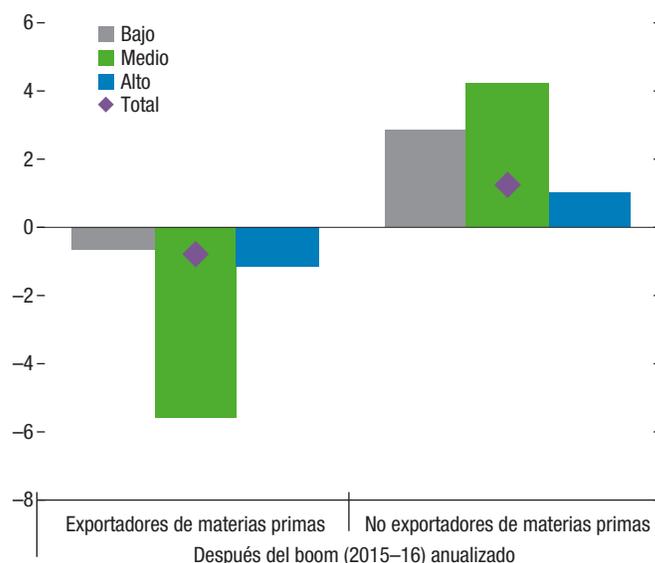


Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS.

y la pobreza en los años 2000, sobre todo en los países exportadores de materias primas. La mayor parte de la reducción de la pobreza y del coeficiente de Gini puede atribuirse a la caída de la desigualdad salarial, vinculada a la reducción de la prima por nivel de calificación y a la expansión del empleo poco calificado y en el sector de servicios. Pero el aumento de las transferencias sociales también jugó un papel.

En adelante, dado que los precios de las materias primas se han mantenido significativamente más bajos desde el fin del boom en 2014, preocupa la posibilidad de que los avances sociales estén en peligro, sobre todo en los países exportadores de materias primas. De hecho, desde 2014, el crecimiento del empleo se ha desacelerado mucho más en los países exportadores de materias primas que en los importadores, mientras que el crecimiento de los salarios reales ha sido negativo en todos los niveles de calificación (gráficos 5.24 y 5.25). El ciclo de pobreza también se ha revertido en algunos países exportadores de materias primas, observándose aumentos de la tasa de pobreza en Brasil y Paraguay. Con respecto a la desigualdad, como se ha argumentado anteriormente, el impacto de los ciclos de las materias primas no es

**Gráfico 5.25. Crecimiento del ingreso laboral real por niveles educativos**  
(Porcentaje)

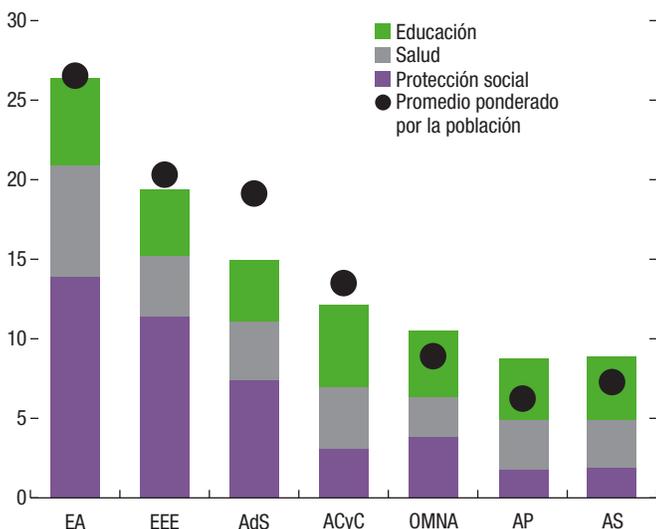


Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, base de datos BID-SIMS.

tan fuerte como en la pobreza. Sin embargo, la desigualdad en los países exportadores de materias primas se ha mantenido en general constante después de 2014, tras la enorme reducción registrada durante los años del boom. Al mismo tiempo, también se ha reducido el espacio fiscal en muchos países exportadores de materias primas debido a la reducción de los ingresos fiscales provenientes de las materias primas y a la desaceleración del crecimiento. Todo esto indica que, si no se adoptan medidas de política, los precios más bajos de las materias primas entrañarán un riesgo significativo de desaceleración del ritmo de reducción de la pobreza y posiblemente de una mayor desigualdad en los países exportadores de materias primas en los próximos años.

¿Cómo deberían responder los países exportadores de materias primas a este desafío? Si bien los canales a través de los cuales los precios de las materias primas tuvieron un impacto en la desigualdad y la pobreza durante el boom también estarán presentes en sentido inverso durante el período posterior al boom, no serán necesariamente simétricos. Por ejemplo, muchos países exportadores de materias primas experimentaron una migración significativa de

