



El legado de la crisis

Opciones de política en
un entorno favorable

Coordinadores

Guillermo Lagarda

Osmel Manzano

Jordi Prat

EL LEGADO DE LA CRISIS

Opciones de política en un entorno favorable

Coordinadores

Guillermo Lagarda

Osmel Manzano

Jordi Prat



Banco Interamericano de Desarrollo

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

El legado de la crisis: opciones de política en un entorno favorable / Guillermo Lagarda, Osmel Manzano, Jordi Prat, coordinadores.

p. cm. — (Monografía del BID ; 291)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Debts, Public—Central America. 2. Finance, Public—Central America. 3. Economic development—Central America. 4. Economic development—Panama. 5. Economic development—Dominican Republic. 6. Economic policy. I. Lagarda, Guillermo. II. Manzano, Osmel, 1971-. III. Prat, Jordi. IV. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Países de Centro América, México, Panamá y República Dominicana. V. Serie.

IDB-MG-291

Clasificación JEL: E62, E66, F34, H50, H60, H63, G17, G20, G38

Palabras Claves: deuda pública, percepción crediticia, fundamentos económicos, reformas estructurales, tolerancia de deuda, espacio fiscal, flujos de financiamiento, redes, complejidad financiera, concentración de flujos, contagio, regulación macroprudencial, precios del petróleo, crecimiento.

Copyright © 2015 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

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

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

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



CONTENIDO

Prólogo.....	v
Agradecimientos.....	vii
Resumen ejecutivo	ix
I: Los desafíos macroeconómicos de la región	1
II: Deuda y calidad crediticia	13
III: Los nuevos retos de una mayor complejidad financiera.....	29
IV: ¿Si los vientos a favor cambian?: Escenarios de crecimiento para la región	45
Anexos	
Anexo I	51
Anexo II.....	58
Anexo III	61
Referencias bibliográficas.....	63

PRÓLOGO

Las actuales perspectivas del entorno económico mundial, lideradas por la recuperación económica de Estados Unidos y la fuerte caída en los precios del petróleo, parecen favorecer a Centroamérica, Panamá y República Dominicana. Con este nuevo panorama, resulta oportuno reflexionar sobre el balance de logros, aprendizajes y retos heredados de la crisis financiera. Hay que recordar que durante los años previos a la crisis los países de la región lograron fortalecer su situación fiscal y consolidar sus marcos de política, incluyendo el ámbito monetario. Con esa base, lograron atenuar los efectos negativos de la crisis por medio de políticas contracíclicas, aprovechando un mejor acceso a los mercados internacionales.

Sin embargo, este mejor acceso a los mercados internacionales y una política fiscal expansiva se reflejaron en las cuentas macroeconómicas a través de déficits más elevados y una mayor deuda, tanto pública como privada, tendencia que no se ha revertido. Este reporte examina la vulnerabilidad actual de la región ante posibles nuevos episodios de crisis, y nos plantea la necesidad de pensar en políticas que podrían reducir la exposición a esos riesgos.

La mejora en el entorno presenta una oportunidad para los países de la región para fortalecer la visión de la estabilidad macroeconómica; una que reconozca que la calidad crediticia de un país depende de muchos factores más allá del nivel de la deuda y que los desequilibrios en un sector particular pueden tener efectos sobre el resto de la economía. Es por ello que este Reporte Macroeconómico se enfoca en identificar las variables estructurales que pueden determinar la calidad crediticia y explora las vulnerabilidades de la economía desde una perspectiva multisectorial. La finalidad de este documento es promover el diálogo y facilitar la formulación de estrategias y políticas para conducir a las economías de la región hacia una senda de estabilidad y crecimiento.

Gina Montiel

Gerente General

Departamento de países de Centroamérica,
México, Panamá y la República Dominicana

Banco Interamericano de Desarrollo

AGRADECIMIENTOS

Esta edición del Reporte Macroeconómico fue coordinado por Guillermo Lagarda, Osmel Manzano y Jordi Prat. El contenido fue preparado por el equipo de economistas del Departamento de Países de Centroamérica, México, Panamá y República Dominicana del Banco Interamericano de Desarrollo. Los autores de los capítulos que conforman este número fueron Javier Beverinotti, Guillermo Lagarda, Rudy Loo-Kung, Osmel Manzano y Jordi Prat. Leonardo Maldonado y Marco Solera proporcionaron una ayuda inestimable en la investigación y la integración de contenidos. Los coordinadores quieren agradecer de manera especial a Ximena Ríos, Emily Morris, Ian Campbell y Sandra León-Reinecke por su excelente apoyo editorial y de diseño.

RESUMEN EJECUTIVO

Durante los años anteriores a la crisis financiera, los países de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (CAPRD) emprendieron la tarea de construir espacios fiscales que sirvieran tanto para direccionar a la región hacia una senda de crecimiento como para atenuar los impactos desfavorables de posibles choques externos. Estos logros fueron aprovechados durante la crisis financiera para que la región pudiera relajar sus políticas fiscales con el fin de mitigar sus efectos. A más de cuatro años de la crisis, los países de la región continúan con déficits fiscales altos, lo que ha erosionado los espacios de maniobra y ha conllevado a un aumento sostenido de la deuda pública. La región necesita recuperar sus espacios fiscales e incrementar su tasa de crecimiento económico. De esta forma, la recuperación económica de Estados Unidos, socio clave para la región, y los bajos precios del petróleo observados a partir de la segunda mitad de 2014, ofrecen una ventana de oportunidad a estos países para incrementar su crecimiento y reducir las vulnerabilidades heredadas de la crisis financiera.

El presente reporte toma en consideración el entorno favorable para la región y explora dos de las principales herencias de la crisis financiera. El primer legado es el incremento registrado en la deuda pública, producto de los incrementos en déficits fiscales. Esto ha debilitado, a su vez, los márgenes de maniobra fiscal para enfrentar futuras fases contractivas, hecho que los inversionistas internacionales asocian con un incremento del riesgo. El capítulo 2 de la presente publicación plantea cómo podría aprovecharse el entorno favorable para mejorar la percepción de los agentes financieros internacionales. Como se destaca en el capítulo, la agenda fiscal es importante para esta mejora de percepción; sin embargo, se requiere una agenda más amplia de reformas institucionales que podrían implementarse en esta fase favorable del ciclo. En consecuencia, a medida que se mejore la percepción crediticia, la región tendrá un mayor acceso, a tasas menores, a los mercados financieros internacionales, facilitando el financiamiento de políticas fiscales contracíclicas ante choques negativos.

De igual modo, la crisis generó importantes cambios en los patrones de flujos externos. El mayor acceso a fondos externos a menores costos aumentó la deuda externa y multiplicó los flujos financieros internos entre sectores. El capítulo 3 muestra cómo esta nueva dinámica torna más complejos los sistemas financieros de la región, aumentando la probabilidad de que los choques

negativos se propaguen a los distintos sectores de la economía. El capítulo bosqueja también cómo las autoridades pueden enfrentar los efectos negativos de una reversión de los flujos financieros externos ya sea permitiendo una contracción económica o generando liquidez fiscalmente. Por otro lado, en el capítulo 3 se detallan una serie de opciones de política en el nuevo contexto financiero internacional para reducir los costos de un posible choque financiero internacional en el futuro.

¿Y si los vientos a favor cambian? Es una realidad que las condiciones actuales podrían cambiar y con ello, modificar las perspectivas para la región. El capítulo 4 del presente reporte hace un breve análisis sobre el impacto que un panorama menos favorable podría tener en las perspectivas de crecimiento para los siguientes dos años. En este capítulo se examinan los efectos de los siguientes choques alternativos sobre la región: los precios del petróleo aumentan a un ritmo mayor al esperado; el crecimiento de Estados Unidos se desacelera; se incrementa la volatilidad financiera; y finalmente, se examina un choque combinado. Los resultados de las simulaciones sugieren que la región tendría que conformarse con menos crecimiento. Este capítulo expone la importancia para los países de la región de reducir aún más su vulnerabilidad a cambios en el panorama externo, reforzando los elementos planteados en los capítulos anteriores.

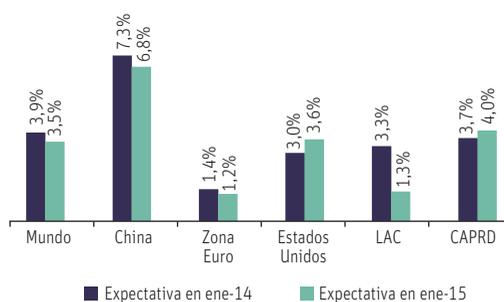
LOS DESAFÍOS MACROECONÓMICOS DE LA REGIÓN

La fuerte apertura de los países de la región de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (CAPRD o la región) los hace especialmente vulnerables a los choques en los mercados internacionales, situación revelada en la crisis financiera internacional de la década pasada. Esto ha colocado a la región frente a importantes retos macroeconómicos durante los últimos años. Luego de la crisis internacional, la política monetaria expansiva de los países desarrollados planteó un entorno con mayor liquidez que permitió apalancarse a menor costo. Sin embargo, si bien la región fue recuperando su crecimiento económico de manera progresiva, ello no ha sido suficiente. Los países parecen converger a un nuevo equilibrio de bajo crecimiento a costa de altos déficits en sus balances fiscales y externos. No obstante, el escenario internacional está cambiando, planteando oportunidades a la región.

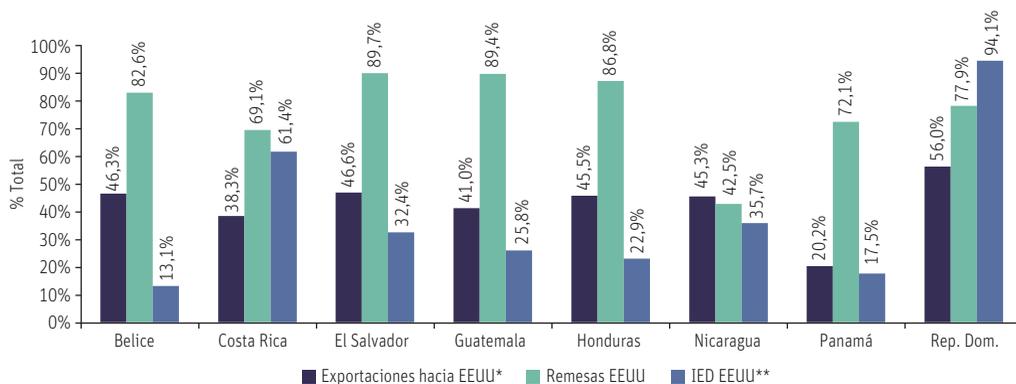
En el Gráfico 1.1 se aprecia que los pronósticos de crecimiento de Estados Unidos, mayor socio comercial y financiero de CAPRD, han mejorado a 3,6% en 2015 (0,8 puntos porcentuales más que el crecimiento observado en el 2014) en un contexto donde se han deteriorado las perspectivas para la mayoría de las economías más grandes del mundo. Esto explica que el crecimiento previsto para CAPRD en el 2015 haya mejorado (a 4,0%), pese a que se deterioró la expectativa sobre el desempeño de Latinoamérica y el Caribe (LAC).

Dado el alto grado de dependencia de CAPRD de la economía estadounidense (véase el Gráfico 1.2 y el Gráfico 1.3), esta circunstancia podría darle un respiro a la región, impulsando su demanda externa, las transferencias de remesas y los flujos de inversión extranjera directa (IED), que continúan siendo la principal fuente de financiamiento del déficit en cuenta corriente (y que constituyen 5% del Producto Interno Bruto, PIB, regional entre 2010–2014, período posterior a la crisis). En particular, del

GRÁFICO 1.1 Perspectivas del crecimiento anual del PIB real por zonas económicas, 2015



Fuente: últimos pronósticos departamentales (Fondo Monetario Internacional, enero de 2014 y 2015).

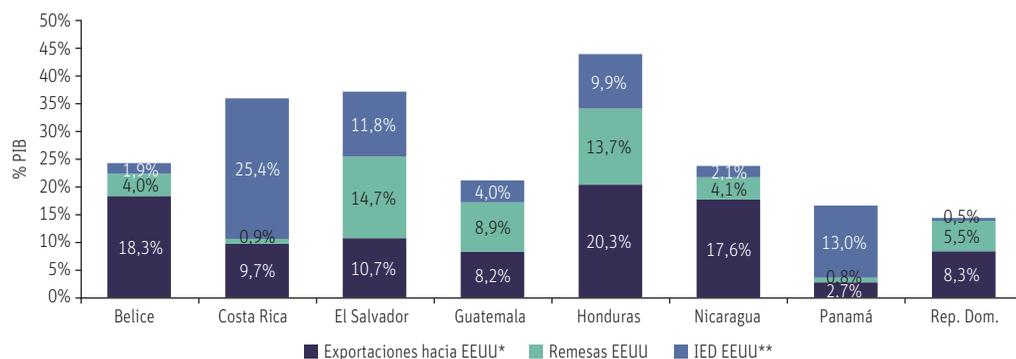
GRÁFICO 1.2 Dependencia de CAPRD respecto de Estados Unidos, según totales, 2012

Fuente: Banco Mundial, UN Comtrade y UNCTAD.

Nota: *no incluye los servicios. **se refiere al stock de IED.

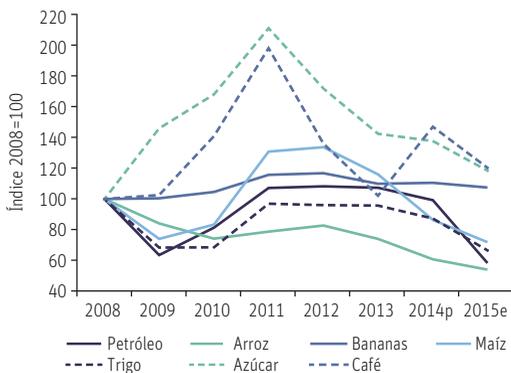
Gráfico 1.3 se desprende que, en promedio, 27,1% del PIB regional se debe a la relación bilateral entre la región y Estados Unidos, del cual aproximadamente 12% del PIB es representado por las exportaciones, 8,6% por el stock de IED y el restante es ingreso de remesas. Se evidencia una dependencia mayor en Honduras (43,9% del PIB) y menor en República Dominicana (14,3% del PIB).

A la par, el mundo parece encaminarse hacia precios de materias primas (*commodities*) más bajos. En el Gráfico 1.4 se aprecia que a pesar de preverse un leve aumento del precio del café, en general, el ajuste tendencial desde el año 2011 es a la baja. Esto podría plantear dudas sobre la recuperación comercial de la región; no obstante, cabe señalar la importante reducción del petróleo prevista para 2015, lo que podría significar una gran mejora en la balanza comercial vía precio (toda vez que el petróleo representó aproximadamente 20% del total de las importaciones de bienes de CAPRD en el año 2014).

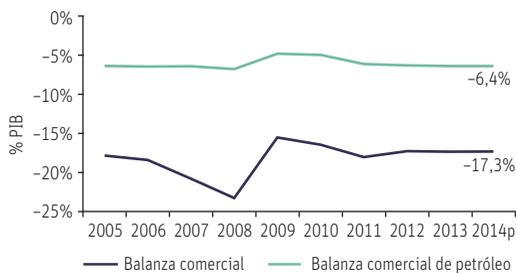
GRÁFICO 1.3 Dependencia de CAPRD respecto de los Estados Unidos, según PIB, 2012

Fuente: Banco Mundial, UN Comtrade y UNCTAD.

Nota: *no incluye los servicios. **se refiere al stock de IED.

GRÁFICO 1.4 Precio de las materias primas

Fuente: precio de materias primas (Fondo Monetario Internacional).
Nota: p=preliminar, e=esperado.

GRÁFICO 1.5 Balanza comercial total y de petróleo: CAPRD

Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014).
Nota: p=preliminar.

El Gráfico 1.5 muestra la condición de importador neto de petróleo que mantiene la región, así como el importante peso que tiene actualmente la balanza comercial de petróleo sobre el PIB regional (6,4%) y la alta relación que guarda con la balanza comercial total (que, al año 2014, representó un déficit de 17,3% sobre el PIB regional). Considerando esta circunstancia, un contexto internacional con precios bajos de petróleo podría facilitar la reducción de sus importaciones, impactando favorablemente el balance comercial externo.

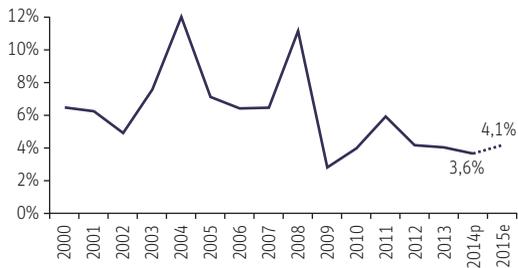
Sin embargo, también existen riesgos en el escenario internacional. La mejora de Estados Unidos ha ocasionado que revierta su política monetaria expansiva, lo que está afectando las tasas de interés y poniendo en tela de juicio la sostenibilidad de la deuda pública de los países emergentes. Esto ha deteriorado la percepción de riesgo sobre los países de CAPRD, revelando el estrecho margen de maniobra regional que prevalece para mitigar los efectos de futuras crisis y despertando la atención por revisar la sostenibilidad del déficit, mientras se logran mayores niveles de crecimiento. A pesar de

ello, sigue vigente la oportunidad para realizar reformas graduales que preparen a los países frente a un contexto externo siempre dinámico.

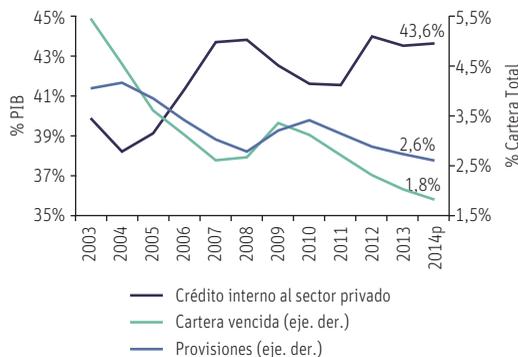
La reversión de las políticas monetarias laxas y la mayor percepción de riesgo crediticio sobre la región se contraponen con un ambiente proclive a un menor nivel de precio de petróleo y de mayor crecimiento económico del principal socio comercial, Estados Unidos. En consecuencia, la región podría enrumbarse por un sendero de mejora del marco de políticas macroeconómicas, aprovechando la ventana de oportunidad que permanece abierta.

EL PANORAMA MACROECONÓMICO DE LA REGIÓN EN EL NUEVO CONTEXTO

El comportamiento de los principales indicadores macroeconómicos de CAPRD del año 2014 fue muy similar al de 2013. El gradual descenso de los precios internacionales de las materias primas

GRÁFICO 1.6 Inflación: CAPRD

Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014).
Nota: p=preliminar, e=esperado.