**Gráfico 5.26. Composición del gasto social, 2010**  
(Porcentaje del PIB)

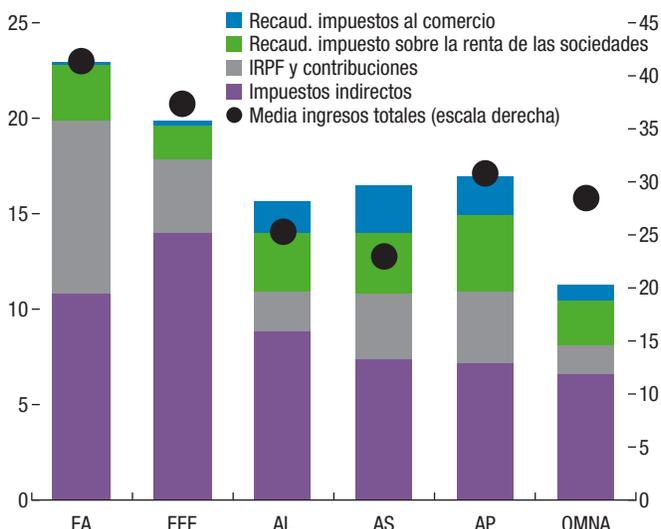


Fuentes: FMI, base de datos del Departamento de Finanzas Públicas, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: ACyC = América Central y el Caribe; AdS = América del Sur; AP = Asia y el Pacífico; AS = África subsahariana; EA = economías avanzadas; EEE = economías emergentes de Europa; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

las zonas rurales a las urbanas. Es posible que esta tendencia no se revierta en el período posterior al boom dados los elevados costos que implica mudarse a otro lugar. Además, los países que crearon márgenes de maniobra fiscal durante el período del boom pueden utilizar estos márgenes en el período posterior al boom para suavizar el ajuste a precios más bajos de las materias primas. Algunos países, como Bolivia y Perú, ya están haciendo esto, mientras que el ajuste en países sin margen de maniobra fiscal (como Ecuador) ha sido más complicado. Y como lo demuestran los avances sociales logrados en muchos países importadores de materias primas en América Latina a pesar del shock negativo de los términos de intercambio de las materias primas, otras políticas también pueden contribuir claramente a mitigar el impacto de los precios más bajos de las materias primas en los avances sociales:

- A nivel del gobierno central, especialmente en países con un nivel limitado de margen fiscal, existe potencial para mantener la calidad del gasto social y en infraestructura incrementando los ingresos fiscales y reorganizando las

**Gráfico 5.27. Combinación de ingresos mundiales por regiones, 2015**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos del Departamento de Finanzas Públicas, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: AL = América Latina; AP = Asia y el Pacífico; AS = África subsahariana; EA = economías avanzadas; EEE = economías emergentes de Europa; OMNA = Oriente Medio y Norte de África. IRPF = impuesto sobre la renta de las personas físicas.

prioridades del gasto<sup>37</sup>. De hecho, en América Latina el gasto en protección social ya es significativamente inferior al de las economías emergentes de Europa o de las economías avanzadas (gráfico 5.26). Por ejemplo, podría crearse espacio para mantener estos niveles de gasto 1) aumentando los ingresos provenientes de impuestos progresivos a la renta de las personas físicas, que como muestra el gráfico 5.27 tienden a ser inferiores en América Latina en comparación con otras regiones<sup>38</sup>, y 2) reduciendo subsidios universales a precios

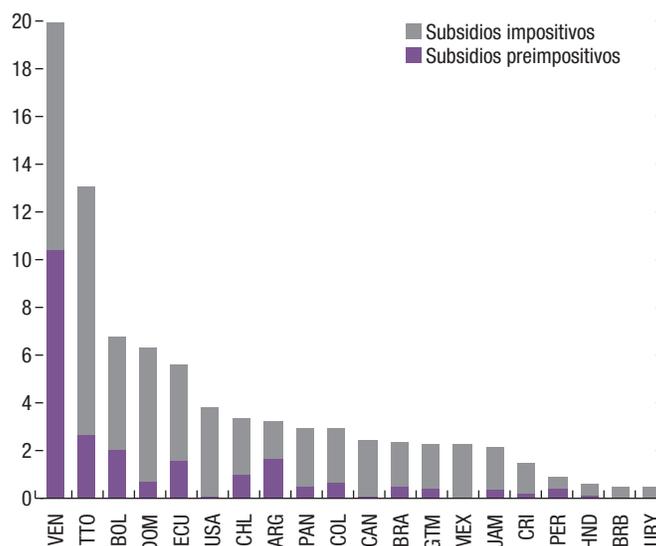
<sup>37</sup>Los sistemas de impuestos y transferencias en América Latina son sustancialmente menos progresivos que en la OCDE (Lustig, 2012; Hanni, Martner y Podesta, 2015; y OCDE, 2018). Lustig (2012) observa que en algunos países de América Latina el ingreso neto de los pobres y casi pobres puede ser más bajo que antes de los impuestos y las transferencias de efectivo. Sin embargo, las transferencias en especie en educación y salud son progresivas en toda la región.

<sup>38</sup>Hanni, Martner y Podesta (2015) encuentran que, si bien las tasas máximas legales del impuesto sobre la renta de las personas físicas en América Latina varían del 25 al 40 por ciento, las tasas de impuestos efectivas tienden a ser sustancialmente más bajas, alcanzando la tasa efectiva para el decil superior un promedio de solo 5,4

(por ejemplo, subsidios a la energía), que están presentes en América Latina y suelen ser muy regresivos aunque a niveles más bajos que en otras regiones de mercados emergentes (gráfico 5.28). También es importante mejorar la eficiencia del gasto. Por ejemplo, en muchos países se podría mejorar la focalización de las transferencias sociales condicionando más las prestaciones al nivel de ingresos cuando sea factible (IMF, 2014).