GRÁFICO 1.7 Calidad de la cartera de crédito: CAPRD*

Fuente: Banco Mundial, SECMCA y cálculos propios.
Nota: *no incluye a Belice. p=preliminar.

ha influido en que las presiones sobre el nivel general de los precios locales no resulten significativas y, por el contrario, muestren cierta estabilidad, cerrando la inflación del año 2014 en 3,6% (véase el Gráfico 1.6). Ello posibilita una actuación monetaria menos guiada por el objetivo de inflación y más favorable para un mayor crecimiento.

De igual manera, el sistema bancario de la región sigue mostrándose sólido. El Gráfico 1.7 refleja cómo el crédito doméstico ha mantenido un grado similar de apalancamiento de la actividad económica privada respecto de años anteriores, de modo que para 2014 los créditos al sector privado promediaron 43,6% del PIB regional. Además, se observa una disminución de la cartera vencida y, por lo tanto, de las provisiones bancarias que cubren esta cartera. Esto da cuenta de la calidad crediticia promedio de la región pese al leve retroceso durante la crisis mundial. En buena parte, ello obedece precisamente a la menor inflación y al desempeño sobre el manejo del tipo de cambio que ha facilitado la estabilidad de las tasas de interés nominales locales.

Por otro lado, la cuenta corriente es también relativamente favorable. Es posible que las condiciones externas venideras mejoren el balance de la región (véase el Gráfico 1.8). En 2014, los países de CAPRD promediaron un déficit externo de 6,7% del PIB; una exportación e importación de bienes cercana a 21,3% y 39% del PIB, respectivamente; y una captación de remesas equivalente al 8,5% del PIB (USD 20.415,7 millones en total).

Ahora bien, conociendo que: a) Estados Unidos, principal socio comercial de CAPRD, ha mejorado sus perspectivas de crecimiento a 3,6% para 2015, b) la tasa de desempleo de latinos o hispanos en dicho país podría reducirse de 7% en 2014 a 6,4% en 2015, y c) el precio internacional del petróleo podría mantenerse cercano a los bajos niveles a los que ha llegado a inicios del año y definitivamente ser inferiores a los del 2014¹; el déficit en cuenta corriente podría reducirse de

¹ Promediando las estimaciones del precio del petróleo según diversas fuentes de precios de *commodities*, la reducción para el año 2015 podría llevarlo a USD 57,4 por barril (revisar, por ejemplo, *U.S. Energy Information Administration* y Precio de materias primas-Fondo Monetario Internacional).

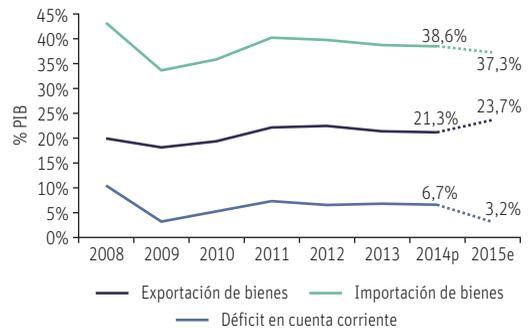
6,7% a 3,2% del PIB, no solo debido al aumento de las exportaciones de bienes y la reducción de las importaciones (pasando a representar 23,7% y 37,3% del PIB, respectivamente), sino por mantenerse el ritmo expansivo del ingreso de remesas (5,7% proyectado para el año 2015).

En este contexto relativamente positivo, la situación fiscal continúa siendo el reto principal. En 2014, el déficit fiscal regional promedió 3,5% del PIB, similar al de 2013, dado que los ingresos y los gastos del gobierno central se mantuvieron en niveles similares de 19,6% y 23%, respectivamente. No obstante el nuevo entorno de crecimiento y los menores precios del petróleo, los impactos fiscales son marginalmente positivos, previéndose un déficit fiscal de 3,2% del PIB en 2015, comparado con 3,5% en 2014 (véase el Gráfico 1.9).

Para que mayor actividad económica se traduzca en mayores ingresos para el fisco, es necesario reconocer que CAPRD debe reducir su dependencia en incentivos tributarios para atraer IED. Es claro que la región vive bajo la presión de la competencia tributaria internacional y que una importante herramienta que tradicionalmente ha usado para atraer IED en detrimento de su fortaleza fiscal es el uso de incentivos fiscales por medio de las zonas francas. Estos sistemas de incentivos para la subvención de exportaciones han resultado bastantes costosos para la región y han limitado su base tributaria². De allí que, sin complementar los nuevos ingresos con medidas de revisión de los canales institucionales y mecanismos alternativos de atracción de inversión, la mejora coyuntural no sería suficiente y habría un deterioro de las finanzas públicas de la región, que seguiría impactando en su percepción de riesgo. De esta manera, el principal reto que sigue afrontando la región es la consolidación fiscal.

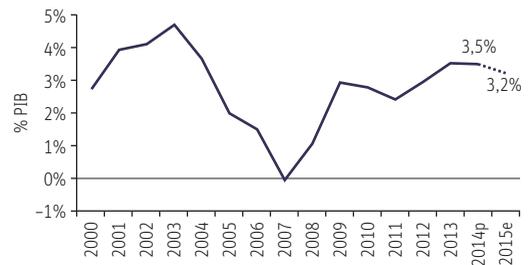
En este contexto, se prevé un crecimiento para 2014 de 4,0%, mayor que en el año previo, aunque todavía por debajo de la tasa promedio de crecimiento de 5,6% en el período 2004–2007. Por lo tanto, la región parece converger a la tasa de crecimiento que estaría entre la tasa de largo

GRÁFICO 1.8 Déficit en cuenta corriente ante mejores perspectivas: CAPRD



Fuente: U.S. Bureau Labor of Statistics, Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014); Precio de materias primas (Fondo Monetario Internacional); y cálculos propios. Nota: p=preliminar, e=esperado.

GRÁFICO 1.9 Déficit fiscal ante mejores perspectivas: CAPRD



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014) y cálculos propios. Nota: p=preliminar, e=esperado.

² Ver Barreix y Velayos (2012).

plazo de 3,6% entre 1980–2013 y el 4,3% promediado en la última década (véase el Gráfico 1.10). Esto da a entender que la leve recuperación regional luego de la crisis financiera no logra abarcar todos los espacios y más bien se viene avanzando por un camino con resultados mixtos, con aprendizajes, pero donde los riesgos siguen presentes.

En particular, es evidente que la región no está exenta del impacto que el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos pueda tener sobre las tasas de interés a escala mundial y los flujos financieros. Existe la posibilidad de que los inversionistas opten por mantener sus activos en Estados Unidos, contrayendo la oferta de fondos de corto y largo plazo dirigidos a la región. Ante este escenario, el riesgo de enfrentarse a un nuevo choque externo podría aumentar a tal punto que obligue a los países de CAPRD a tomar medidas fiscales.

GRÁFICO 1.10 Crecimiento de largo plazo del PIB real: CAPRD



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014) y últimos pronósticos departamentales (Fondo Monetario Internacional, enero de 2015).

Nota: p=preliminar, e=esperado.

LECCIONES DE LA CRISIS

La última crisis financiera internacional ratificó que CAPRD no es ajena a los vaivenes de la dinámica internacional y, más importante aún, develó que la mayoría de los países de la región han aprendido a evitar políticas fiscales procíclicas. Al estudiar la ciclicidad entre las políticas económicas y el PIB real, se detalla la respuesta ante las crisis en el Gráfico 1.11. En el gráfico se presenta la respuesta de política fiscal y monetaria a la crisis³ para los períodos 2000–2005 y 2006–2012. Para la política fiscal, cuando el indicador es positivo, la política es procíclica; cuando es negativo, es contracíclica. Para la política monetaria, sucede lo contrario. De los ocho países de CAPRD, solo tres sufrieron diversos episodios de crisis de producción que permiten el contraste entre el antes y el después de un período determinado⁴.

³ Para alcanzar los resultados expuestos, se usaron datos trimestrales desestacionalizados y se procedió a calcular el componente cíclico de las series del PIB real, del gasto fiscal real (instrumento fiscal) y de la tasa de interés de corto plazo (instrumento monetario); y a hallar correlaciones móviles, a un año previo y posterior a un período de crisis de producción, entre los componentes cíclicos de cada instrumento de política con el del PIB. En este análisis, una crisis de producción se origina desde el instante en que el PIB real se ubica por debajo de su promedio móvil para el año previo y, con al menos dos trimestres de duración, finaliza cuando su valor supera el nivel del PIB real inmediatamente anterior al comienzo de la crisis.

⁴ Belice, Costa Rica y República Dominicana.

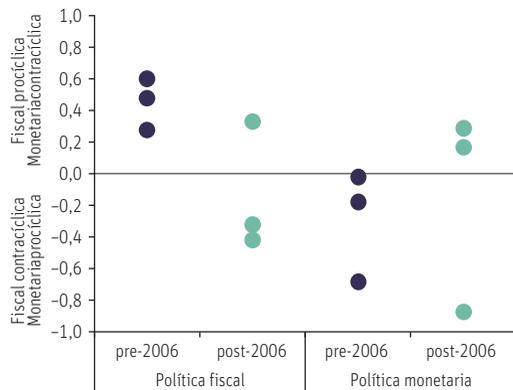
Distinguiendo la manera en que la región ha respondido a los choques externos antes y después de 2006⁵, se detalla que las crisis previas a 2006 fueron abordadas, en su mayoría, adoptando políticas económicas procíclicas. En contraste, después de 2006, particularmente en la crisis mundial, la orientación de la política fiscal fue contraria al ciclo (respuesta expansiva). Por su parte, la respuesta monetaria fue en general menos restrictiva que antes. Por lo tanto, parecería que la región “se ha graduado” en la aplicación de políticas contracíclicas.

Al mismo tiempo, la experiencia sugiere que la orientación de la política fiscal y monetaria de los países de CAPRD puede incidir en las dimensiones de las crisis y que una respuesta ante las fases bajistas del ciclo puede mitigar su volatilidad. De hecho, es posible pensar que este fue el caso, pues luego del año 2006, si bien CAPRD promedió 16,3% de su tiempo en crisis (medido en trimestres), su producción se impactó menos que en crisis pasadas (3,4% la mayor contracción promedio, Gráfico 1.12).

Lo anterior fue posible porque antes de la crisis, privaron políticas de ajuste y condonaciones de deuda sobre los países de CAPRD que permitieron reducir progresivamente la deuda pública contraída, mejorar el perfil crediticio ante los inversionistas para el futuro próximo y aumentar los espacios fiscales para implementar políticas contracíclicas.

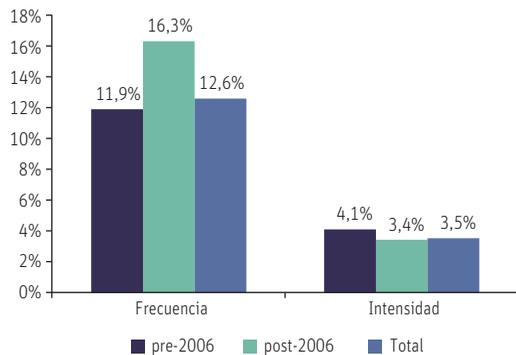
El Gráfico 1.13 confirma que antes de la crisis, la región de CAPRD fue ganando credibilidad entre los inversionistas, mejorando la percepción de que efectivamente los países podrían cumplir con sus obligaciones crediticias. En paralelo, se observa cómo la deuda pública total disminuyó, pasando de 55% del PIB regional en 2003 a 28,7% del PIB en 2008, lo que está en congruencia

GRÁFICO 1.11 Ciclicidad de las políticas económicas durante las crisis: CAPRD*



Fuente: cálculos propios sobre la base de datos de bancos centrales, CEPALStat, Fondo Monetario Internacional, *Latin Macro Watch* y SECMCA. Nota: *resultados para Belice, Costa Rica y República Dominicana.

GRÁFICO 1.12 Características de las crisis: CAPRD



Fuente: cálculos propios sobre la base de datos de bancos centrales, Institutos Nacionales de Estadística y SECMCA.

⁵ Se escogió el año 2006 por ser un período sin crisis en la región y para poder contrastar si efectivamente hubo algún aprendizaje en la orientación de política a seguir durante las crisis en la región. El estudio se realizó para Belice, Costa Rica y República Dominicana.

GRÁFICO 1.13 Percepción crediticia (*Institutional Investors Rating, IIR*) y deuda pública: CAPRD*



Fuente: *Institutional Investor Magazine* y *Perspectivas de la Economía Mundial* (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014).

Nota: *no incluye a Belice. El IIR es un índice que da una valoración de 0 a 100 por país de acuerdo a la probabilidad percibida de cese de pagos.

con la reducción progresiva del déficit fiscal que experimentó la región.

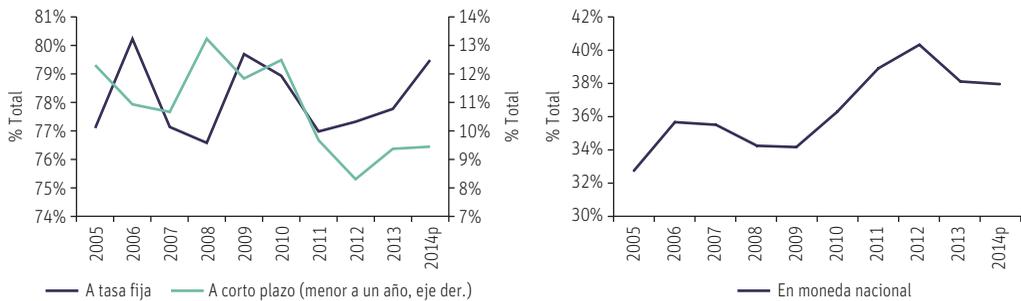
Este hecho ha influido a que la región esté cambiando la estructura o composición de su financiamiento público. CAPRD viene reestructurando de manera gradual su portafolio de deuda pública total, dándole mayor representatividad a los pasivos de carácter interno, en manos de acreedores locales, en moneda nacional y a largo plazo. El Cuadro 1.1 muestra las emisiones de deuda de la región en los últimos cinco años. En resumen, pueden apreciarse dos aspectos. En primer lugar,

CUADRO 1.1 Emisiones de bonos internacionales de deuda de los Gobiernos en CAPRD*

País	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Plazo (años)	Cupón
Costa Rica	21/11/2012	26/1/2023	10	4,25%
	30/4/2013	30/4/2025	12	4,38%
	30/4/2013	30/4/2043	30	5,63%
	4/4/2014	4/4/2044	30	7,00%
El Salvador	1/12/2009	1/12/2019	10	7,38%
	1/2/2011	1/2/2041	30	7,63%
	5/12/2012	30/1/2025	12	5,88%
	18/9/2014	18/1/2027	12	6,38%
Guatemala	6/6/2012	6/6/2022	10	5,75%
	13/2/2013	13/2/2028	15	4,88%
Honduras	15/3/2013	15/3/2024	11	7,50%
	16/12/2013	16/12/2020	7	8,75%
Panamá	23/11/2009	30/1/2020	10	5,20%
	24/6/2011	15/6/2018	7	5,00%
	30/1/2012	25/7/2022	10	5,63%
	29/4/2013	29/4/2053	40	4,30%
	22/9/2014	22/9/2024	10	4,00%
República Dominicana	6/5/2010	6/5/2021	11	7,50%
	18/4/2013	18/4/2024	11	5,88%
	28/10/2013	28/1/2024	10	6,60%
	30/4/2014	30/4/2044	30	7,45%

Fuente: Bloomberg (Diciembre, 2014).

Nota: *Se toma en cuenta las emisiones de deuda internacional con calificación de riesgo asociado (salvo el caso de Belice cuya emisión tiene garantía adicional en fondos bloqueados, sinkable). No se incluye a Nicaragua por sólo reportar emisión de letras del Banco Central de corto plazo.

GRÁFICO 1.14 Perfil de la deuda pública total: CAPRD*

Fuente: bancos centrales y ministerios nacionales.

Nota: *incluye Costa Rica, Honduras, Panamá y República Dominicana. p=preliminar.

los plazos han ido aumentando. Entre los años 2009 y 2011, la emisión promedio era un poco mayor a 10 años. Entre los años 2013 y 2014, la emisión promedio fue a 18 años. En segundo lugar, los costos son menores; entre los años 2009 y 2011, la emisión promedio a 10 años tenía un rendimiento de 6,20%. Entre los años 2013 y 2014, la emisión promedio a 10 años tenía un rendimiento de 5,49%.

Esto implica que luego de la crisis, la proporción de deuda a corto plazo se ha contraído (representando 9,5% del total de la deuda pública al año 2014, como se aprecia en el Gráfico 1.14)⁶. En principio, supondría un menor riesgo promedio al refinanciamiento de deuda, aunque no deja de representar hoy en día una cifra relevante para la región (alrededor de 4,2% del PIB regional). Además, luego de una caída derivada de la crisis financiera, el perfil de deuda pública recuperó la proporción que es financiada a tasa de interés fija (al año 2014, representó 80% del total), situación que le otorga a la región cierto blindaje ante incrementos de las tasas de interés internacionales. Finalmente, aumentó la proporción de deuda en moneda nacional, reduciendo los riesgos de descalces entre composición de deuda y composición del producto, que tienden a aumentar los efectos fiscales de un choque externo.

Por lo tanto, la región construyó suficiente credibilidad antes de la crisis financiera para poder usar políticas contracíclicas. Además, se tomó ventaja de las condiciones financieras internacionales para construir un mejor perfil de deuda. Sin embargo, también se generaron riesgos que se analizan con detalle a continuación.

LOS RIESGOS HEREDADOS DE LA CRISIS

La situación fiscal es uno de los principales riesgos heredados de la crisis financiera. CAPRD desgastó sus espacios fiscales para mitigar los impactos derivados de la crisis y fomentar la

⁶ La deuda pública a corto plazo se asocia con pasivos del sector público, cuyo plazo de vencimiento es menor o igual a un año (por ejemplo, letras del Tesoro emitidas internamente).

actividad económica con un mayor gasto. Lamentablemente, la región se concentró en aumentar gasto corriente, sustancialmente rígido, alcanzando un nivel de gasto difícilmente reversible a la baja y sin condiciones de salida totalmente claras. Esto se refleja en los elevados déficits fiscales de los años subsiguientes a la crisis⁷.

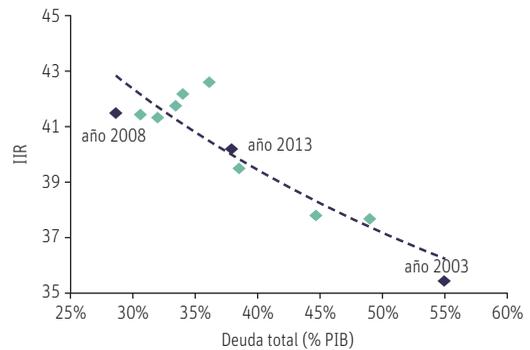
Entre 2003 y 2007, los inversionistas fueron evaluando positivamente el desempeño de los países de CAPRD, liderado por la reducción de deuda pública y los respectivos avances en los procesos de consolidación fiscal. Sin embargo, la respuesta de CAPRD a la crisis financiera de 2008–09 evidenció las debilidades macroeconómicas de sus países.

En la actualidad, ha habido un deterioro en la percepción de riesgo. El Gráfico 1.15 muestra cómo la deuda pública de 2003, que estuvo, en promedio, por el orden de 55% del PIB regional, se asoció con una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas que la cifra al cierre del año 2008, de 28,7%, donde la deuda representó el menor valor sobre el PIB regional en la década. Desde ese momento al año 2013, la región ha incrementado sus pasivos, lo que viene debilitando el margen de maniobra fiscal para enfrentar fases de contracción de la actividad económica.

Esta situación refuerza la necesidad de retomar la agenda fiscal. El contexto internacional es favorable en este sentido. Un mayor crecimiento permitirá mayores ingresos fiscales. Por otro lado, menores precios del petróleo pueden mejorar el balance fiscal. En Izquierdo y Manzano (2012) se detalló que, en promedio, el alza del precio del petróleo había generado una carga fiscal adicional por encima del 1% del PIB, derivada de subsidios y reducciones de tasas de impuesto. En la medida que se ajuste el monto de estos subsidios con los nuevos precios y se recuperen los impuestos que se redujeron, se reduciría la carga fiscal.

Como se analiza en el capítulo 2 de la presente publicación, este entorno favorable podría aprovecharse para mejorar la percepción de los agentes financieros internacionales. A medida que se mejore esta percepción, la región tendrá un acceso más balanceado (entre períodos de crisis y de expansión) a los mercados financieros internacionales y será más efectiva en la implementación de políticas contracíclicas. Como se destaca en ese capítulo, la agenda fiscal es importante para esta mejora de percepción, pero se requiere una agenda más amplia de reformas institucionales que podrían implementarse en esta fase favorable del ciclo.

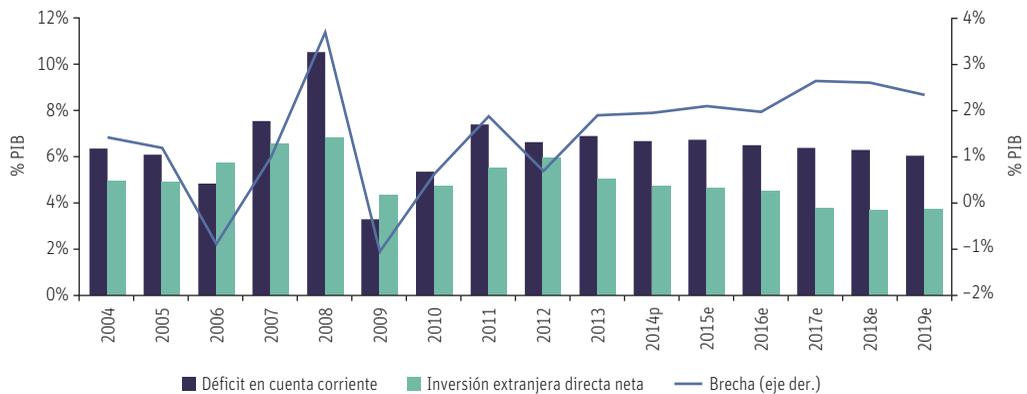
GRÁFICO 1.15 Relación entre deuda y percepción crediticia: CAPRD (2003–2013)*



Fuente: *Institutional Investor Magazine* y *Perspectivas de la Economía Mundial* (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014).

Nota: *no incluye a Belice.

⁷ Véase el Gráfico 1.9.

GRÁFICO 1.16 Déficit en cuenta corriente y flujos de inversión extranjera directa a CAPRD

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2014).
 Nota: p=preliminar, e=esperado.

En términos de la agenda fiscal, como se destacó en Izquierdo *et al.* (2013), si bien la política contracíclica de la región fue exitosa, el problema ha radicado en el instrumento utilizado. Como se destacó, mucho fue a través de gastos rígidos, como salarios y transferencias. Esto ha dificultado la posibilidad de retirar el estímulo fiscal una vez que se recuperó la economía. Esto apunta a una agenda de focalización de subsidios, reforma de servicio civil, mejora en la eficiencia de los servicios públicos, entre otras.

Finalmente, es importante recuperar los ingresos. Si bien los ingresos fiscales nominales se han recuperado en un 43,1% desde el año 2010, su crecimiento como fracción del PIB ha sido bajo (0,5 puntos porcentuales hasta representar 19,6% del PIB), a pesar de que la región implementó reformas que, en promedio, han debido rendir 1,4% del PIB (Izquierdo y Manzano, 2012). Esto apunta a dos temas de erosión: en primer lugar, está la aprobación de reformas tributarias para “reemplazar” el fin de las exenciones que se dio a los países de la región para utilizar beneficios fiscales para la exportación (zonas francas). Como se analizó en Gutiérrez y Manzano (2014), estas medidas tienen altos costos fiscales con pocos beneficios de desarrollo. En segundo lugar, están las deficiencias en la administración tributaria, cuya solución constituye una de las tareas pendientes de la región.

De igual modo, la crisis generó importantes cambios en los patrones de flujos externos. Como se argumentó en Gutiérrez y Manzano (2014) y se aprecia en el Gráfico 1.16, la región pasó de financiar el déficit en cuenta corriente con IED principalmente, a depender más de los flujos financieros de cartera. Como se debatirá en el capítulo 3 de este reporte, la deuda externa total de la región aumentó.

Sin embargo, no solo la deuda externa aumentó, sino que los flujos financieros internos se multiplicaron. Esto hace a los sistemas financieros de la región más complejos y con mayor probabilidad de transmitir entre los distintos actores del sistema. Como consecuencia de ello, una reversión de los flujos financieros externos podría tener un impacto significativo en las economías locales, planteando al gobierno una disyuntiva: permitir una contracción económica o generar

liquidez fiscalmente. Como se analiza en Izquierdo y Manzano (2012), los *booms* de crédito en Centroamérica están seguidos por una drástica reducción en las tasas de crecimiento; por lo tanto, la presión a buscar apoyo del fisco para solucionar la crisis puede ser alta.

En este sentido, Izquierdo y Manzano (2012) argumentan que luego de la crisis financiera mundial, el foco del debate se ha trasladado hacia la inclusión de un componente dinámico adicional en el diseño de la regulación financiera. Los esquemas de provisiones dinámicas requieren que los bancos constituyan un fondo de provisiones (adicionales al componente estático) durante “los buenos tiempos” en anticipación a pérdidas por préstamos impagos que se materializan durante “los malos tiempos”. Más allá de esto, en el capítulo 3 se detallan una serie de opciones de política en el nuevo contexto financiero internacional para reducir los costos de un posible choque financiero internacional.

La región está frente a un escenario propicio para reconocer sus fortalezas, sus amenazas y riesgos, y poder actuar en consecuencia. En general, el contexto es positivo, pero con vulnerabilidades a choques negativos, como se recoge en el capítulo 4. Un escenario de mayor crecimiento de los Estados Unidos y menores precios del petróleo podría tener un impacto significativo en el crecimiento. Sin embargo, el entorno financiero es incierto y existe la posibilidad de un aumento de las tasas de interés. Esto afectaría negativamente las ganancias de crecimiento derivadas de los precios bajos del petróleo y el crecimiento de los Estados Unidos. Se hace necesario aprovechar esta ventana de oportunidad particular, que no se veía en la región en mucho tiempo. Hay que estar vigilantes a fin de mejorar las condiciones de respaldo fiscal y externo, replantear los incentivos de atracción de capitales y avanzar en estrategias de sostenibilidad y crecimiento, donde prevalezca una mayor coordinación fiscal, monetaria y financiera.

II

DEUDA Y CALIDAD CREDITICIA

Durante los años previos a la crisis financiera internacional (2008–09), los países de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (de ahora en adelante, CAPRD o la región) llevaron a cabo procesos de consolidación fiscal que permitieron reducir los niveles de endeudamiento público y generaron espacios fiscales. Dichos espacios permitieron a las autoridades implementar una política fiscal expansiva para mitigar sus efectos. Tal como se documenta en el Informe Macroeconómico de CAPRD 2013 del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la expansión del gasto en respuesta a la crisis estuvo sesgada hacia el gasto corriente rígido en la mayoría de países de la región. Esta dinámica, junto a una reducción de los ingresos tributarios, produjo persistentes déficits fiscales a partir de 2009, y consecuentemente, un crecimiento importante de la deuda pública.

El crecimiento continuo de la deuda, sin signos claros de consolidación fiscal y ante la falta de reformas para recuperar los espacios fiscales para enfrentar crisis futuras, ha causado en los inversionistas una mayor percepción de riesgo sobre la región. Esta dinámica podría elevar los costos de financiamiento y limitar el acceso a recursos internacionales, necesarios para solventar las brechas de inversión social y productiva que se enfrentan.

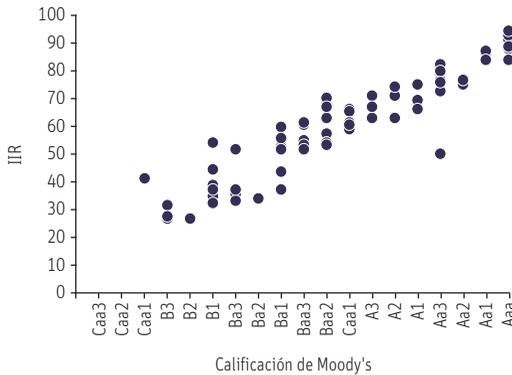
En este capítulo se analiza la relación entre los niveles de deuda y la calificación crediticia de la región, identificando aquellos factores que afectan esta relación. Basados en este análisis, se presentan recomendaciones y directrices de políticas para los países de CAPRD.

¿QUÉ DETERMINA LA PERCEPCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS?

Tradicionalmente se ha tenido la idea de que menores niveles de endeudamiento de una economía están relacionados con una mejor percepción crediticia en los mercados financieros, ya que se asocian a una mayor capacidad del sector público para cumplir con sus obligaciones. No obstante, diversos estudios encuentran que esta relación negativa no siempre se cumple y, más bien, depende de un número importante de factores. Por ejemplo, estudios basados en el

enfoque de *intolerancia de deuda*¹ encuentran que la capacidad de un Gobierno de sostener un nivel dado de deuda pública (o su *tolerancia de deuda*) es explicada por diferencias en variables estructurales de la economía, como el ingreso per cápita, la historia crediticia y la historia inflacionaria, entre otras. Este marco de análisis busca aclarar por qué economías como la de Japón enfrentan bajos costos de financiamiento, a pesar de tener un nivel de deuda que supera el 200% del PIB; mientras que otras, con un endeudamiento mucho más bajo, deben pagar tasas superiores.

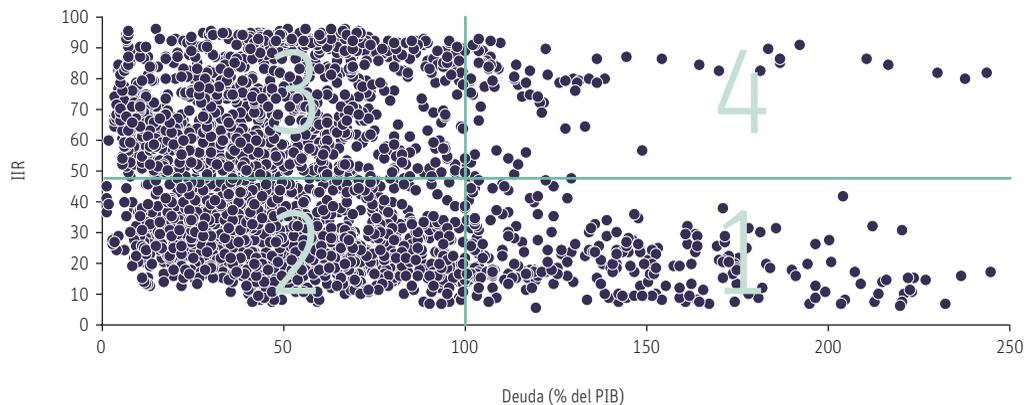
GRÁFICO 2.1 El IIR y las calificaciones crediticias



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de deuda de cada país y el *Institutional Investor Magazine*.

En el presente capítulo se utiliza el *Institutional Investor Rating* (IIR, por sus siglas en inglés)² como *proxy* de percepción crediticia, ya que tiene una alta correlación con las calificaciones de riesgo emitidas por agencias calificadoras como Moody's (véase el Gráfico 2.1). Al examinar la relación entre el IIR y el *stock* de deuda para una muestra de 104 países entre 1989 y 2013, se observa que la relación entre estas variables no es uniforme (véase el Gráfico 2.2).

GRÁFICO 2.2 Aparente relación inversa y regiones
Período 1989–2013



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de deuda de cada país y el *Institutional Investor Magazine*.

¹ Desarrollado inicialmente por Reinhart *et al.* (2003) y recientemente revisado por Bannister y Barrot (2011).

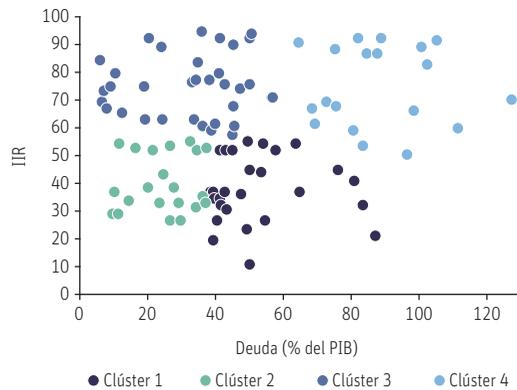
² El IIR es un índice construido por el *Institutional Investor Magazine* a partir de encuestas semestrales realizadas a economistas y analistas de riesgo soberano de diversas instituciones, quienes dan una valoración de 1 a 100 por país de acuerdo a la probabilidad percibida de cese de pagos. Las valoraciones se ponderan de acuerdo a la exposición global que tenga cada institución participante.

Entonces, ¿qué características, más allá del nivel de endeudamiento, explican estas diferencias en la percepción crediticia registradas por el IIR? Para responder a esta interrogante, primero se divide la muestra de países en grupos (o clústeres) basados en su nivel de deuda y el índice de percepción crediticia. Al mismo tiempo, se examinan otras variables donde se busca aproximar fundamentos económicos en varias dimensiones, como la fortaleza institucional³, la estructura productiva⁴, el ingreso⁵, el desarrollo financiero⁶ y el historial de inflación y bancarrotas.

Sobre la base de la información estadística disponible se conforman cuatro grupos. Estos grupos muestran implícitamente que además de las disparidades en la deuda y la calidad crediticia, las agrupaciones responden a otras dimensiones propias de los fundamentos económicos de cada país. El Gráfico 2.3 muestra los clústeres identificados para el quinquenio 2009–2013 y el Cuadro 2.1, las estadísticas básicas de cada grupo⁷:

- i. Países con elevados niveles de deuda como porcentaje del PIB (entre 40% y 80%) y bajos niveles de percepción crediticia. Egipto, Vietnam, Nicaragua y Belice⁸ son países que pertenecerían a este grupo.
- ii. Países con percepción crediticia media y menores niveles de deuda en promedio (de 24% del PIB). Países como Paraguay, Bulgaria, Costa Rica, Honduras, El Salvador, Guatemala y República Dominicana pertenecerían a este grupo.
- iii. Países con percepción crediticia alta y bajos niveles de deuda (32% del PIB, en promedio). Economías emergentes como México, Colombia, Chile y Panamá pertenecerían a este grupo.

GRÁFICO 2.3 Relación entre deuda y percepción crediticia
Clústeres — quinquenio 2009–2013



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de deuda de cada país y del *Institutional Investor Magazine*.

³ Medido con el índice de control de la corrupción proveniente de los indicadores de gobernanza del Banco Mundial.

⁴ Cuantificado con el índice de complejidad industrial del Atlas de Complejidad construido por la Escuela John F. Kennedy de Harvard. El índice extrapola el valor agregado de las exportaciones a una medida de complejidad industrial del país.

⁵ Aproximado con el producto interno bruto per cápita.

⁶ Estimado mediante los pasivos líquidos del sistema financiero como porcentaje del PIB.

⁷ Para generar estos grupos se utilizó un *clustering* de tipo k-Promedios.

⁸ El análisis posterior no incluye a Belice, dado que solo se cuenta con datos de su IIR para los años 2012 y 2013.

CUADRO 2.1 Resumen estadístico (Promedios en % del PIB, salvo que se indique lo contrario)^a

Indicador	Clúster 1	Clúster 2	Clúster 3	Clúster 4
IIR ^a	36,9	40,0	74,3	76,7
Deuda	49,4	23,9	32,1	83,8
Balanza de cuenta corriente	-4,6	-1,7	3,8	-0,3
Carga tributaria	30,0	25,0	34,5	40,1
Complejidad ^a	-0,3	-0,6	0,7	1,0
Profundidad financiera	47,8	37,5	75,8	191,9
Integración	-44,9	-30,3	21,3	-26,4
Control de la corrupción ^b	-0,5	-0,6	0,7	1,2

Fuente: Elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

Nota:

^a Se eliminaron las colas de cada indicador por clúster para evitar el efecto de algunos outliers.

^b Índice.

- iv. Países con fundamentos económicos consolidados (bajos niveles de inflación, buen historial crediticio e ingreso per cápita alto) con una buena percepción crediticia, pero con altos niveles de deuda (equivalente a 84%, en promedio). Ejemplos de países que pertenecerían a este grupo serían Estados Unidos y Japón.

El Cuadro 2.2 ilustra la diferencia relativa de algunos fundamentos económicos entre grupos o clústeres. Al comparar los clústeres 1 y 2, se encuentra que ambos presentan una percepción de calidad crediticia similar, a pesar de que el segundo grupo muestra niveles de deuda

CUADRO 2.2 Relevancia de factores entre clústeres para mejorar el IIR

		Clúster 1 Clúster 2	Clúster 2 Clúster 3	Clúster 3 Clúster 4	Clúster 1 Clúster 4
Gobernanza	Corrupción	Mínima	Baja	Media	Alta
	Imperio de ley				
	Rendición de cuentas				
	Seguridad				
	Transparencia				
Estructura productiva	Complejidad	Mínima	Baja	Media	Alta
Sector financiero	Profundidad financiera	Mínima	Baja	Media	Alta
Grados de importancia*		Mínima	Baja	Media	Alta

Nota: Significancia estadística de pruebas t de medias entre clústeres.