- Puede mejorarse la asignación de la capacidad recaudatoria y las responsabilidades de gasto a los diferentes niveles del gobierno y es esencial fortalecer la capacidad a nivel local. Además de reformar las fórmulas para la distribución de ingresos a fin de tener más en cuenta las necesidades de gasto (por ejemplo, el tamaño de la población y los niveles de pobreza), es preciso analizar la posibilidad de propiciar un mayor uso de fondos de estabilización en los países exportadores de materias primas, con reglas claras y acuerdos de gobernanza.
- La aplicación de medidas para aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de políticas orientadas a actualizar las aptitudes de los trabajadores también ayudará a suavizar el ajuste necesario para el reequilibramiento de la demanda causado por los precios más bajos de las materias primas. Y si bien siempre es difícil, es preciso continuar con reformas estructurales para diversificar la base de producción, lo que fortalecerá la resiliencia de los países exportadores de materias primas a los shocks de precios de las materias primas.
- Como la mejora de la educación ha sido un factor estructural importante que ha ayudado a reducir la desigualdad y ha permitido sacar

**Gráfico 5.28. Subsidios en América Latina, 2015**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos del Departamento de Finanzas Públicas, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO), véase la página 121.

a muchas personas de la pobreza durante el boom, es preciso que la mejora de la calidad de la educación siga siendo una prioridad, aunque lograr que cualquier medida de política se refleje en resultados llevará tiempo y estos solo se obtendrán a más largo plazo.

América Latina, especialmente América del Sur, enfrenta el importante desafío de manejar el impacto de los precios más bajos de las materias primas en los avances sociales, especialmente en la reducción de la desigualdad y la pobreza desde el inicio del siglo. Implementar las políticas adecuadas es primordial para hacer frente a este desafío.

por ciento. Por lo tanto, el impacto redistributivo del impuesto sobre la renta de las personas físicas en América Latina es muy limitado, alcanzando una reducción de tan solo 2 por ciento en la desigualdad del ingreso, lo cual contrasta notoriamente con los países de la Unión Europea, cuya distribución mejora en más de 12 por ciento después de aplicar impuestos sobre la renta (OECD, 2018). En FMI (2014) se recomienda aplicar impuestos progresivos sobre la renta de las personas físicas como una herramienta importante para lograr la redistribución fiscal.

## Anexo 5.1. El impacto local de los booms de recursos naturales en América Latina: Metodología

**Brasil:** Se estima la siguiente ecuación para captar el impacto a escala local de un boom de recursos naturales:

$$\Delta y_{i,2010} = \alpha + \beta \Delta x_{i,2010} + \gamma \Delta y_{i,2000} + \delta y_{i,2000} + \theta_s + \rho Z_i + \epsilon_i, \quad (\text{A5.1.1})$$

donde  $\Delta y_{i,2010}$  es la variación de la variable dependiente entre 2000 y 2010 en la municipalidad  $i$ , y  $\Delta x_{i,2010}$  es la variación de la variable explicativa (producción de recursos naturales per cápita medida en reales brasileños constantes de 2010) en la municipalidad  $i$ .  $\beta$  es el coeficiente de interés. Se incluye el nivel de la variable dependiente en 2000 ( $y_{i,2000}$ ) para captar los efectos de convergencia y la variación de la variable dependiente de un censo a otro (1991 a 2000 –  $\Delta y_{i,2000}$ ), a fin de controlar las tendencias específicas de cada municipalidad antes del tratamiento. Se incluyen además efectos fijos por estado  $\theta_s$  para tener en cuenta la dinámica regional, y un vector de controles geográficos  $Z_i$  que indica si una municipalidad está ubicada en el litoral, por ejemplo. Los errores estándar están agrupados al nivel de estado.

**Bolivia:** Se estima el siguiente modelo de regresión simple de diferencias en diferencias usando datos de censos poblacionales de 2001 a 2012<sup>1</sup>:

$$y_{it} = \alpha + \gamma EM_i + \theta T_t + \rho(EM_i * T_t) + X'_{it} \beta + \epsilon_{it}, \quad (\text{A5.1.2})$$

donde  $y_{it}$  es la variable dependiente,  $EM_i$  es una variable ficticia equivalente a 1 en el caso de las municipalidades del sector extractivo,  $T_t$  es una variable ficticia de tiempo equivalente a 1 en 2012, y la interacción  $D_{it} = (EM_i * T_t)$  es la variable del tratamiento, de tal manera que  $\rho$  es el coeficiente de interés.  $X'_{it}$  es un vector de covariables cuyo valor depende de la municipalidad y el tiempo. Se diferencia entre productores de minerales, “pequeños” productores de petróleo y gas y productores de megacampos de gas natural.

Como no se dispone de datos sobre Bolivia anteriores a 2001, no es posible comprobar explícitamente el supuesto de la tendencia paralela ni controlar las tendencias previas al tratamiento en la estimación. Para mejorar la identificación, el grupo de control se limita a las municipalidades que presentan la mejor superposición de covariables con el grupo de tratamiento. Dicho de otro modo, la intención es comparar municipalidades del sector extractivo con municipalidades que eran muy similares a ellas antes del boom de recursos naturales. A tales efectos, se emplea una técnica de balance de entropía (Hainmueller y Xu, 2013). El método asigna ponderaciones de entre 0 y 1 a municipalidades en el grupo de control a fin de lograr una superposición óptima de la covarianza, y se adapta bien a nuestra configuración, en la que hay muchas más municipalidades de control que municipalidades de tratamiento<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Véanse más detalles en Toscani (2017).