* Baja corresponde a significancia estadística de entre 10% y 15%, Media entre 5,0% y 9,9% y Alta entre 0,0% y 4,9%.

significativamente más bajos que el primero. Al analizar las características estructurales, se puede observar que el mayor nivel de deuda en el grupo 1 (relativo al grupo 2) parece estar compensado por una mayor profundidad financiera y una estructura productiva más compleja. Por otro lado, la fortaleza institucional de ambos clústeres parece similar.

Los países del clúster 3 exhiben valoraciones crediticias superiores a las del grupo 2, a pesar de tener un mayor endeudamiento público. Esta mayor capacidad de sostener deuda se asocia a una mayor fortaleza institucional medida por el control de la corrupción, respeto a la ley, rendición de cuentas, seguridad y transparencia. Al mismo tiempo, el grupo 3 tiene una estructura productiva más diversificada.

Finalmente, al comparar los grupos 3 y 4 se puede ver la importancia de los factores estructurales en la percepción de la calidad crediticia. Ambos grupos presentan una percepción crediticia similar, a pesar de que el grupo 4 muestra niveles de deuda promedio superiores (83,8% vs. 32,1% del PIB). Esto sugiere que los inversionistas parecen estar incorporando en su valoración de la calidad crediticia una mayor fortaleza institucional, un mayor PIB per cápita y una estructura productiva más diversificada de los países del grupo 4.

PERO NO SOLO DE DEUDA SE VIVE...

Las diferencias documentadas sugieren que el nivel de deuda es uno de muchos factores que determinan la percepción crediticia y varía entre los diferentes grupos de países. Por lo tanto, se conjetura que los fundamentos económicos tienen un impacto diferenciado en la percepción de riesgo según el grupo al que pertenezca el país, lo que podría contribuir a liberar presión sobre el ajuste de la deuda, necesario para mejorar la percepción crediticia. Por lo tanto, existen dos tipos de enfoques en los que los países pueden concentrarse para mejorar la calidad crediticia. Por un lado, se encuentra el conjunto de acciones que se pudieran realizar en el corto plazo para moverse dentro de un grupo particular y, por otro, aquellas que en el mediano plazo permitan transitar hacia un grupo más favorable.

En esta sección, se presentan estimaciones para cada clúster de países identificados, a fin de cuantificar potenciales efectos diferenciados del nivel de deuda y de los fundamentos económicos sobre la percepción crediticia. Para ello, se expande el modelo propuesto por Bannister y Barrot (2011), incluyendo variables que representan los fundamentos económicos⁹.

En términos generales, las estimaciones muestran la existencia de una relación inversa entre la deuda y la percepción crediticia. Los resultados también sugieren que las distinciones observadas entre clústeres se reflejan en la manera en que los ajustes de la deuda tienen efectos diferenciados sobre la percepción crediticia. Tales diferencias son respaldadas por resultados que confirman cómo otras características de la economía —a saber, el control de la corrupción, la

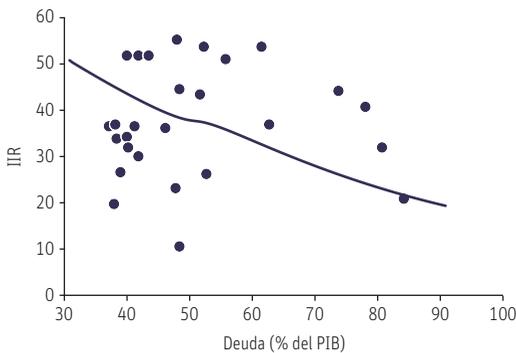
⁹ Véase el Anexo I para mayores detalles sobre la metodología.

profundidad del sistema financiero o la complejidad de la estructura productiva— guardan una relación positiva con el IIR.

Además, las estimaciones confirman la existencia de grados diferenciados (por clúster) de sensibilidad entre la percepción crediticia y el nivel de endeudamiento público, por lo que a continuación se presentan algunas conclusiones que se derivan del análisis por clústeres (véase el Cuadro 2.1 y los Gráficos 2.4–2.7):

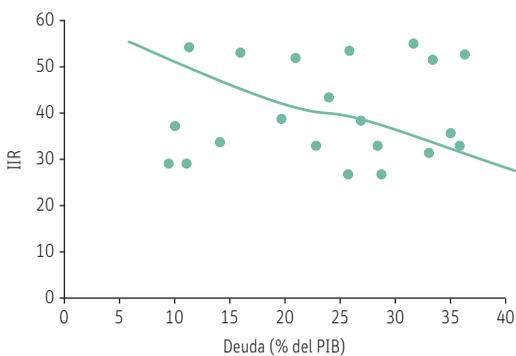
- Para los países del clúster 1 se encuentra que cada reducción en la deuda equivalente a 1% de PIB produce, en promedio, un incremento de 0,5% en el índice que mide la percepción crediticia¹⁰.

GRÁFICO 2.4 Clúster 1



Fuente: Elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

GRÁFICO 2.5 Clúster 2



Fuente: Elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

- Para los países del clúster 2, la sensibilidad del IIR a cambios en el nivel de endeudamiento es similar. En este grupo, recortes de la deuda de 1% del PIB mejorarían la percepción crediticia 0,6%.
- En los países del clúster 3, el índice que mide la percepción crediticia se incrementa, en promedio, 0,4% cuando se ajusta la deuda en 1% del PIB. Esto sugiere que, en comparación con los casos previos, la importancia relativa de otros factores, como la calidad institucional y el desarrollo del sistema financiero, es mayor.
- Finalmente, en el clúster 4, las estimaciones muestran que la sensibilidad del IIR a cambios en la deuda es aún menor: por cada punto del PIB de ajuste de deuda, el IIR aumenta 0,1%.

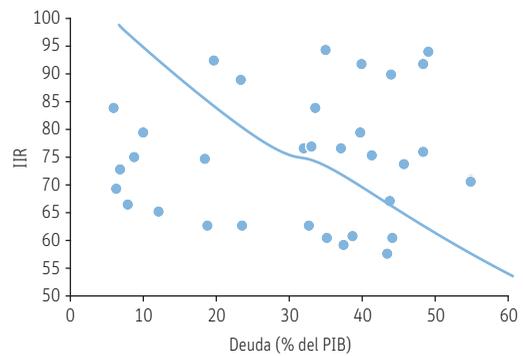
Es importante evaluar qué tan fácil es para un país moverse de un clúster a otro, ya que las estimaciones anteriores revelan que existen grupos que tendrían una mayor

¹⁰ Es importante tomar en cuenta que los impactos aquí reportados se calculan para el país promedio de cada clúster. De acuerdo al modelo empleado, el impacto depende del *stock* de deuda específico a cada país. Por tanto, la heterogeneidad en cada grupo produce efectos que varían. Por ejemplo, en el caso del clúster 1, el impacto de un ajuste de deuda de 1% del PIB sobre el IIR varía entre 0,4% y 1,1%.

tolerancia de deuda, lo que podría disminuir los costos de endeudarse. Utilizando la matriz de transiciones (Cuadro 2.3)¹¹, se hacen las siguientes observaciones:

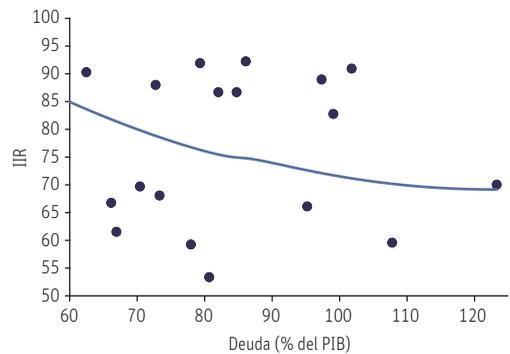
- Clúster 1 y 2: como se viera en el Cuadro 2.1, los países del clúster 1 y 2 no son, en promedio, muy diferentes en sus indicadores estructurales. De hecho, puede observarse que los países del clúster 1 tienen una carga tributaria más alta, así como un indicador levemente mejor de control de la corrupción. Sin embargo, la mayor diferencia entre ambos clústeres se observa en los niveles de deuda. En este sentido, el país promedio del clúster 2 cuenta con una deuda 50% menor que el promedio del clúster 1. Dado que ésta es la única diferencia importante entre las variables del ejercicio, el país promedio del clúster 1 podría acceder al clúster 2 y mejorar su calificación crediticia, realizando ajustes en la deuda¹². De hecho,

GRÁFICO 2.6 Clúster 3



Fuente: Elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

GRÁFICO 2.7 Clúster 4



Fuente: Elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

CUADRO 2.3 Probabilidad de cambiar de clúster

		Clúster en el siguiente periodo			
		1	2	3	4
Clúster en el periodo actual	1	73,80%	15,70%	7,90%	2,60%
	2	22,20%	65,30%	12,50%	0,00%
	3	5,30%	2,10%	81,10%	11,60%
	4	3,40%	0,00%	18,60%	78,00%

Fuente: Elaboración propia.

¹¹ Se utilizan observaciones quinquenales para evaluar históricamente en qué clúster se encuentra un país en un período, comparado con el clúster en que se encontraba un período anterior.

¹² Esto no implica que la mejora de los indicadores estructurales no ayudaría a que la transición fuese más rápida.

dado que los cambios en los indicadores fiscales podrían verse como cambios de corto plazo, en comparación con el resto de las variables aquí consideradas, la transición entre el clúster 1 y el 2 es más frecuente que la mayoría de las otras transiciones entre clústeres (véase el Cuadro 2.3).

- Clústeres 2 y 3: la transición entre el clúster 2 y el clúster 3 es más costosa y demora más tiempo debido a que los cambios estructurales tienen resultados directos en el mediano o largo plazo. Para moverse entre los clústeres 2 y 3, los cambios fiscales no parecieran ser suficientes por sí mismos. Para lograr el objetivo, también habría que realizar una serie de ajustes importantes en el nivel de integración, la estructura productiva, el control de la corrupción o en todos los indicadores a la vez¹³.
- Clústeres 3 y 4: puede observarse un patrón similar al observado entre los clústeres 1 y 2 cuando la transición es entre los clústeres 3 y 4. Por ejemplo, es más probable una transición del clúster 3 al 4 (11,6%) que del 3 al 2 (2,1%). Esto debido a que el país promedio del clúster 3 cuenta con una serie de indicadores estructurales sólidos y la tolerancia a la deuda es mayor que en el clúster 2. Esto implica que una vez que se alcanza el clúster 3, las variables estructurales pasan a ser fundamentales a la hora de pensar en “graduarse” al clúster 4¹⁴. De hecho, el país promedio del clúster 4 cuenta con una deuda de 84%, por lo que si un país logra transitar del clúster 3 al 4 podría incluso triplicar su deuda.

La implementación de políticas orientadas a mejorar fundamentos económicos toma tiempo, aunque pueden existir beneficios de corto plazo. Por ejemplo, muchas veces se requieren extensos procesos de diálogo político para diseñar reformas y posteriormente adecuaciones institucionales para su implementación. Asimismo, el anuncio y la formulación legal de dichas reformas puede tener beneficios de corto plazo, ya que podría generar expectativas positivas sobre el desempeño futuro de la economía.

En la siguiente sección se ahonda en las diferentes opciones que las autoridades de CAPRD podrían considerar, incluyendo medidas estructurales que podrían tener efectos positivos en la percepción crediticia de los inversionistas. Asimismo, se evalúan políticas de ajustes en la deuda en combinación con aquellas focalizadas en el fortalecimiento de áreas estructurales de la economía.

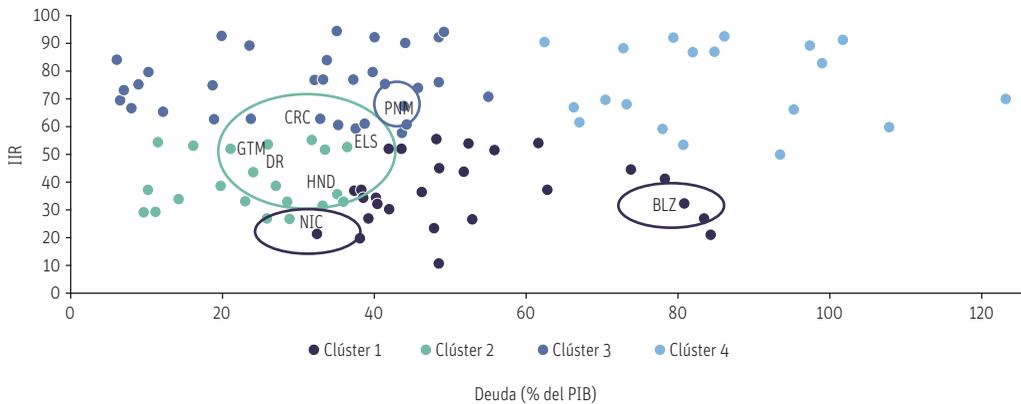
TAREAS PENDIENTES PARA CAPRD

Entre sus instrumentos de política, un país tiene la posibilidad de cambiar el nivel de deuda y/o ajustar los fundamentos económicos para mejorar su percepción crediticia. En la sección

¹³ Más adelante, en el capítulo, se verá que este es precisamente el caso de países exitosos de la región durante las últimas dos décadas.

¹⁴ Esto no implica que un manejo deficiente de las cuentas fiscales no pueda llevar a un país del clúster 3 al 2.

GRÁFICO 2.8 CAPRD en los clústeres
(quinquenio 2009–2013)^a



Fuente: Elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

^a Debido a la falta de datos del índice IIR para los últimos años, el dato de Belice es solo para 2013.

anterior se mencionó que reducir la deuda en el corto plazo podría crear los espacios fiscales para mitigar los efectos adversos de una crisis y mejorar la calidad crediticia. Asimismo, también se mostró que mejorar los fundamentos económicos del país sería más eficiente para lograr efectos de más largo plazo. Por lo tanto, la disponibilidad de estos dos mecanismos para mejorar la calificación crediticia expone una interesante disyuntiva para seleccionar la combinación de medidas que resulten más adecuadas. De esta forma, para conocer la magnitud de estos retos en CAPRD, se cuantifican dos posibles escenarios mediante una combinación de políticas. Esto permitirá ayudar a la región en la búsqueda e implementación de políticas para mejorar su percepción crediticia.

En el primer escenario, solo se tiene como instrumento de ajuste la deuda, mientras que ningún otro fundamento de la economía se mueve. El segundo escenario consiste en la combinación de medidas, incluyendo ajustes a la deuda y aquellos dirigidos a mejorar los fundamentos. En ambos escenarios, se cuantifica el efecto inmediato en el índice de percepción crediticia ante ajustes en la deuda.

En países del clúster 2, como Honduras, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador y Guatemala, la implementación de políticas focalizadas en reducir la deuda, junto con la mejora de los fundamentos económicos, podrían traer importantes beneficios (véase el Gráfico 2.8). En este primer escenario en el cual no existe ninguna mejora estructural de la economía, una disminución de la deuda equivalente al 1% del PIB conduciría a una mejora en el índice de percepción crediticia de 0,5%. Si, en cambio, este ajuste fiscal se acompaña con acciones que mejoran los fundamentos económicos (por ejemplo que estas economías escalen una posición en el *ranking* de cada una de las variables estructurales)¹⁵, el efecto sobre el IIR casi se triplica (1,4%)¹⁶. Es importante destacar

¹⁵ Este cambio asume que el valor de los índices para el resto de los países permanece invariable.

¹⁶ Es importante no perder de vista que el ajuste debería darse en un período de cinco años.

que para este grupo de países, mejoras en el control de la corrupción generarían las mayores ganancias. De este modo, políticas focalizadas en mejorar este indicador y que lleve a los países de la región¹⁷ al promedio de América Latina podría producir una mejora del 17,5% en el IIR por cada ajuste de deuda del 1% del PIB.

En el caso particular de Nicaragua, país que se ubica en el clúster 1, la percepción crediticia mejoraría en 1,1% por cada 1% del PIB que se ajuste la deuda en el primer escenario estudiado. Este cambio tiene un rendimiento mayor que en el caso de los demás países de la región que pertenecen al clúster 2. Asimismo, el efecto sobre el IIR de acompañar el ajuste fiscal con el mejoramiento de variables estructurales como el indicador de profundidad del sector financiero¹⁸ o la mejora en la complejidad industrial de las exportaciones (de manera que el país escale una posición en el *ranking* de cada indicador¹⁹) sería de 1,6%²⁰.

Es importante mencionar que Nicaragua ha llevado adelante una serie de medidas durante los últimos años, como ser: reducción sustancial en su nivel de deuda de la mano de la condonación de deuda de la Iniciativa para el alivio de deuda de países altamente endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés); reformas estructurales como la Ley de Equidad Fiscal (2009) y la Ley de Concertación Tributaria (2012), así como de la eliminación de exenciones del impuesto al valor agregado (IVA) en algunos bienes consumidos por los hogares de mayores ingresos, y la implementación de cambios en el impuesto a la renta personal (2012). De continuar con este ritmo de reformas y disciplina fiscal²¹, se puede esperar que el país transite al clúster 2 de la clasificación junto al resto de sus pares de CAPRD en el corto plazo.