<sup>2</sup>El balance de entropía logra una superposición prácticamente perfecta para el primer y segundo momento de las distribuciones. No obstante, al igual que el método de control sintético que ahora goza de aceptación, el método de balance de entropía supone implícitamente una linealidad fuerte.

## Anexo 5.2. Detalles sobre la distribución del ingreso de los recursos naturales en América Latina y otras regiones

Los ingresos derivados de los recursos naturales están en su mayor parte centralizados en Chile, Ecuador, México, Noruega, Trinidad y Tobago y Venezuela, con una redistribución muy limitada o nula a los productores subnacionales. En los tres países de los estudios de caso y en Colombia, los productores subnacionales reciben montos considerables (véase un resumen en Viale, 2015). En Canadá, las provincias se encargan de gestionar los recursos naturales no renovables.

**Bolivia:** De las regalías totales de hidrocarburos de 18 por ciento, 11 puntos porcentuales se asignan a los departamentos productores, 6 puntos porcentuales permanecen en el gobierno central y 1 punto porcentual se destina a los departamentos poco poblados de Pando y Beni. El impuesto directo a los hidrocarburos (IDH) de 32 por ciento se distribuye de una manera más complicada, entre departamentos tanto productores como no productores y municipalidades, y reservando 20 puntos porcentuales para el gobierno central. Las regalías de la minería se distribuyen solamente a las municipalidades y los departamentos productores, con un reparto de 85–15 entre los dos. Véanse más detalles en BID (2015).

**Brasil:** Un 65 por ciento de las regalías mineras se distribuye directamente a la municipalidad productora, mientras que un 23 por ciento se destina al estado productor y el resto al gobierno federal. En lo que respecta al petróleo y el gas, la fórmula de asignación es mucho más compleja, pero desde la entrada en vigor de la ley de regalías de 1997, se destinan importantes sumas de ingresos derivados del petróleo y el gas a las municipalidades en cuyo territorio está ubicado un yacimiento de petróleo y gas o frente a cuyas costas está ubicado un yacimiento marítimo de petróleo y gas. En ciertos casos, las regalías pueden representar hasta más del 50 por ciento de los ingresos de las municipalidades.

**Canadá:** Además del impuesto federal y provincial sobre la renta de las empresas, el ingreso proveniente de recursos naturales está sujeto a impuestos a la minería, regalías e impuestos sobre las tierras a nivel provincial. También existe un programa de estabilización fiscal, que le permite al gobierno federal proporcionar asistencia financiera a cualquier provincia que sufra una disminución interanual de los ingresos no relacionados con recursos de más de 5 por ciento, debida a una desaceleración económica. Por último, Canadá cuenta con un programa de nivelación para reducir disparidades fiscales entre provincias. Las transferencias de nivelación no están condicionadas y se determinan en función de la capacidad medida de la provincia para captar ingresos.

**Colombia:** Antes de la reforma de 2012, aproximadamente un 80 por ciento de las regalías se destinaba directamente a las municipalidades y los departamentos productores, que representaban tan solo el 17 por ciento de la población. Tras la reforma de 2012, el porcentaje se redujo a aproximadamente 10 por ciento, y el resto de los recursos se asignan a diferentes fondos centralizados con fines específicos. Alrededor de 30 por ciento se ahorra en un fondo de estabilización, 10 por ciento se destina a un fondo de ciencia e innovación, 10 por ciento a un fondo de pensiones regional, y el resto se distribuye entre proyectos de inversión subnacionales mediante una fórmula relativamente compleja basada en los niveles de pobreza y otros factores. Como resultado, el número de municipalidades que recibieron una proporción de las regalías de las materias primas aumentó de 522 en 2011 a 1.089 en 2012.

**Noruega:** Los ingresos públicos derivados de las actividades petroleras se transfieren al “Fondo Global de Pensiones del Gobierno de Noruega”. Conforme a la regla fiscal, los ingresos del petróleo se introducen en la economía de manera gradual. Específicamente, con el transcurso del tiempo, no se puede usar ninguna parte del capital del fondo en gasto público, solo su rendimiento real esperado, que en la actualidad se estima que es de 3 por ciento. La regla fiscal dispone asimismo

aumentos del gasto de los ingresos petroleros en las desaceleraciones económicas y disminuciones en las aceleraciones.

**Perú:** En general, los gobiernos subnacionales reciben alrededor del 60 por ciento de los ingresos fiscales provenientes del sector minero, que consisten principalmente en impuestos sobre la renta de las empresas mineras (canon minero) y regalías

mineras. Existen varios cánones, y solamente se transfieren al departamento en el que ocurre efectivamente la producción del recurso natural. Los recursos se distribuyen ulteriormente dentro de los departamentos productores, con lo cual las municipalidades y los departamentos productores reciben una tajada importante del pastel. Véanse más detalles en Santos y Werner (2015, capítulo 10).

## Referencias

- Acemoglu, D., S. Johnson y J. Robinson. 2001. “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”. *The American Economic Review* 91(5): 1369–401.
- . 2002. “Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution”. *The Quarterly Journal of Economics* 117(4): 1231–294.
- Alberola, E., y G. Benigno 2017. “Revisiting the Commodity Curse: A Financial Perspective”. *Journal of International Economics* 108.
- Allcott, H., y D. Keniston. De próxima publicación. “Dutch Disease or Agglomeration? The Local Economic Effects of Natural Resource Booms in Modern America”. *Review of Economic Studies*.
- Alvarez, R., A. García y S. Ilabaca. 2017. “Commodity Prices Shocks and Poverty in Chile”. Inédito.
- Aragon, F.M., y J.P. Rud. 2013. “Natural Resources and Local Communities: Evidence from a Peruvian Gold Mine”. *American Economic Journal: Economic Policy* 5(2): 1–25.
- Arellano-Yanguas, J. 2011. “Aggravating the Resource Curse: Decentralisation, Mining and Conflict in Peru”. *The Journal of Development Studies* 47(4): 617–38.
- Azevedo, J. P., G. Inchauste y V. Sanfelice. 2013. “*Decomposing the Recent Inequality Decline in Latin America*”. Policy Research Working Paper 6315, Banco Mundial, Washington, DC.
- Azevedo, J. P., J. Saavedra, y H. Winkler. 2012. “When Job Earnings Are Behind Poverty Reduction”. Other Operational Studies Paper No. 97, Banco Mundial, Washington, DC.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). 2015. *Decentralizing Revenue in Latin America: Why and How*. Washington, DC.
- Bauer, A., U. Gankhuyag, S. Halling, D. Manley y V. Venugopal. 2016. “Natural Resource Revenue Sharing”. Natural Resource Governance Institute, Nueva York.
- Benguria, F., F. Saffie y S. Urzua. 2017. “Commodity Shocks, Firm-level Responses and Labor Market Dynamics”. Inédito.
- Cavalcanti, Tiago, D. Da Mata y F. Toscani. 2016. “Winning the Oil Lottery: The Impact of Natural Resource Discoveries on Growth”. IMF Working Paper 16/61, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.
- Caselli, F., y G. Michaels. 2013. “Do Oil Windfalls Improve Living Standards? Evidence from Brazil”. *American Economic Journal: Applied Economics* 51: 208–38.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). 2017. “Panorama Social de América Latina 2017”. Santiago.
- Cornia, G., y B. Martorano. 2013. “Development Policies and Income Inequality in Selected Developing Regions, 1980–2010”. Economic Working Paper. Universidad de Florencia, Departamento de Ciencias Económicas y Empresa, Florencia.
- Cust, J., y S. Poelhekke. 2015. “The Local Economic Impacts of Natural Resource Extraction”. *Annual Review of Resource Economics* 7(5): 215–68.
- de la Torre, Augusto, J. Messina y S. Pienknagura. 2012. “The Labor Market Story Behind Latin America’s Transformation”. LAC Semiannual Report (octubre). Banco Mundial, Washington, DC.
- de La Torre, Augusto, A. Ize, G. R. Beylis y D. Lederman. 2015. *Jobs, Wages, and the Latin American Slowdown*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Engerman, S., y K. Sokoloff. 1997. “Factor Endowments: Institutions, and Differential Paths of Growth Among New World Economies: A View from Economic Historians of the United States”. En *How Latin America Fell Behind*, editado por Stephen Haber. Stanford, CA: Stanford University Press.
- . 2000. “Institutions, Factor Endowments, and Paths of Development in the New World”. *Journal of Economic Perspectives* 14(3): 217–32.
- . 2002. “Factor Endowments, Inequality, and Paths of Development Among New World Economies”. NBER Working Paper No. 9259, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Feres, J. C., y X. Mancero. 2001. “El Método de las necesidades básicas insatisfechas (NBI) y sus aplicaciones en América Latina”. Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2009. “Macro Policy Lessons for a Sound Design of Fiscal Decentralization”. Departamento de Finanzas Públicas del FMI, Washington, DC.
- . 2014. “Fiscal Policy and Income Inequality”. Departamento de Finanzas Públicas del FMI, Washington, DC.
- . 2017. “Uruguay: Selected Issues”. Washington, DC.
- Gruss, B. 2014. “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper 14/154, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Hainmueller, J., y Y. Xu. 2013. “ebalance: A Stata Package for Entropy Balancing”. *Journal of Statistical Software* 54 (7).

- Hanni, M., R. Martner y A. Podesta. 2015. “The Redistributive Potential of Taxation in Latin America”. *CEPAL Review* 116: 8–26.
- Harding, T., y A.J. Venables, 2016. “The Implications of Natural Resource Exports for Nonresource Trade”. *IMF Economic Review* 64 (2).
- Loayza, N., y J. Rigolini. 2014. “The Local Impact of Mining on Poverty and Inequality: Evidence from the Commodity Boom in Peru”. Peruvian Economic Association Working Paper No. 33.
- López-Calva, L., y N. Lustig. 2010. *Declining Inequality in Latin America: A Decade of Progress?* Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Lustig, N. 2012. “Taxes, Transfers, and Income Redistribution in Latin America”. *Inequality in Focus* 1 (2).
- Lustig, N., L. F. López-Calva y E. Ortiz-Juarez. 2012. “Declining Inequality in Latin America in the 2000s: the Cases of Argentina, Brazil, and Mexico. Working Paper No. 266, Society for the Study of Economic Inequality, Palma de Mallorca.
- . 2013. “Deconstructing the Decline in Inequality in Latin America”. Policy Research Working Paper No. 6552, Banco Mundial, Washington, DC.
- Messina, J., y J. Silva. 2018. *Wage Inequality in Latin America: Understanding the Past to Prepare for the Future*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Michaels, G. 2011. “The Long-term Consequences of Resource-based Specialization”. *Economic Journal* 121 (551): 31–57.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). 2018. *Revenue Statistics in Latin America and the Caribbean 2018*. París: OECD Publishing.
- Pellandra, A. 2015. “The Commodity Price Boom and Regional Workers in Chile: A Natural Resources Blessing?” Inédito.
- Perry G., y M. Olivera. 2009. “El Impacto del Petróleo y la Minería en el Desarrollo Regional y Local en Colombia”. CAF Working Paper 2009/06, CAF Banco de Desarrollo de América Latina, Caracas.
- Santos, A., y A. Werner, eds. 2015. *Peru: Staying the Course of Economic Success*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Toscani, F. 2017. “The Impact of Natural Resource Discoveries in Latin America and the Caribbean: A Closer Look at the Case of Bolivia”. IMF Working Paper 17/27, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- van der Ploeg, F. 2011. “Natural Resources: Curse or Blessing?” *Journal of Economic Literature* 49 (2): 366–420.
- Vargas, J.P.M., y S. Garriga. 2015. “Explaining Inequality and Poverty Reduction in Bolivia”. IMF Working Paper 15/265, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Viale, C. 2015. “Distribution of Extractive Industries Income to Subnational Governments in Latin America: Comparative and Trend Analysis”. Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima.