En el caso de Panamá, además de los efectos positivos que trae la reducción de la deuda, mejoras en la transparencia y respeto a la ley contribuirían de manera importante a incrementar su calificación crediticia. Panamá es el único país de CAPRD que se localiza en el grupo (clúster 3) que tiene bajo nivel de deuda y calificación crediticia alta, conocida como grado de inversión y, a diferencia del resto de la región, cuenta con un sistema financiero profundo. Sin embargo, comparte con ellos algunas de las deficiencias, como el bajo nivel de complejidad industrial y los débiles indicadores institucionales. El país debe seguir adelante con las reformas para preservar esa posición privilegiada y poder acercarse a los países del clúster 4. Malas gestiones de la deuda pública o el deterioro de los fundamentos económicos pudieran conducir a escenarios donde se podría materializar la reducción del grado de inversión. Por lo tanto, ante la ausencia de mejoras en los fundamentos, el incremento de la deuda en 1% del PIB se reflejaría en el empeoramiento de la percepción crediticia en 0,4%. Si además

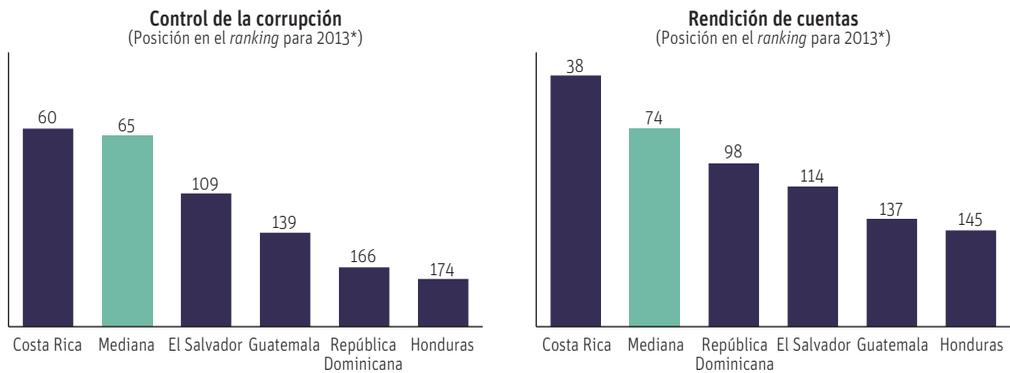
¹⁷ En este ejercicio, se excluye a Costa Rica ya que se encuentra por encima del promedio de América Latina en términos de control de la corrupción.

¹⁸ Incrementar la profundidad financiera podría involucrar un mayor acceso al crédito, bancarización de los sistemas de pago, incremento del ahorro en los bancos, etc.

¹⁹ Y manteniendo el valor de los indicadores para el resto de países.

²⁰ Las ganancias de reformas estructurales son menores en el clúster al que pertenece Nicaragua respecto al clúster al que pertenece la mayoría de los países de CAPRD.

²¹ En particular, se necesita implementar reformas orientadas a reducir su vulnerabilidad a factores externos y concluir el programa de alivio de deuda.

GRÁFICO 2.9 Distancia respecto a los Indicadores de fortalecimiento institucional del clúster 3

Fuente: Banco Mundial 2013.

Nota: * sobre 210 países.

se registra un retroceso en los fundamentos (equivalentes a la caída de una posición en el *ranking* de cada variable aquí utilizada)²², el impacto negativo sobre la percepción crediticia sería de 0,6%.

Es claro que el hecho de contar con directrices de acciones para el corto y largo plazo beneficiaría a la región. Mientras que en el corto plazo las reducciones en la deuda pública mejorarían la percepción crediticia, la creación de una agenda de mediano y largo plazo para mejorar los fundamentos se traduciría en calificaciones crediticias superiores, lo que se reflejaría en una transición, por ejemplo, del clúster 2 al 3. En resumen, mejores fundamentos les permitirían el acceso a financiamiento a menores tasas. En el futuro, además de contar con la deuda como instrumento de política, la agenda en CAPRD deberá ser capaz de identificar qué medidas de mediano y largo plazo ofrecerían mejores resultados.

Si bien la región ha logrado importantes avances en los últimos años (ver Recuadro 2.1), existe aún un amplio espacio de mejora, particularmente en materia de capacidad institucional²³. Por ejemplo, como se muestra en el Gráfico 2.9, todos los países de la región, con la excepción de Costa Rica, se encuentran al menos 44 posiciones por debajo del país típico del clúster 3 (sobre un total de 210 países)²⁴, cuando se refiere al control de la corrupción. El índice que aproxima el control de la corrupción podría mejorar con medidas orientadas a eliminar los pagos irregulares al importar, exportar o al establecer contratos que requieran alguna autoridad de Gobierno como intermediario. Asimismo, al mejorar el uso de recursos públicos y la calidad de las auditorías²⁵, se incrementarían los índices de transparencia.

²² Y manteniendo el valor de los indicadores para el resto de países.

²³ El Anexo I presenta un cuadro que refleja la posición de CAPRD en cada elemento de fortaleza institucional tratado en este capítulo.

²⁴ Costa Rica se encuentra en una posición similar a la de los países del clúster 3 en el indicador de control de la corrupción.

²⁵ Todos estos son subindicadores dentro del control de la corrupción calculado por el Banco Mundial.

RECUADRO 2.1 HISTORIA DE REFORMAS EN CAPRD Y EL CASO DE PANAMÁ

Durante los últimos 25 años, se llevaron a cabo reformas en CAPRD que han contribuido a mejorar sus indicadores económicos e institucionales, lo que se ha reflejado en mejoras en su IIR. Las reformas han abarcado diversas áreas de la economía; entre ellas, el sector financiero, fiscal y de comercio internacional.

Durante este período, se llevó adelante una agenda de reformas fiscales en El Salvador, Guatemala, República Dominicana, Honduras, Nicaragua y Panamá. El espacio fiscal generado como consecuencia de esas reformas permitió que el impacto de la crisis financiera del 2008–09 no fuera tan severo como en otras ocasiones. Por ejemplo, las autoridades pudieron ejecutar políticas expansivas y contrarrestar los efectos negativos de la crisis. Asimismo, algunos de estos países también implementaron una serie de reformas estructurales. Por ejemplo, Panamá mejoró de forma considerable su índice de profundidad financiera para ubicarse como líder en la región. Costa Rica, por otro lado, se destaca por sobre el resto de países en la mejora de su índice de complejidad industrial, luego de la apertura de su economía y de un proceso de diversificación de sus exportaciones.

El resto de los países de la región también lograron llevar a cabo reformas estructurales. Lora (2012) calcula un índice de reformas estructurales para 1986, 1999 y 2009. El índice incluye datos de política comercial, donde todos los países de la región se vieron beneficiados por la implementación de reducciones en sus aranceles; política financiera, donde se observa una importante apertura en el sector durante los últimos años (por ejemplo, en El Salvador, Guatemala y Honduras); política tributaria, con amplias reformas durante la última década, privatizaciones y legislación laboral. En estos últimos dos indicadores, la región ha observado solo cambios marginales.

En el sector financiero, algunas de las reformas que permitieron mejorar la percepción crediticia fueron: la reforma de la Ley Orgánica del Banco Central y la Ley de Protección al Trabajador en Costa Rica (1995 y 2000, respectivamente), aprobación e implementación de la Ley Orgánica

(continúa en la página siguiente)

Fortalecer la rendición de cuentas es otro rubro en el que la mayoría de estos países tienen espacios para mejoras institucionales. Cuatro de los cinco países en el clúster 2 se encuentran, al menos, 24 posiciones por debajo de la mediana del clúster 3 (véase el Gráfico 2.9). El fortalecimiento en este indicador se lograría por medio de acciones orientadas a mejorar procedimientos gubernamentales, tanto internos como aquellos ofrecidos como servicios al resto de la economía. Finalmente, un elemento valioso para mejorar la rendición de cuentas es la apertura a procesos de auditoría con validación externa²⁶.

Es importante resaltar que hay países en América Latina que han logrado mejorar su percepción crediticia implementando tanto ajustes en la deuda como políticas enfocadas en mejorar fundamentos económicos. Por ejemplo, Colombia, México y Perú durante la década de los noventa pertenecían a los clústeres 1 y 2 (véase el Gráfico 2.10). A partir de 1997, estos países implementaron consolidaciones fiscales y reformas estructurales que les han permitido tener

²⁶ Ídem.

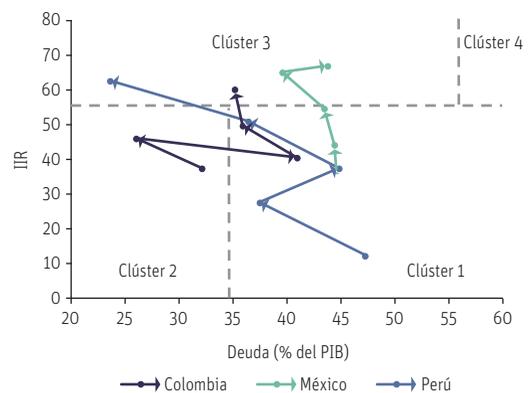
de la Superintendencia del Sistema Financiero y la Ley de Privatización de los Bancos Comerciales (1990 y 1995, respectivamente) y la Ley de Bancos y sus Reformas en El Salvador (1999 y 2002), la Ley de Mercado de Valores y Mercancías, y la Ley contra el lavado de dinero u otros activos en Guatemala (1996 y 2001, respectivamente). Al mismo tiempo, se logró la liberalización de las tasas de interés, la reforma de la Ley del Banco Central y la aprobación de la Ley del Fondo de Seguro de Depósitos en Honduras (1992, 1996 y 2001, respectivamente), la Ley Orgánica del Banco Central, la Ley de Garantía de Depósitos en Instituciones del Sistema y la Ley de la Superintendencia de Pensiones en Nicaragua (1999 y 2001, respectivamente), la Ley del Mercado de Valores (2000) y la Ley contra el lavado de activos en República Dominicana (2000 y 2002, respectivamente).

Destaca del mismo modo el cambio de Panamá durante el período de estudio. El país pasó de suspender el servicio de la deuda en 1988 a su situación actual dentro del clúster 3, gozando de una calificación crediticia con grado de inversión y tasas de crecimiento muy por encima de las del resto de la región. Para ello, se llevaron a cabo una serie de reformas estructurales que permitieron sentar las bases para mejorar significativamente la percepción de riesgo sobre el país. Estas reformas buscaban la reducción de la inflación, el aumento del crecimiento económico, el mejoramiento de las condiciones sociales y el incremento de la competitividad. Para cumplir con estos objetivos, se realizaron recortes presupuestarios, topes al nivel de déficit permitido, privatización de empresas estatales, fortalecimiento de instituciones de recaudación como las direcciones generales de ingreso y aduanas, reformas de la seguridad social, liberalización comercial, mejoras en regulación financiera, y supervisión y reestructuración del Gobierno, entre otras. Las reformas llevaron al país a una posición de privilegio en cuanto a la percepción crediticia y podría ser un modelo a seguir, no solo por la posición alcanzada, sino por la transición que experimentó en dos décadas.

hoy fundamentos más sólidos y acceso a mercados de deuda a tasas relativamente bajas²⁷. Actualmente, los tres cuentan con grado de inversión, posicionándose en el clúster 3 de nuestra clasificación. Aunque en momentos distintos, la trayectoria de estos tres países hacia el clúster 3 mostró el mismo patrón: inicialmente enfocaron

²⁷ La reducción en los costos de financiamiento podría atribuirse a, por lo menos, dos factores: (i) la mejor percepción crediticia y (ii) las bajas tasas internacionales, producto de las recientes políticas monetarias expansivas en los países desarrollados.

GRÁFICO 2.10 Historias de éxito en América Latina
Transición quinquenal



Fuente: Elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

Nota: Cada curva muestra 5 puntos en el tiempo correspondientes a un quinquenio. Las flechas indican su orden cronológico.

acciones en el ámbito fiscal, implementando medidas como reglamentos de responsabilidad hacendaria, techos de endeudamiento y manejo de deuda, lo que limitó el nivel de su deuda pública. Conforme las condiciones fiscales fueron mejorando, fueron incorporando reformas gradualmente en el sector financiero y de fortalecimiento institucional (véase el Cuadro 2.4). Esta combinación de reducción de deuda y mejoras estructurales les permitieron enfrentar la última crisis internacional de manera exitosa. Aunque los tres países expandieron el gasto, y con ello la deuda, sus respectivas calificaciones crediticias no sufrieron deterioro alguno y, en algunos casos, incluso mejoraron²⁸. Si bien estos países continúan trabajando en sus respectivas agendas de desarrollo, representan historias de éxito que podrían mostrar directrices para los países de CAPRD en su agenda de políticas de cara al futuro.

CONCLUSIONES

El análisis de este capítulo sugiere dos tipos de medidas de política para los países de CAPRD. Primero, es razonable comenzar con ganancias rápidas²⁹ por el lado de las variables fiscales, dada la mayor ganancia que generan sobre el IIR y su efecto más inmediato. Este tipo de acción también podría generar confianza con el propósito de apoyar el cambio que pudiera surgir en otras áreas de más largo plazo. Sin embargo, es importante no descuidar las acciones orientadas a mejorar fundamentos en el mediano y largo plazo, los cuales podrían tener efectos positivos en el corto plazo por medio del canal de expectativas. En cualquier caso, en CAPRD es recomendable enfatizar avances por parte de las políticas de reducción de deuda y acompañarlas con acciones orientadas a fortalecer las instituciones, la estructura productiva y el sector financiero.

En segundo lugar, el éxito en la implementación de un programa de medidas fiscales y de índole más estructural podría, luego de un tiempo, lograr que un país llegara a “graduarse” de un tipo particular de clúster. En todo caso, para los países de la región, emigrar a una mejor composición de fundamentos implicaría, casi con seguridad, una percepción crediticia mejor a la actual, con el consiguiente atractivo que esto genera para los inversionistas. Asimismo, permitiría recuperar espacios a un costo menor en épocas de consolidación, mientras que en épocas de crisis, se contaría con una mayor capacidad de reacción.

Los países de CAPRD podrían lograr las metas de consolidación y mejora de la calidad crediticia con esfuerzos focalizados. Si bien la agenda de planificación e implementación de acciones es amplia, CAPRD ha avanzado en una gran variedad de ellas y hoy, a diferencia de los años noventa, se encuentra en una mejor posición. Para la región, los pasos tomados por otros países de América

²⁸ El caso de México incluye la emisión en 2013 de un Bono Perpetuo en los mercados. Al mismo tiempo, se aprobó un conjunto de reformas estructurales de segunda y tercera generación, lo cual condujo a mejorar la perspectiva crediticia.

²⁹ Se refiere al comparativo con políticas de mediano o largo plazo, como el control de la corrupción.

CUADRO 2.4 Reformas en Colombia, México y Perú

Reformas estructurales y sectoriales			Reformas fiscales		
					
		1995			Establecer fondos contracíclicos
		1998			Sistema impositivo de transacciones financieras
Restricciones a gobierno subnacionales		2000			
Descentralización de la administración educativa					
		2001			Restricciones tributarias de gobiernos subnacionales
					Consolidación de sistemas de transferencias de ingresos intragubernamentales
Elección de senadores		2003			
Sector financiero		2005			
Reelección presidencial inmediata					
Sector financiero		2009			
		2012			Reforma tributaria
Reformas estructurales y sectoriales			Reformas fiscales		
					
		1998			Fondos contracíclicos
Marco regulador		2000			Ley de responsabilidad hacendaria
					Ley de deuda pública y techos de endeudamiento
		2002			Reforma nueva a fondos contracíclicos a través de estabilizadores automáticos
Reforma a la ley de carrera		2006			
Reforma sistema financiero					
		2007			Reforma de sistema público de pensiones
Reforma laboral, sistema de carrera, educación, competencia y regulación energética y telecomunicaciones		2010–2013			Reforma hacendaria
Electoral y política					
Reformas estructurales y sectoriales			Reformas fiscales		
					
		2000			Responsabilidad fiscal
					Techos fiscales
					Marcos plurianuales
					Estabilización de ingresos tributarios
Ámbito regional del gobierno		2001			
Período de gobierno de alcaldes		2002			Incremento de fondos de estabilización de ingresos tributarios
					Transparencia fiscal
Tasas de interés		2003			
Ley de acreditaciones		2004			

Latina, como Colombia, México o Perú, representan posibles directrices a seguir. CAPRD cuenta hoy con importantes fortalezas que, puestas en la dirección correcta, representan oportunidades para el desarrollo de sus economías.

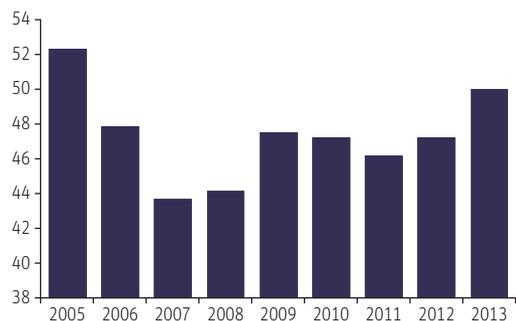
LOS NUEVOS RETOS DE UNA MAYOR COMPLEJIDAD FINANCIERA

Entre 2008 y 2013, los flujos de financiamiento externo hacia la región se incrementaron debido a una mayor liquidez en los mercados internacionales, los bajos costos de financiamiento y a la estabilidad que esta mantuvo en relación con las economías desarrolladas. Los patrones de estos flujos entraron bajo la modalidad de inversión extranjera directa (IED), por medio de créditos bancarios y, en algunos casos, inversión de cartera. El aumento de flujos internacionales de capital a CAPRD estuvo asociado con una acumulación de deuda externa (pública y privada) cuyo promedio pasó de 44% del PIB en 2008 a 50% en el 2013 (véase el Gráfico 3.1).

Si bien un mayor acceso a recursos externos pudiera resultar beneficioso (ya que puede complementar el ahorro interno y viabilizar la inversión en proyectos productivos), pudiera también incrementar la vulnerabilidad financiera, si ello conlleva a una toma excesiva de riesgos. Por ejemplo, una depreciación del tipo de cambio puede generar problemas de liquidez y solvencia en los sectores no transables que hayan acumulado pasivos en moneda extranjera, y comprometido su capacidad de cumplir sus obligaciones con otros sectores afectando así la cadena de pagos. Este ejemplo ilustra que para evaluar la vulnerabilidad financiera de la economía no solo es relevante determinar en qué sectores se está acumulando deuda, sino también los vínculos financieros entre ellos, ya que permitiría visualizar qué tan importante es un sector en la economía para el financiamiento de otro.

Una excesiva dependencia implica una mayor exposición a riesgos de insolvencia ocasionados por choques que afecten la fuente primaria de financiamiento. Por su parte, la posibilidad de contagio aumenta en la medida en que se incrementa la integración entre los sectores. Asimismo, las prácticas de gestión de la liquidez de los

GRÁFICO 3.1 CAPRD: deuda externa bruta (% del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Consejo Monetario Centroamericano.

Nota: Promedio simple de las razones de deuda a PIB de los países de CAPRD. Incluye pública y privada.

fondos comunes de inversión entre sectores pueden crear efectos de contagio si, por ejemplo, inversionistas “apalancados”, al afrontar exigencias de reembolso, se ven obligados a vender sus activos, potencialmente a un precio inferior al precio de mercado que surgiría en situaciones normales.

El presente capítulo ofrece un análisis preliminar de estas vulnerabilidades. Primero se analizan los balances sectoriales en CAPRD antes y después de la crisis. Posteriormente, se examinan las vulnerabilidades inherentes a los patrones de créditos y débitos entre los principales sectores de la economía y se exploran opciones para mitigarlas.