# Grupos de países y abreviaturas de países

## Grupos de países

CAPRD	Países caribeños exportadores de materias primas	Países caribeños dependientes del turismo	América Central	Unión Monetaria del Caribe (ECCU)	AL-7	AL-6	América del Sur
Costa Rica	Belice	Antigua y Barbuda	Belice	Anguila	Argentina	Brasil	Argentina
El Salvador	Guyana	Barbuda	Costa Rica	Antigua y Barbuda	Brasil	Chile	Bolivia
Guatemala	Suriname	Las Bahamas	El Salvador	Barbuda	Chile	Colombia	Brasil
Honduras	Trinidad y Tobago	Barbados	Guatemala	Dominica	Colombia	México	Chile
Nicaragua		Dominica	Honduras	Granada	México	Perú	Colombia
Panamá		Granada	Nicaragua	Montserrat	Perú	Uruguay	Ecuador
República Dominicana		Jamaica	Panamá	Saint Kitts y Nevis	Uruguay		Guyana
		Saint Kitts y Nevis		San Vicente y las Granadinas			Paraguay
		San Vicente y las Granadinas		Santa Lucía			Perú
		Santa Lucía					Suriname
							Uruguay
							Venezuela

## Lista de abreviaturas de países

Antigua y Barbuda	ATG	Guyana	GUY
Argentina	ARG	Haití	HTI
Las Bahamas	BHS	Honduras	HND
Barbados	BRB	Jamaica	JAM
Belice	BLZ	México	MEX
Bolivia	BOL	Nicaragua	NIC
Brasil	BRA	Panamá	PAN
Canadá	CAN	Paraguay	PRY
Chile	CHL	Perú	PER
Colombia	COL	República Dominicana	DOM
Costa Rica	CRI	Saint Kitts y Nevis	KNA
Dominica	DMA	San Vicente y las Granadinas	VCT
Ecuador	ECU	Santa Lucía	LCA
El Salvador	SLV	Suriname	SUR
Estados Unidos	USA	Trinidad y Tobago	TTO
Granada	GRD	Uruguay	URY
Guatemala	GTM	Venezuela	VEN



# Publicaciones del Departamento del Hemisferio Occidental, Abril de 2017 a marzo de 2018

## Departmental Paper No. 18/05

*Growing Pains: Is Latin America Prepared for Population Aging?*

Lorenzo Figliuoli, Valentina Flamini, Rosalind Mowatt, Jaume Puig, Frederic Lambert, Bogdan Lissovolik, Misael Galdamez, Mike Li, Alexander Klemm, Mauricio Soto, Saji Thomas, Christoph Freudenberg y Anna Orthofer

## IMF Working Papers

### WP/17/99

*Fiscal Challenges of Population Aging in Brazil*

Alfredo Cuevas; Izabela Karpowicz; Carlos Mulas-Granados; Mauricio Soto

### WP/17/100

*Revisiting the Potential Impact to the Rest of the Caribbean from Opening US-Cuba Tourism*

Sebastián Acevedo Mejía; Trevor Serge Coleridge Alleyne; Rafael Romeu

### WP/17/104

*Taking Stock: Who Benefited from the Oil Price Shocks?*

Diego A. Cerdeiro; Dmitry Plotnikov

### WP/17/133

*Bottom-Up Default Analysis of Corporate Solvency Risk: An Application to Latin America*

Jorge A. Chan-Lau; Cheng Hoon Lim; José Daniel Rodríguez-Delgado; Bennett W. Sutton; Melesse Tashu

### WP/17/138

*Public Investment Scaling-up and Debt Sustainability: The Case of Energy Sector Investments in the Caribbean*

Ahmed El-Ashram

### WP/17/144

*Migration and Remittances in Latin America and the Caribbean: Engines of Growth and Macroeconomic Stabilizers?*

Kimberly Beaton; Svetlana Cerovic; Misael Galdamez; Metodij Hadzi-Vaskov; Franz Loyola; Zsoka Koczan; Bogdan Lissovolik; Jan Kees Martijn; Yulia Ustyugova; Joyce Wong

### WP/17/148

*Trade Integration in Latin America: A Network Perspective*

Kimberly Beaton; Aliona Cebotari; Xiaodan Ding; Andras Komaromi

### WP/17/149

*Towards Macroprudential Stress Testing: Incorporating Macro-Feedback Effects*

Ivo Krznar; Troy D. Matheson

**WP/17/150**

*Panama's Growth Prospects: Determinants and Sectoral Perspectives*

Kimberly Beaton; Metodij Hadzi-Vaskov

**WP/17/151**

*The Macroeconomic Effects of Trade Tariffs: Revisiting the Lerner Symmetry Result*

Jesper Lindé; Andrea Pescatori

**WP/17/157**

*A License to Issue (Anywhere): Patterns and Drivers of Corporate Bonds in Latin America*

Svetlana Vtyurina; Adrián Robles; Bennett W. Sutton

**WP/17/160**

*A Crude Shock: Explaining the Impact of the 2014–16 Oil Price Decline Across Exporters*

Francesco Grigoli; Alexander Herman; Andrew J. Swiston

**WP/17/165**

*Smooth Operator: Remittances and Fiscal Shocks*

Kimberly Beaton; Serhan Cevik; Reza Yousefi

**WP/17/166**

*Women Are Key for Future Growth: Evidence from Canada*

Bengt Petersson; Rodrigo Mariscal; Kotaro Ishi

**WP/17/167**

*What Explains the Decline of the US Labor Share of Income? An Analysis of State and Industry Level Data*

Yasser Abdih; Stephan Danninger

**WP/17/177**

*Mining Spillovers in Chile*

Esther Perez Ruiz

**WP/17/181**

*Back to the Future: The Nature of Regulatory Capital Requirements*

Ralph Chami; Thomas F. Cosimano; Emanuel Kopp; Celine Rochon

**WP/17/185**

*Cyber Risk, Market Failures, and Financial Stability*

Emanuel Kopp; Lincoln Kaffenberger; Christopher Wilson

**WP/17/190**

*Housing Finance and Real Estate Markets in Colombia*

Francisco Roch

**WP/17/192**

*Macroeconomic and Distributional Effects of Personal Income Tax Reforms: A Heterogenous Agent Model Approach for the US*

Sandra V Lizarazo Ruiz; Adrian Peralta-Alva; Damien Puy

**WP/17/197**

*Benchmarking Social Spending Using Efficiency Frontiers*

Javier Kapsoli; Iulia Ruxandra Teodoru

**WP/17/201**

*What Prevents a Real Business Cycle Model from Matching the US Data? Decomposing the Labor Wedge*

Dmitry Plotnikov

**WP/17/208**

*The Adjustment to Commodity Price Shocks in Chile, Colombia, and Peru*

Francisco Roch

**WP/17/209**

*Loss of Correspondent Banking Relationships in the Caribbean: Trends, Impact, and Policy Options*

Trevor Serge Coleridge Alleyne; Jacques Bouhga-Hagbe; Thomas Dowling; Dmitriy Kovtun; Alla Myrvoda; Joel Chiedu Okwuokei; Jarkko Turunen

**WP/17/218**

*How Financial Conditions Matter Differently across Latin America*

Luis Brandao-Marques; Esther Perez Ruiz

**WP/17/225**

*Inequality in Brazil: A Regional Perspective*

Carlos Góes; Izabela Karpowicz

**WP/17/230**

*Problem Loans in the Caribbean: Determinants, Impact and Strategies for Resolution*

Kimberly Beaton; Thomas Dowling; Dmitriy Kovtun; Franz Loyola; Alla Myrvoda Joel Chiedu Okwuokei; Inci Ötker; Jarkko Turunen

**WP/17/238**

*Potential Growth in Colombia*

Sergi Lanau; Jorge Roldos; José Daniel Rodríguez-Delgado

**WP/17/240**

*Fear Thy Neighbor: Spillovers from Economic Policy Uncertainty*

Nina Biljanovska; Francesco Grigoli; Martina Hengge

**WP/17/244**

*Hollowing Out: The Channels of Income Polarization in the United States*

Ali Alich; Rodrigo Mariscal; Daniela Muhaj

**WP/17/249**

*The Sectoral Effects of Real Depreciations in Latin America*

Sergi Lanau

**WP/17/283**

*Exchange Rate Misalignment and Growth: A Myth?*

Carlos Gonçalves; Mauro Rodrigues

**WP/18/06**

*Investment in Brazil: From Crisis to Recovery*

Ivo Krznar; Troy D. Matheson

**WP/18/24**

*Disagreement about Future Inflation: Understanding the Benefits of Inflation Targeting and Transparency*

Steve Brito, Yan Carrière-Swallow, Bertrand Gruss

**WP/18/35**

*Welfare Gains from Market Insurance: The Case of Mexican Oil Price Risk*

Chang Ma; Fabián Valencia

**WP/18/53**

*Financial Development and Inclusion in the Caribbean*

Chuan Li; Joyce Cheng Wong

**WP/18/70**

*Monetary Policy Transmission in the Eastern Caribbean Currency Union*

Alla Myrvoda; Julien Reynaud

## **Selected Issues Papers**

### **Argentina**

*How to Reduce Argentina's Tax Wedge?*

Paolo Dudine; Ricardo Fenochietto; Vivian Malta

*Assessing the Impact of Structural Reforms through a Supply-Side Framework: The Case of Argentina*