CAPRD EN BALANCES, EL ANTES Y EL DESPUÉS

Además de reflejarse en el incremento de la deuda externa, la entrada de flujos a los países de CAPRD tuvo efectos en la recomposición de los balances al interior de la economía. El efecto directo de la afluencia de los flujos del exterior se registró en el mayor nivel de pasivos externos. Sin embargo, al interior de la economía se produjo una gran variedad de operaciones entre los distintos sectores que se reflejaron en sus posiciones netas. Por esta razón, la economía en este capítulo se analiza a través de seis grandes sectores: el sector público, que incluye su componente financiero y no financiero; el sector privado formado por las empresas; el sector constituido por los hogares; el sector financiero; la autoridad monetaria; y por último, el sector externo, formado por no residentes¹. Cada uno de estos sectores de la economía cuenta con un balance de activos y pasivos que, al consolidarse, excluyendo el sector externo, forman el balance agregado de la economía.

El Gráfico 3.2 presenta la estructura de pasivos de los sectores antes mencionados para el país promedio de la región². Al comparar lo observado entre 2008 y 2013, se observan dos hechos que resaltan. Primero, los desbalances del sector público general han provocado una acumulación de deuda pública. Segundo, el sector privado acumuló pasivos externos, tanto de bancos como de empresas. Al respecto, para el país promedio de CAPRD, el sector público presentó un aumento de 13% del PIB, pasando de 42% a 55% del PIB, en promedio³. Asimismo, en el sector privado, los pasivos de la banca y las empresas crecieron en 9% y 20%, respectivamente. En el caso de la banca, el principal uso de los fondos captados ha sido la compra de activos del sector público⁴ que aumentó de 1,6% a 3,5% del PIB. Finalmente, las empresas expandieron sus

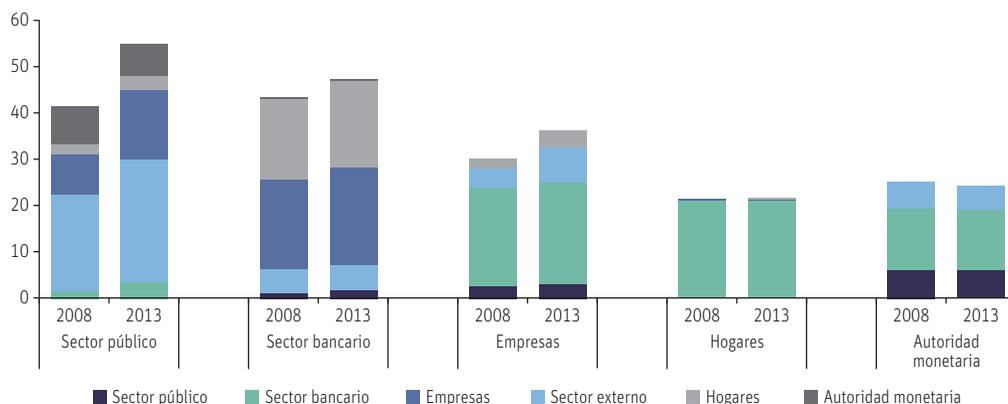
¹ Las sociedades financieras están consolidadas con la autoridad monetaria de acuerdo al manual de la encuesta monetaria del Fondo Monetario Internacional.

² Por cuestiones de limitación de cifras históricas para el análisis que se presenta en este capítulo, se excluye Belice.

³ Se considera la deuda del gobierno central, organismos del sector público no financiero y el sector público financiero. No considera a Belice.

⁴ Los pasivos del sector público en manos de la banca corresponden a los activos que la banca tiene con el sector público.

GRÁFICO 3.2 CAPRD: pasivos de los balances sectoriales % del PIB



Fuente: cálculos propios sobre la base de datos de los bancos centrales, SECMCA, FMI IIP y los Ministerios de Hacienda.

pasivos, con lo cual cubrieron sus necesidades operativas y de inversión en activos del sector público y bancario⁵.

Destaca también el reciente rol que el sector externo y las empresas han tenido para financiar al resto de la economía. Por un lado, al tomar en consideración las fuentes que componen los pasivos públicos, además de la captación externa, se observa una creciente participación del sector privado. De hecho, mientras que el crédito externo pasó de 20,8% a 26,7% del PIB, los valores públicos en manos de empresas crecieron de 9% a 15% del PIB, con lo cual continuó siendo la segunda fuente de financiamiento interno para el sector público (véase el Gráfico 3.2). Al igual que el sector público, el componente más importante para el aumento del pasivo de la banca fue la captación de fondos por medio de valores adquiridos por las empresas, el cual aumentó de 19% a 21% del PIB. En cambio, el financiamiento externo recibido por este sector se incrementó solo de 5,3% a 5,6% del PIB. Finalmente, a diferencia de los anteriores, el crecimiento del pasivo de las empresas que se observa en el Gráfico 3.2 se explica principalmente por líneas de financiamiento externo que subieron de 4,0% a 7,5% del PIB durante el período de estudio.

Por otro lado, existen dos condiciones que hacen que la salud financiera del sector privado sea relevante para la banca: en primer lugar, dado que se ha incrementado el financiamiento externo, si las empresas locales captaron recursos del exterior por medio de inversión de cartera de corto plazo, con su correspondiente depósito en los bancos del país (y por tanto, en moneda local), uno de los grandes riesgos que corren es que cambios repentinos en las condiciones de los mercados podrían requerir retiros súbitos, lo cual podría crear problemas de liquidez en el sector financiero nacional. En segundo lugar, variaciones en el tipo de cambio también pudieran provocar efectos

⁵ El balance del sector empresarial no permite visualizar la posición neta al interior del sector, toda vez que su balance es cero. Sin embargo, lo que aquí se visualiza es la posición del sector empresarial frente al resto de los sectores y, por tanto, sus pasivos reflejan demanda de las empresas por activos del sector público, bancario, etc.

en los balances en estas empresas si estas tuviesen un descalce de monedas. Sin embargo, es probable que hasta cierto punto las empresas estén diversificando estos riesgos, quizá por medio de la banca. Esto genera, a su vez, otro dilema pues los bancos locales al cubrir estos riesgos aumentan la exposición dentro del sector bancario.

En resumen, a partir de la afluencia de capital internacional a CAPRD emergieron varias tendencias. En primer lugar, el incremento en el endeudamiento externo atribuible principalmente al sector público y bancario, aunque tal vez lo más relevante fue el mayor papel del sector empresarial como receptor de flujos externos. Y, en segundo lugar, el acompañamiento que los flujos externos tuvieron junto a nuevas dinámicas de financiamiento al interior de la economía doméstica, destacando el papel incremental de las empresas como proveedoras de financiamiento al resto de la economía.

LOS VÍNCULOS SECTORIALES DETRÁS DEL TELÓN

Es claro que los balances financieros brindan información clave sobre la situación financiera de la economía, pero existen ciertas vulnerabilidades asociadas a las operaciones de crédito y débito que no son capturadas por los balances netos. La intensificación de las operaciones de financiamiento entre sectores pudiera estar ocasionando exposiciones a riesgos inherentes a la mayor interrelación entre agentes. La distinción entre balances netos y la evolución de créditos y débitos es relevante, en particular en el contexto de la mayor afluencia de financiamiento desde el exterior. En términos generales, la mayor liquidez observada pudo haber incentivado la formación de nuevos patrones de intermediación al interior de la economía. Esto puede haber inducido la creación de nuevos acuerdos financieros entre los participantes del mercado⁶, incrementando la exposición a los riesgos de sus contrapartes.

El conjunto de operaciones de débitos y créditos entre agentes de la economía se puede concebir como una red de flujos. Desde esta perspectiva, los créditos y los débitos representan vínculos intersectoriales que generan una red en la economía. Mientras mayor sea el número de créditos y débitos entre sectores, mayor integración entre sus miembros y por lo tanto, cada agente se encuentra expuesto a los riesgos y problemáticas de sus contrapartes. La conveniencia de representar los flujos como una red reside en la facilidad con la cual es posible examinar el grado en que se encuentran enlazados los sectores de la economía y extraer de ello aquellas vulnerabilidades a las que se exponen.

Cabe señalar que es posible capturar dos tipos de vulnerabilidades a partir de los flujos de créditos y débitos. El primero surge de la asignación de las operaciones de financiamiento e inversión y la frecuencia en la que estas ocurren. A través de ello se revela información sobre concentración de flujos entre sectores que pudieran derivar en problemas de insolvencia o iliquidez en caso de

⁶ Con la finalidad de ampliar la rentabilidad de los flujos externos por medio de intermediación financiera, la banca creó y utilizó nuevos instrumentos como títulos bursatilizados, garantías, notas de crédito, fondos mutuos o reportes colateralizados con otros instrumentos. Estos valores han sido adquiridos, a su vez, por el sector privado y reutilizados en forma de inversiones financieras.

choques que afecten los patrones de flujos. La segunda variedad de vulnerabilidades se asocia al uso de los flujos en múltiples operaciones secundarias y los riesgos de contagio inherentes a estructuras de flujos más complejas⁷.

Dentro de la red de operaciones de créditos y débitos, repetidas transacciones entre algunos sectores implican una mayor concentración de flujos en un sector particular. Esta situación representa una vulnerabilidad para la red, ya que en caso de haber un evento adverso en un sector con alta concentración, la reducción sustantiva en los flujos afectaría de manera importante el financiamiento del resto de la economía⁸. Además, los vínculos entre sectores permiten visualizar si un sector en la economía es clave para el financiamiento de otro. De este modo, una alta concentración implica una mayor exposición a riesgos de insolvencia ocasionados por choques que afecten la fuente primaria de financiamiento.

Por otro lado, el aumento de los vínculos de financiamiento e inversión puede acarrear riesgos asociados a la mala gestión de activos y de contagio. Al igual que los fondos bancarios, en los cuales una suma de depósitos se convierte en múltiples contratos de crédito, los flujos intersectoriales replican este comportamiento, pues al entrar a un sector se fragmentan y se vuelven parte de otras operaciones intra e intersectoriales. Este uso de los flujos es positivo siempre que tiene efectos multiplicativos al incrementar la oferta de fondos prestables en la economía. Sin embargo, cuando estos flujos no se encuentran correctamente respaldados o regulados, eventos adversos podrían generar efectos multiplicadores pero a la inversa; en otras palabras, podrían diseminar rápidamente el choque, ampliando los efectos negativos a todos los sectores de la economía.

La magnitud con la cual CAPRD se encuentra expuesta a estos riesgos depende de la dinámica de los flujos de créditos y débitos entre sectores. La dinámica de los flujos en el tiempo y entre sectores cuantifica de dónde y hacia dónde se han dirigido los fondos, así como el volumen de las operaciones de financiamiento entre sectores. La siguiente sección se enfoca en describir las principales características de la red de flujos de CAPRD y cuantificar el grado de exposición a estas vulnerabilidades.

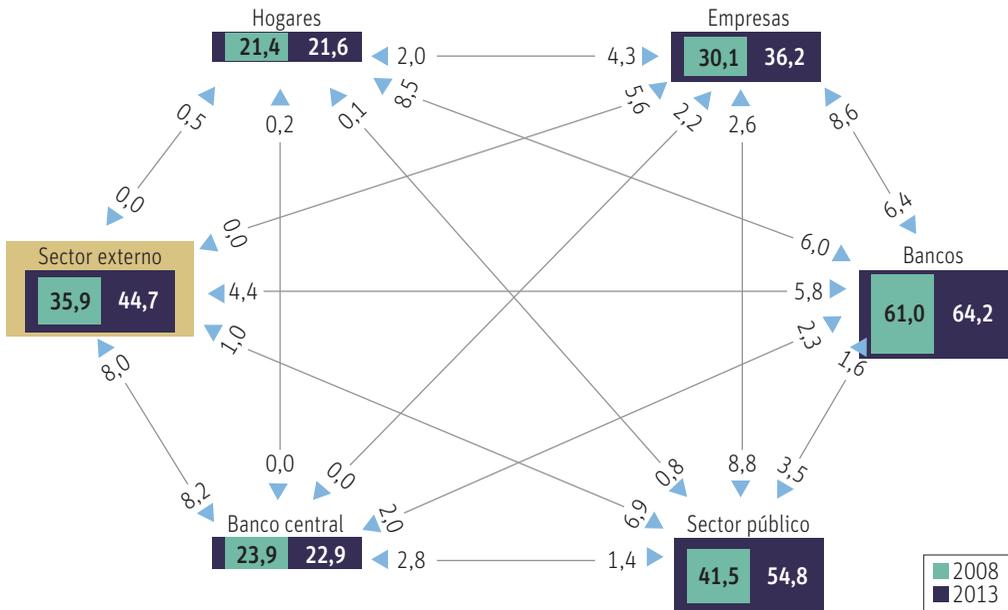
LOS FLUJOS EN CAPRD: RETOS Y OPCIONES DE POLÍTICA

Los flujos de fondos entre los sectores de la economía entre 2008 y 2013 están representados en el Gráfico 3.3 para el país promedio en CAPRD. Los recuadros indican el nivel de los pasivos en esos dos años, mientras que las flechas muestran los flujos de créditos y débitos entre

⁷ Un ejemplo de esto es el uso por parte del sector privado financiero y no financiero de nuevos instrumentos y mecanismos de financiamiento e inversión no cubiertas por la regulación prudencial y que quizá no estén respaldadas adecuadamente.

⁸ Esta relación de concentración se vincula normalmente con medidas de centralidad. Los efectos que un choque adverso en los sectores con alta centralidad tendrían sobre el resto de la red han sido explorados, por ejemplo, en Allen y Gale (2000), Babus (2014), Acemoglu (2012), Acemoglu *et al.* (2013) y Elliot *et al.* (2014).

GRÁFICO 3.3 Flujos de financiamiento promedio CAPRD 2008–2013 (% PIB)



Fuente: cálculos propios con información de bancos centrales, Ministerios de Finanzas, SECMCA y FMI.
Nota: las sumas netas podrían variar debido al redondeo de valores.

sectores durante el periodo comprendido entre esos años. El diagrama muestra cómo mientras la mayoría de los balances no presentaron variaciones significativas, el volumen de créditos y débitos ha sido importante.

A partir de la información mostrada en el diagrama de flujos, se extraen los siguientes patrones en CAPRD:

- Las empresas fueron en la región un receptor neto de financiamiento.** Entre 2008 y 2013, este sector recibió un promedio (neto) de 6,1% del PIB. De esta cifra, el 36% provino de la banca al sumar créditos netos por 2,2% del PIB. Por su parte, los flujos brutos del exterior destinados a financiar empresas se duplicaron prácticamente entre 2008 y 2013, representando 5,1% del PIB. Cabe destacar que el financiamiento externo fue por medio de contratos o acuerdos comerciales, y solo en países con sistemas financieros más integrados, como Panamá, se presentó como inversión de cartera.
- El sector público del país promedio de CAPRD incrementó su deuda neta.** Entre 2008 y 2013, los flujos netos al sector público contabilizaron cerca del 13,3% del PIB⁹, con lo cual sus pasivos se incrementaron de 41,5% a 54,8% del PIB. Hasta antes de 2010, los

⁹ Cabe destacar que este patrón no ha sido uniforme: por ejemplo, Nicaragua ha tenido flujos netos negativos dentro de este período; sin embargo, en el resto de los países este sector resalta como receptor neto de flujos.

países de la región distribuían sus pasivos entre líneas de crédito bancario, instrumentos de mercado local y financiamiento de organismos financieros internacionales. A partir de 2010, si bien el mercado local continuó siendo el principal proveedor de flujos, el sector público absorbió, en promedio, alrededor de 6,9% del PIB¹⁰ desde el exterior, cifra equivalente al 24,7% del crédito externo, ya fuera en la forma de asistencia oficial para el desarrollo, otros acuerdos crediticios¹¹ o inversión de cartera¹².

- c. **El sector bancario fue prestamista neto en la economía.** Para financiar sus operaciones, los bancos recibieron flujos del exterior de 5,8% del PIB en promedio, lo cual correspondió al doble del patrón observado antes de la crisis. No obstante, el mercado local continuó siendo la principal fuente de financiamiento: las empresas depositaron 6,4% del PIB, los hogares cerca del 6%, la autoridad monetaria 2,3% y el sector público 1,6%. La colocación de valores en los mercados locales fue el principal mecanismo de captación de fondos para este sector. Además, el crédito interbancario se convirtió en una fuente recurrente para solventar las necesidades asociadas a pagos de corto plazo¹³. Por otra parte, el crédito otorgado por la banca al resto de la economía sumó 29% del PIB, el cual fue colocado principalmente en las empresas (8,5% del PIB) y los hogares (8,6% del PIB).

Asimismo, en el país promedio de CAPRD se observó una importante concentración de flujos en los sectores bancario y público¹⁴. El primer caso resulta bastante evidente, ya que la banca en su papel de intermediario financiero canaliza un número importante de flujos a los distintos agentes de la economía. La importancia del sector público está asociada al papel que desempeña el gobierno como proveedor de activos seguros a la banca y al resto del sector privado. Se agregan las actividades de la banca pública¹⁵, que replican el rol de intermediario de la banca privada, pero a menor escala. De hecho, el índice de importancia relativa confirma la alta importancia de estos dos sectores¹⁶. El índice se extrae a partir de la información de los créditos y débitos, el

¹⁰ Aquí se toman en consideración los flujos brutos del exterior hacia la región.

¹¹ Incluyen préstamos, cartas de crédito, acuerdos de compra y venta de bienes o servicios documentados en la cuenta financiera de la balanza de pagos como "otro financiamiento".

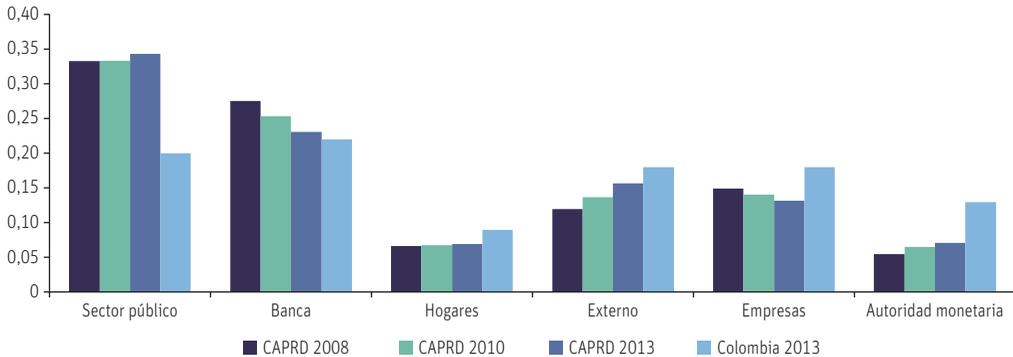
¹² Los flujos de naturaleza más volátil, como la inversión de cartera, fueron captados por aquellos países con acceso a los mercados. En cambio los esquemas de financiamiento distintos a la inversión de cartera permanecieron vigentes en todos los países de la región.

¹³ El crédito interbancario presentó también mayor actividad. Sin embargo, esto no es observable por medio del balance agregado de la banca. En promedio, a partir de 2009 la región hizo uso del crédito bancario 3.5 veces más que entre 2008 y 2009.

¹⁴ La cuantificación de concentración de flujos utiliza la metodología de redes, para abundar en ella revisar el Anexo II.

¹⁵ La banca pública es relativamente pequeña en CAPRD, por ejemplo, los pasivos en el país promedio de CAPRD son inferiores a 3,5% del PIB; en flujos, la cifra de sus créditos es menor a 1% del PIB.

¹⁶ Un sector con gran importancia relativa dentro del sistema de flujos tomaría valores del índice cercanos a 1, mientras que entre menos importante, estaría más cercano a cero.

GRÁFICO 3.4 Importancia relativa CAPRD

Fuente: estimaciones propias a partir de la matriz de flujos promedio de la región.

Nota: alta importancia relativa tomaría valores cercanos a 1, mientras que baja importancia relativa corresponde a números cercanos a 0.

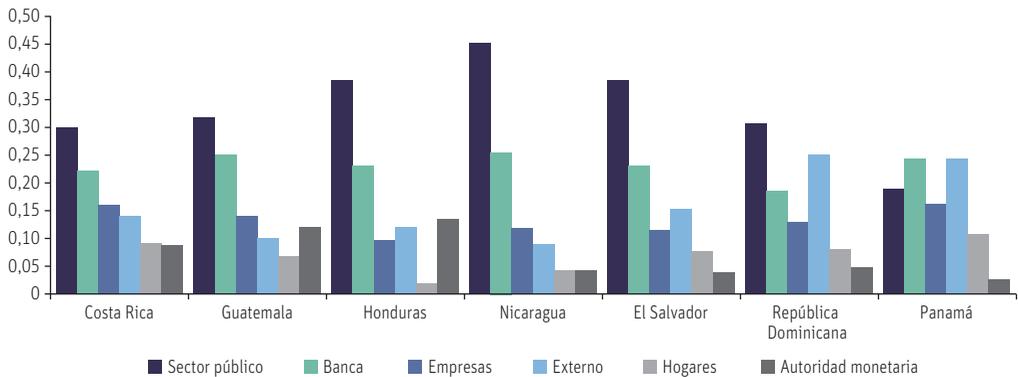
número de vínculos y el volumen de operaciones, y asigna a un sector mayor importancia relativa (o sistémica), mientras más intervenga en transacciones de crédito y débito. El Gráfico 3.4 muestra la evolución entre 2008 y 2013 de este indicador para el país promedio de CAPRD. Para fines comparativos, el gráfico incluye Colombia¹⁷. Colombia resulta un buen referente regional, pues es un país cuyo sistema financiero se ha desarrollado de manera importante en la última década. Además, ha llevado a cabo importantes medidas de consolidación fiscal y reformas prudenciales. Bajo este contexto, como se observa en el Gráfico 3.4, la estructura de flujos actual de CAPRD apunta a una sobresaliente concentración en el sector público y financiero. En cambio, Colombia, con la excepción de los hogares, muestra una importancia sistémica relativamente más uniforme entre sectores. Sin embargo, hay que destacar el hecho de que el sector bancario en CAPRD ha tendido a disminuir su importancia sistémica, encontrándose cercano al valor registrado para Colombia en 2013. El mismo gráfico también revela algunas diferencias entre la región y Colombia. Un ejemplo de ello es la gran importancia sistémica que tiene el sector público en CAPRD en comparación con Colombia. Como se muestra en el Gráfico 3.5, esta situación es más acentuada en países con mercados financieros y de capital¹⁸ menos desarrollados, como lo son Honduras y Nicaragua. El único país de la región con importancia del sector privado similar a otros sectores es Panamá, lo cual es consistente con los alcances que estos tienen para acceder al crédito y las inversiones¹⁹.

Finalmente, un indicador adicional se extrae de los flujos y corresponde a la facilidad con la que un choque negativo se disemina al resto de la economía. Al respecto, se encuentra que

¹⁷ Toma en consideración información de flujos entre 2012 y 2013.

¹⁸ Se refiere a la ausencia de mecanismos/instrumentos de intermediación no bancarios (mercado de valores, principalmente).

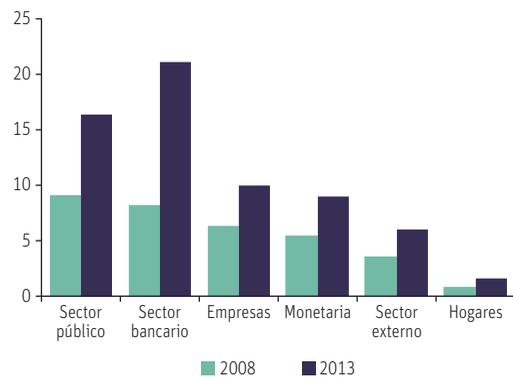
¹⁹ El índice consiste en un promedio ponderado de tres medidas conocidas como de centralidad. Para mayor información en relación con estas medidas, véase el Anexo II. El índice va de cero a cien, donde cero representa que no hay probabilidad de contagio y cien, contagio seguro.

GRÁFICO 3.5 Importancia relativa por país

Fuente: estimaciones propias a partir de la matriz de flujos de cada país.

Nota: alta importancia relativa tomaría valores cercanos a 1, mientras que baja importancia relativa corresponde a números cercanos a 0.

la intensificación de las operaciones de crédito y débito ha inducido una mayor propensión a la transmisión de choques negativos. Como se mencionó con anterioridad, la captación de flujos inicial por algún sector suele utilizarse en subsiguientes operaciones con otros agentes de la economía, incrementando los lazos intra e intersectoriales. Para medir como esto genera una mayor propensión al contagio de choques negativos, se usa un indicador que permite cuantificar si los flujos han sido transferidos múltiples veces entre sectores²⁰. Según este índice, para CAPRD, todos los sectores de la economía incrementaron, en promedio, su propensión a ser afectados por un choque en casi el doble (véase el Gráfico 3.6). Entre 2008 y 2013, destaca el incremento en el sector bancario que prácticamente triplicó su exposición al contagio. De igual forma, el indicador confirma que los sectores más interrelacionados están más expuestos al contagio, seguidos por los sectores con mayor número de vínculos con los sectores de importancia sistémica²¹.

GRÁFICO 3.6 Índice de propensión al contagio

Fuente: estimaciones propias a partir de la matriz de flujos promedio de la región.

Nota: índice, 0 representa menor posibilidad de contagio y 100, mayor.

²⁰ El índice aproxima el número de veces que un flujo de financiamiento es usado en operaciones secundarias por los sectores antes de regresar al sector que lo originó.

²¹ En otras palabras, la velocidad de contagio de un sector se incrementa cuando este se encuentra más vinculado con el sector bancario y el sector público.

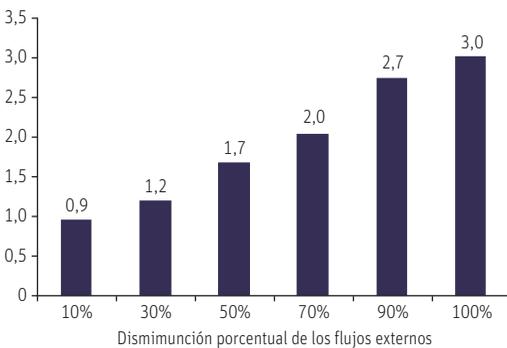
VULNERABILIDADES... LOS EFECTOS DE CHOQUES EN LOS FLUJOS EXTERNOS

El impacto para CAPRD que estos niveles de concentración de flujos y propensión al contagio tienen, se puede analizar por medio de una prueba de estrés sobre la red de flujos. Esta prueba consiste en reducir los créditos que la economía interna recibe del sector externo, desde su nivel actual a aquel que prevalecía en 2008 (véase el Recuadro 3.1 para más detalles)²². Tras esta reducción abrupta de flujos, todos los sectores que normalmente se financian con recursos del exterior se ven afectados. Bajo el supuesto de que los agentes económicos no ajustan sus necesidades de financiamiento fácilmente, la demanda de crédito doméstico se incrementaría. Puesto que el sector bancario es el principal proveedor de financiamiento interno y no puede captar recursos del exterior, solicita fondos a la autoridad monetaria, mientras que también reduce, en algún grado, sus líneas de crédito al sector privado. De este modo, es el mismo sector público quien termina absorbiendo estos faltantes al proveer recursos a la economía (por ejemplo, a las empresas por medio de la banca pública). El Gráfico 3.7 muestra el costo fiscal en el que se incurriría de reducir los flujos externos en distintos porcentajes²³, que van desde el 10% hasta el 100%. Como ahí se indica, la prueba de estrés sugiere que el costo fiscal para que la red continúe funcionando sería entre 0,9% y 3,0% del PIB.

Los resultados de la prueba de estrés también apuntan a que los principales canales de transmisión serían los sectores bancario y público. En primer lugar, estos son muy relevantes al contabilizarse el porcentaje del costo fiscal atribuible a las operaciones de créditos y débitos entre

todos los sectores. Tan solo las operaciones entre estos dos sectores explican cerca del 28% del costo total (véase el Gráfico 3.8). Otro 37,8% es generado por los múltiples lazos que el sector bancario tiene con el resto de la economía. Un 12% proviene de los niveles de dependencia de otros sectores con el gobierno, mientras que el 17% se debe a la relación entre la autoridad monetaria con el sector externo y 5,2% a la interrelación que existe entre el resto de los sectores. De esta forma, al acumular los costos atribuibles a cada sector, sin traslapar operaciones, además de los sectores público y bancario, destaca el rol que las

GRÁFICO 3.7 Costo fiscal después del choque
(% del PIB)



Fuente: estimaciones propias a partir de simulación usando la matriz de flujos promedio de la región.

²² El ejercicio se replica para el caso en donde se reducen los flujos solo el 90% de este primer escenario. Posteriormente, la réplica se extiende hasta el 10%.

²³ La reducción de 100% representa un choque que lleva los flujos externos a los niveles previos a la recesión, mientras que el 10% representa la contracción de los flujos de solo 10%.

empresas tienen, acumulando cerca del 15% del costo total (véase el Gráfico 3.9).

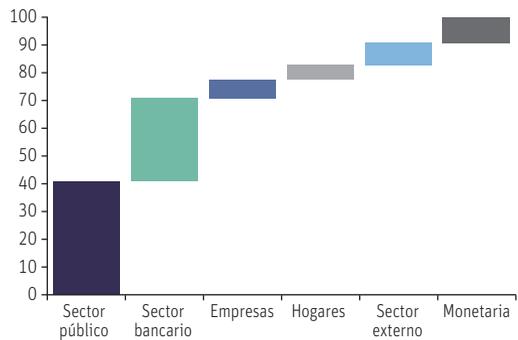
En contraste, una segunda prueba de estrés, muestra que los costos de una contracción en el financiamiento externo pudieran ser menores al reducir los niveles de concentración entre sectores (Gráfico 3.10). Esta segunda prueba de estrés consiste en la simulación de créditos y débitos entre sectores hasta obtener una red nueva que implique un costo fiscal menor (para más detalles, véase el Anexo II). En esta nueva red, la conformación de las actividades financieras entre sectores se ajusta de tal forma que al experimentarse una contracción en los flujos externos, los patrones de crédito y débito al interior de la economía son capaces de solventar un mayor porcentaje de las necesidades de financiamiento. Al mejorar la capacidad interna para responder al choque, los costos para el sector público se reducen. Tres lecciones resultan de esta última prueba de estrés: primero, transitar hacia un patrón de flujos con menos concentración permite distribuir los choques de manera más uniforme entre los sectores reduciendo los costos directos al sector público. Por lo tanto, el incremento uniforme en los débitos y créditos entre todos los sectores permite aminorar la concentración y mitigar los efectos de un choque externo negativo. Segundo, se confirma la importancia sistémica del sector bancario y, por ello, la importancia de un buen monitoreo y regulación que reduzcan sus vulnerabilidades. Finalmente, si aumentasen los flujos externos, se incrementaría la relevancia de la autoridad monetaria como agente que salvaguarda la estabilidad del sistema. Esto último refleja

GRÁFICO 3.8 Descomposición del choque: por vínculo entre sectores (% del Costo)



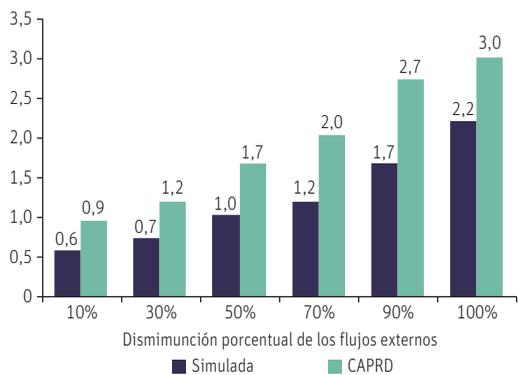
Fuente: estimaciones propias a partir de simulación, usando la matriz de flujos promedio de la región.

GRÁFICO 3.9 Costo fiscal después de la reducción de flujos externos (% del total)



Fuente: estimaciones propias a partir de simulación, usando la matriz de flujos promedio de la región.

GRÁFICO 3.10 Costo fiscal después del choque: actual y simulada (% del PIB)



Fuente: estimaciones propias a partir de simulación, usando la matriz de flujos promedio de la región.

RECUADRO 3.1 PRUEBA DE ESTRÉS: EL CHOQUE A LOS FLUJOS PROVENIENTES DEL EXTERIOR

La estructura de flujos se somete a un choque que reduce la disponibilidad del financiamiento externo hasta niveles como los observados antes de la recesión. Se utiliza la información de flujos y balances de 2008 como punto de partida al ser el momento en el cual los mercados financieros comenzaron a mostrar signos de inestabilidad. Hasta antes del último trimestre de 2008, las condiciones financieras se mantenían en relativa normalidad, y solo fue hasta después de la caída de Lehman que estas entraron en estrés.

La prueba de estrés asume que, tras el choque, cada sector mantiene sus necesidades de financiamiento sin ajuste. Puesto que cada sector está enlazado con otro por medio de sus débitos y créditos, el choque se propaga simultáneamente a todo aquel miembro que haya recibido flujos del exterior. El análisis sugiere que los efectos del choque se diseminan principalmente a través del sector bancario, pues este tiene vínculos con cada uno de los otros sectores. Sin embargo, el choque generaría una dinámica análoga iniciando desde el sector privado o público cuando se contrae la inversión de portafolio en la economía.

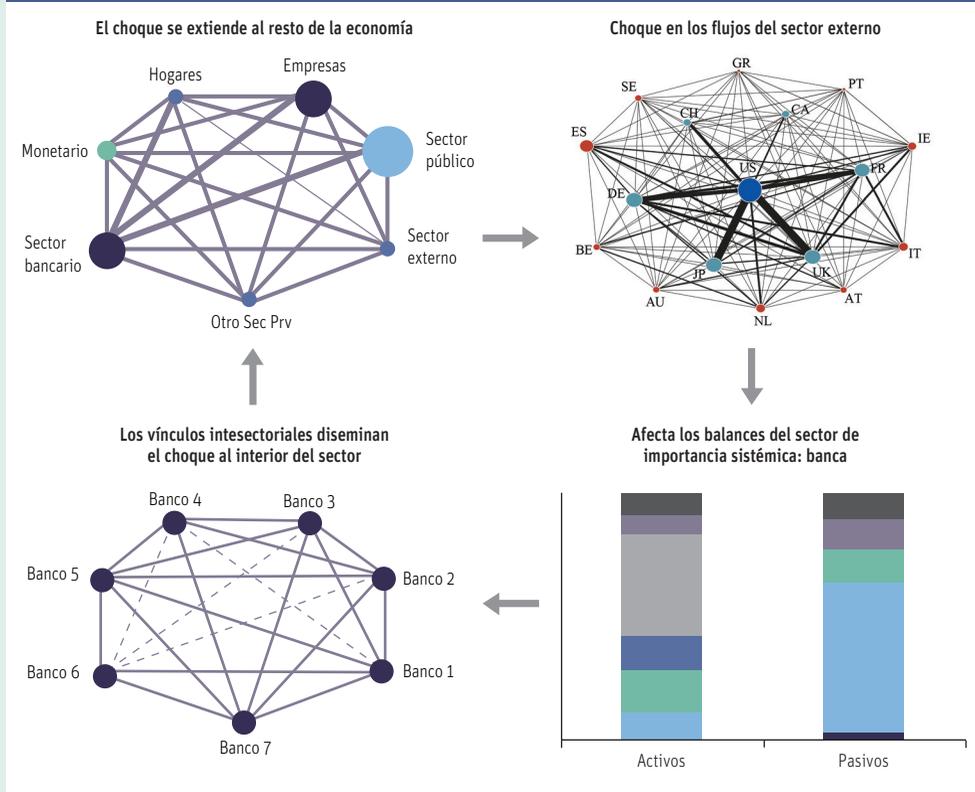
La dinámica con la cual el contagio tiene lugar podría ser la siguiente: tras el choque, el sector bancario se ve obligado a reducir el crédito a la economía como resultado de la contracción del financiamiento externo. Al mismo tiempo, el sector público ve restringidas las fuentes externas de fondos y traslada sus necesidades al sector bancario. Mientras tanto, el sector privado acude, como normalmente lo hace, a la banca para obtener líneas de crédito. Esto continúa ocurriendo hasta que este último no consigue solventar la demanda. Para intentar cubrir la demanda, la banca primero acude al crédito interbancario y luego a la autoridad monetaria para conseguir fondos, pero solo hasta ajustar su balance. Cuando esto ocurre, el sector privado recurre a la banca pública. Para compensar estos faltantes, los bancos públicos incrementan sus líneas de crédito no sin antes acceder a financiamiento de la autoridad monetaria o transferencias del gobierno central. Estos efectos son mayores cuando los flujos han sido transferidos múltiples veces entre sectores, ya sea en la forma de créditos o inversiones. En cualquier caso, debido a la alta dependencia en el sector público, los faltantes recaen ultimadamente en él.

(continúa en la página siguiente)

el importante papel que la autoridad monetaria cumple como gerente de los activos externos netos en la economía²⁴.