Lusine Lusinyan

*Labor Market Informality in Argentina: Evolution, Incentives and Policies*

Jorge Iván Canales Kriljenko

*Addressing Gender Issues in Argentina's Labor Market*

Lisa Kolovich; Vivian Malta; Marina Mendes Tavares

## Las Bahamas

*The Structure and Trends in the Bahamas' Offshore Sector*

Qiaoe Chen

## Belice

*Recent Issues in Belize's Financial System*

Joel Okwuokei; Bert van Selm; Chuan Li; Chady El Khoury

## Brasil

*Investment in Brazil: From Crisis to Recovery*

Ivo Krznar y Troy Matheson

*Brazil's Business Environment and External Competitiveness*

Izabela Karpowicz y Kenji Moriyama

*Distributional Effects of Brazil's Pension Reform*

Izabela Karpowicz; Vivian Malta; Marina Mendes Tavares

*Inequality in Brazil: A Micro-Data Analysis*

Carlos Góes e Izabela Karpowicz

*Interest Rates and Inflation in Brazil*

Troy Matheson

*The Effect of Fiscal Consolidation on Real Interest Rates in Emerging Market Economies*

Nina Biljanovska

*Boosting Productivity: Taxes and Resource Misallocation in Brazil*

Henrique Fialho Barbosa y Carlos Mulas-Granados

## Canadá

*Infrastructure Bank: Leveraging Private Capital in the Public Interest*

David Gentry y Kotaro Ishi

*Estimating the Growth Effect of Public Infrastructure: Evidence from Canadian Provinces*

Kotaro Ishi; Rodrigo Mariscal; David Gentry

*How Advanced Economies Tackle Housing Market Imbalances: Lessons for Canada*

Zsofia Arvai; Yulia Ustyugova

*Macroprudential Tools at Work in Canada*

Ivo Krznar; Zsofia Arvai; Yulia Ustyugova

## Colombia

*Monetary Policy and Financial Conditions in Colombia*  
Francisco Roch

*Housing Finance and Real Estate Markets in Colombia*  
Francisco Roch

*Potential Growth in Colombia*  
Sergi Lanau; Daniel Rodríguez-Delgado; Jorge Roldós

*The Growth Impact of the 2016 Structural Tax Reform*  
Daniel Rodríguez-Delgado

## Costa Rica

*Implications of the New US Administration's Economic Plans for Central America*  
Victoria Valente

*Selected Fiscal Sector Issues*  
Jaume Puig; Valentina Flamini; Luis Ángel Oviedo; Juan Diego Trejos

*Selected Financial Sector Issues*  
Valentina Flamini; Pierluigi Bologna; Rasool Zandvakil

*Addressing Infrastructure Bottlenecks to Boost Competitiveness*  
Gerardo Peraza y Roany Toc Bac

*Climate Change, Environmental Policies and Output Trade-Offs*  
Dmitry Plotnikov

## Dominica

*Optimal Management of Citizenship-by-Investment Program Revenues in Dominica*  
Alejandro Guerson; Alla Myrvoda; Balazs Csonto; Marina Mendes Tavares

*Productivity and Potential Output in Dominica*  
Alejandro Guerson; Alla Myrvoda; Balazs Csonto; Marina Mendes Tavares

*Macroeconomic and Distributional Implications of Fiscal Consolidation: An Application to Dominica*  
Alejandro Guerson; Alla Myrvoda; Balazs Csonto; Marina Mendes Tavares

## Unión Monetaria del Caribe Oriental

*Productivity and Potential Output in the ECCU*  
Alejandro Guerson y Balazs Csonto

*Fiscal Rules for the ECCU*

Gregorio Impavido y Dominique Simard

## México

*Mexico's Structural Reform Agenda: Early Signs of Success*

Christian Saborowski

*Structural Weaknesses and Resource Misallocation in Mexico*

Florian Misch y Christian Saborowski

## Nicaragua

*Nicaragua's Social Security System: Pathways to Sustainability*

Rosalind Mowatt

*Nicaragua: Macroeconomic Impact of Climate Change and Disasters*

Fang Yang y Xiaodan Ding

*Nicaragua: Coping with Transfer Pricing: The Special Case of Commodities and Free Trade Zones*

Roberto Schatan

## Panamá

*Panama's Growth Prospects: Determinants and Sectoral Perspectives*

Kimberly Beaton y Metodij Hadzi-Vaskov

*Spillovers from External Exposures to Panama*

Kimberly Beaton y Metodij Hadzi-Vaskov

*Safeguarding Financial Stability in Panama: A Framework for Systemic Risk Oversight and Macroprudential Policy*

Kimberly Beaton y Jun Kusumoto

## Paraguay

*Paraguay's Pension and Health Systems*

Geoffrey Keim

## Perú

*Financial Deepening in Peru – Do Regional Characteristics Matter?*

Yen Mooi y Adrián Robles

*Implementing a Medium-Term Budget Framework in Peru (MTBF)*

Virginia Alonso Albarran

## Trinidad y Tobago

*Reforming Public Bodies: Challenges and Reforms*

Abdullah AlHassan

## Uruguay

*The Impact of Exchange Rate Movements on Consumption in Uruguay*

Frederik Toscani

*Next Steps for Promoting De-Dollarization in Uruguay*

Diva Singh

*Uruguay: Estimates of Fiscal Multipliers*

Yehenew Endegnanew

*Productivity, Foreign Demand, and Factor Allocation in Uruguay*

Galen Sher