Introducir regulación macroprudencial en el sector financiero es una forma efectiva de atenuar las vulnerabilidades asociadas a la concentración de flujos en este sector. En relación con la dimensión multisectorial, la tarea consiste en identificar al interior de cada sector instituciones de importancia sistémica (relativa) e implementar medidas que reflejen el grado con el cual podrían afectar la estabilidad del sistema. Existen varios criterios que pueden utilizarse para identificar estas instituciones de alta importancia relativa, siendo las medidas de concentración de flujos una de ellas. El enfoque macroprudencial indica que para reducir la concentración de flujos es necesario permitir a

²⁴ Esto se lograría si el sector externo incrementa su importancia sistémica aproximadamente en la misma magnitud que la autoridad monetaria.

GRÁFICO R3.1 La propagación de un choque a los flujos del exterior

otros agentes de la economía contar con acceso a mecanismos directos de financiamiento e inversión, mientras que para mitigar los riesgos derivados de la multiplicación en las transacciones financieras son necesarias medidas de vigilancia y adecuación de capital²⁵. Lo anterior sugiere que se requiere contar con reglas estrictas en materia de reservas de capital, incluso para el sector privado no financiero que, en parte, se encuentran dentro de los acuerdos de Basilea. CAPRD podría hacer uso de la experiencia de otros países como Colombia, Perú y México para delinear directrices que aborden estos retos (véase el Recuadro 3.2 y el Anexo II).

²⁵ El financiamiento con capital (en oposición a la deuda) representa un estabilizador natural, toda vez que su valor se ajusta de manera automática después del choque. Este resultado sugiere que se deben evitar políticas que den ventajas fiscales o regulatorias a la deuda sobre el capital.

RECUADRO 3.2 MEDIDAS PRUDENCIALES EN COLOMBIA, MÉXICO Y PERÚ

En América Latina, Colombia, México y Perú se han visto beneficiados tras la implementación de normas de porte prudencial. Al igual que en otros países receptores de flujos, en estos tres países, los efectos de la crisis reciente generaron importantes cambios en los patrones de flujos y, por ende, en los balances sectoriales. Sin embargo, hasta el momento han sido capaces de responder adecuadamente a ellos.

CAPRD podría reducir vulnerabilidades al implementar medidas similares como las ejecutadas en estos países. Para diluir la concentración, se ha promovido la creación de sociedades no bancarias con servicios de intermediación de objeto limitado (Sofol), donde a los bancos no se les permite incursionar. Su objetivo es proveer al sistema financiero de instituciones que incrementen las alternativas y los flujos de financiamiento de los agentes económicos. Entre estas sociedades, se encuentran las hipotecarias, las instituciones de crédito educativo, de crédito al hogar o de crédito a micro y pequeñas empresas.

Por otra parte, para reducir los riesgos de contagio y sus efectos fiscales, es importante contar con regulación prudencial en materia de banca internacional y la repatriación de capitales. Al respecto, en México se ha requerido a la banca internacional que se establezca como filial y no como sucursal, minimizando la salida de recursos hacia la matriz. Además, en Colombia, Perú y México la adopción gradual de los principios de Basilea I y II ha probado su beneficio al contar hoy con altos niveles de capital regulatorio. Cabe destacar que hasta la fecha, CAPRD no se encuentra muy alejado de los niveles sugeridos por Basilea en cuanto a adecuación de capital. Sin embargo, es importante que la región vaya asimilando los acuerdos de Basilea para reducir las vulnerabilidades del sistema

(continúa en la página siguiente)

Otro factor adicional que debe considerarse es el crecimiento que el crédito interbancario ha tenido en CAPRD, que puede ser un amplificador de choques. El mercado interbancario es un mecanismo importante de distribución de excedentes de liquidez entre las entidades financieras, ya que puede proveer cobertura frente a las dificultades que puedan presentar los participantes para cumplir con sus obligaciones de corto plazo²⁶. Su correcto funcionamiento es importante para garantizar que los intermediarios financieros puedan acceder a fuentes de liquidez, así como para permitir el acceso de hogares y empresas a un flujo de financiamiento. No obstante, como se observó durante la crisis financiera de 2008–09, un choque a alguno de los participantes del mercado interbancario puede afectar el patrón de flujos, reducir disponibilidades e interrumpir la provisión de liquidez, en particular a las entidades más afectadas. Además, las entidades de mayor tamaño tienden a financiarse con un mayor número de acreedores que las pequeñas, por lo que estas últimas serían más vulnerables ante choques que afecten el sistema bancario²⁷.

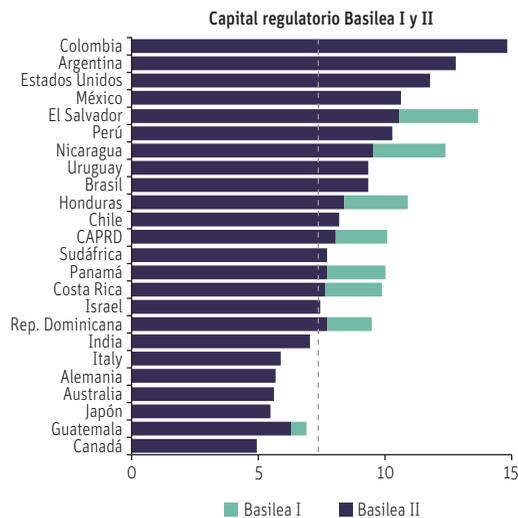
Por otra parte, dada la relevancia que el sector público tiene en CAPRD, el sano manejo de los pasivos del gobierno es clave para reducir vulnerabilidades en la economía. En el marco de la propuesta multisectorial, las autoridades deben reconocer que la política fiscal forma parte integral

²⁶ Bhattacharya y Gale (1985), Freixas *et al.* (2010), Acharya *et al.* (2012).

²⁷ Allen y Gale (2000).

financiero en general. La agenda de mitigación de riesgos no es estática y por ello, es preferible un monitoreo permanente de las condiciones del mercado. Por esta razón, tanto Colombia, Perú como México se encuentran en proceso de mejorar aquellos criterios de regulación financiera con la finalidad de extenderlos al ámbito macroprudencial multisectorial, más adecuado a la realidad posterior a la crisis financiera. El Gráfico R3.2 señala algunos de estos elementos.

GRÁFICO R3.2 Adecuación de capital y esquemas de reformas



Fuente: Bancos Centrales y *Financial Soundness Indicators* del FMI.
 Nota: la línea oscura punteada señala el nivel mínimo sugerido en Basilea II.

Basilea II y esquema macroprudencial

Política prudencial	Ejemplo de reforma
Marco microprudencial: Basilea II mejorado	Aumento de la cantidad y mejora de la calidad del capital Urgente necesidad de adecuados requerimientos de capital en la cartera de negociación Mejora de la gestión de riesgos y de la divulgación Introducción de un coeficiente de apalancamiento complementario a las medidas ponderadas por el riesgo Tratamiento del riesgo de crédito de contraparte planteado por los derivados extrabursátiles (OTC)
Enfoque macroprudencial	Tratamiento de la estabilidad a lo largo del tiempo (prociclicidad) <ul style="list-style-type: none"> • Requerimientos de capital anticíclicos y provisionamiento dinámico • Reglas de conservación del capital para mantener mayores excedentes de capital Tratamiento de la estabilidad a lo largo del tiempo (enfoque sistémico) <ul style="list-style-type: none"> • Requerimiento de capital adicional y sistémico en instituciones financieras de importancia sistémica • Identificación de interconexiones y exposiciones comunes en todas las instituciones financieras • Vigilancia sistémica de los derivados OTC (infraestructura de las entidades de contrapartida central)

de un marco de estabilidad financiera general. De igual modo, en los países de CAPRD el sector público es el mayor actor del mercado financiero de la economía nacional y sus pasivos en moneda local son fuente y referencia de las tasas de interés libres de riesgo en sus sistemas financieros. Por estas razones, los gobiernos deben tomar en cuenta los efectos de la política fiscal sobre la estabilidad del sistema financiero. En concreto, la política fiscal debe tener una orientación contracíclica, tomando en cuenta la necesidad de mantener excedentes fiscales en los buenos tiempos que permitan responder a tensiones del sistema financiero.

CONCLUSIONES

En los años posteriores a la crisis financiera reciente, la convergencia de diversos factores, tanto internos como externos, predeterminó en muchos sentidos el desempeño económico de CAPRD, una región cada vez más abierta a los mercados internacionales. En esos años, la región experimentó un importante auge en la captación de flujos de financiamiento desde el exterior. Son estos flujos, así como los potenciales choques externos, determinantes importantes del comportamiento de las principales variables macroeconómicas. Desde esta perspectiva, sus efectos se convierten en un reto constante de política para las autoridades económicas.

No cabe duda de que la entrada de fondos del exterior ha sido beneficiosa, y mientras que en balances la economía no se ha deteriorado notablemente, una gestión inadecuada de los flujos intersectoriales pudiera derivar en inestabilidad. Asimismo, la mayor liquidez resultante de los flujos ha inducido una mayor actividad en las operaciones de créditos y débitos entre los participantes del mercado y con ellos, la aparición de ciertas vulnerabilidades que no son evidentes en los balances. Al respecto, el análisis presentado muestra que la afluencia de fondos del exterior modificó efectivamente los patrones de crédito y débito en toda la economía de la región, derivando en algunos casos, en condiciones de vulnerabilidad. Estas vulnerabilidades, asociadas a la intensificación de operaciones de financieras y a la presencia de sectores con alta importancia sistémica, podrían conducir eventualmente a desbalances y, en última instancia, diseminar sus efectos negativos al resto de la economía.

Las lecciones de este capítulo sugieren que la intensificación de las relaciones financieras entre sectores deberían ir acompañadas de una agenda multisectorial. La dimensión multisectorial permitiría obtener resultados coordinados y enfrentar aquellas vulnerabilidades que pudieran conducir a escenarios de inestabilidad y aversión al riesgo. Además, con un marco de política como este, los países de la región se beneficiarían al otorgar mayor confianza a los inversionistas, contribuyendo a mejorar la calidad crediticia. La agenda de políticas en CAPRD debería ampliar el horizonte de alcances, de tal forma que se internalice que los desequilibrios en un sector particular pueden tener efectos sobre el resto de la economía.

IV

¿SI LOS VIENTOS A FAVOR CAMBIAN?: ESCENARIOS DE CRECIMIENTO PARA LA REGIÓN

Las perspectivas para CAPRD han mejorado como consecuencia de la recuperación en Estados Unidos y la caída de los precios del petróleo. Así, se espera que el mejor desempeño de la economía de este país, principal socio comercial de la región, impacte favorablemente sus exportaciones y los flujos de remesas hacia CAPRD. A su vez, dado que la región es importadora neta de petróleo, se prevé que la reducción en su precio tenga también efectos positivos en la medida que contribuya a una mejora en el balance de cuenta corriente y disminuya las presiones inflacionarias¹. Este contexto de bajos precios presenta también una oportunidad para reducir subsidios energéticos y con ello, mejorar la posición fiscal.

A pesar de estas perspectivas positivas, aún permanecen algunos riesgos que deben tomarse en cuenta. En particular, el retiro del estímulo monetario de Estados Unidos podría generar una mayor volatilidad en los mercados de capitales y un incremento en el costo de los recursos externos los cuales han registrado una importancia creciente en la cobertura de las necesidades de financiamiento de la región. La historia reciente nos muestra que en episodios de turbulencia financiera, los inversionistas pueden cambiar súbitamente su aversión al riesgo y buscar refugio en activos de economías más seguras (fenómeno denominado *flight-to-quality*) con importantes repercusiones para los mercados emergentes². Como se observa en el panel A del Gráfico 4.1, los aumentos en la volatilidad financiera (medidos por el índice de volatilidad VIX³) registrados durante episodios de crisis tienden a estar acompañados por un incremento de la prima que deben pagar los mercados emergentes sobre la tasa de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos para obtener financiamiento en los mercados. La creciente integración de la región a los mercados de capital la

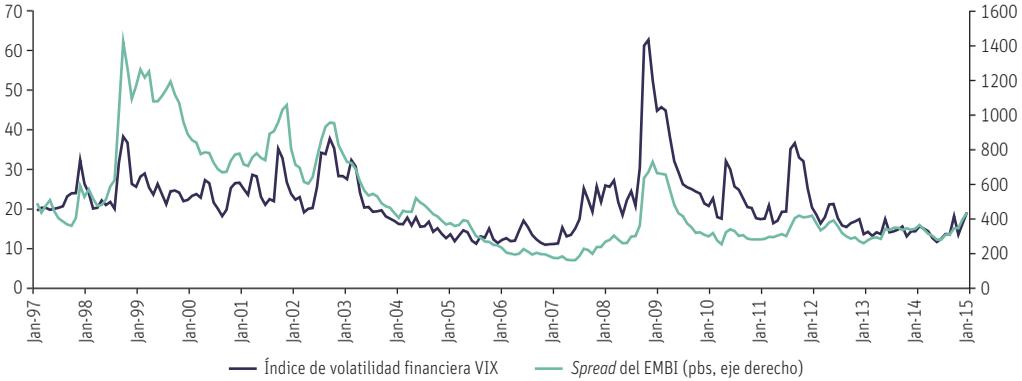
¹ Lo cual permitiría a los bancos centrales un mayor margen de política.

² Véase, por ejemplo, Calvo (1999) para una formulación teórica de cómo las asimetrías en la información por parte de los inversionistas pueden generar reversiones en flujos de capital a los mercados emergentes por factores no relacionados con sus fundamentos económicos.

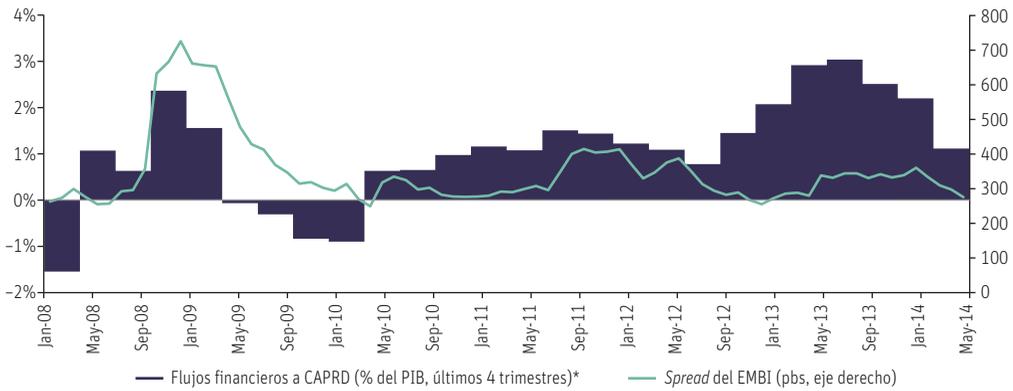
³ El VIX es un indicador que mide la confianza de los inversionistas en los mercados de capital.

GRÁFICO 4.1 Choques financieros y flujos de capital

A. Volatilidad financiera y el costo de financiamiento externo



B. Flujos de capitales a la CAPRD



Fuente: Bloomberg y fuentes nacionales.

Nota: *corresponde a la cuenta financiera menos los flujos de inversión extranjera directa.

expone a este tipo de riesgo, tal como ocurriera durante la crisis financiera internacional (véase el Gráfico 4.1, panel B).

Por otro lado, existe también incertidumbre sobre la persistencia del abaratamiento del petróleo, dados la inestabilidad política en varios de los principales productores de este bien y la posible respuesta de estos a menores ingresos. Finalmente, no puede descartarse la posibilidad de que el débil desempeño de otras zonas económicas en el mundo (en particular Europa) afecte al crecimiento en Estados Unidos y, por ende, a la región.

Dado este contexto, cabe preguntarse qué impacto podrían tener sobre el crecimiento regional un alza del precio del petróleo más rápida de la prevista, una mayor volatilidad en los mercados financieros y un desempeño de Estados Unidos menos favorable. Con el objetivo de cuantificar cada uno de estos impactos, en este capítulo se procede a la estimación de un modelo que explica el crecimiento promedio regional⁴ en función del comportamiento de un grupo de variables externas

⁴ Se consideró la tasa de crecimiento de Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá y República Dominicana, que representan el 87% del PIB de la región.

de relevancia para la región, como el crecimiento de la economía de Estados Unidos, el precio del petróleo y las condiciones financieras internacionales (captadas por el índice de volatilidad VIX)⁵. Sobre la base del modelo estimado, se presentan las implicancias de escenarios específicos del contexto externo sobre el crecimiento de CAPRD para los próximos dos años.

Como punto de partida, se considera un escenario base en el que los precios del petróleo se recuperan gradualmente hasta llegar a US\$ 69 por barril (dpb)⁶; el crecimiento de Estados Unidos alcanza tasas de 3.6, 3.3 y 3.1 en 2015, 2016 y 2017, respectivamente; y la volatilidad financiera (medida por el índice VIX) presenta una evolución similar a la registrada entre 2012 y 2014 (véase el Gráfico 4.2). Este escenario base se contrasta con cuatro escenarios de estrés que se describen a continuación. En el primero, se asume que el precio sube entre 2015 y 2017 (véase el Gráfico 4.2, panel A) a un ritmo mayor que los pronósticos del escenario base para alcanzar 85dpb al cierre de 2017. En el segundo, se asume que la volatilidad financiera se incrementa de la misma forma como ocurriera durante el episodio de ajuste y negociación de la deuda en Grecia durante los años 2011 y 2012 (véase el Gráfico 4.2, panel B). El tercer escenario de estrés asume que el crecimiento de la economía de Estados Unidos se desacelera como resultado del débil desempeño de la zona Euro y de China, hasta alcanzar tasas que, en promedio son inferiores en 0,4% con respecto al escenario base entre 2015 y 2017 (véase el Gráfico 4.2, panel C)⁷. Finalmente, se plantea un escenario en el que se combinan los tres choques antes descritos.

En el Gráfico 4.3 se muestran los resultados obtenidos. En el primer caso, estos confirman que una recuperación más rápida de lo esperado contrasta desfavorablemente con un escenario base, pues reduciría las tasas de crecimiento para la región en 0,2 y 0,5 puntos porcentuales en 2015 y 2016, respectivamente. De esta forma, la actividad económica de la región se expandiría a una tasa de 3,6% hacia el 2016⁸.

Por otro lado, el crecimiento del producto de CAPRD se vería negativamente afectado ante un repentino incremento en la volatilidad. En este escenario, los picos de volatilidad se traducirían en un crecimiento del PIB de 0,6 puntos porcentuales por debajo del escenario base en el año 2015 (véase el Gráfico 4.3). Dado que se asume que la mayor volatilidad continuaría en el año 2016, este efecto negativo produciría una reducción del crecimiento promedio de la región de 4,1% a 3,4%.

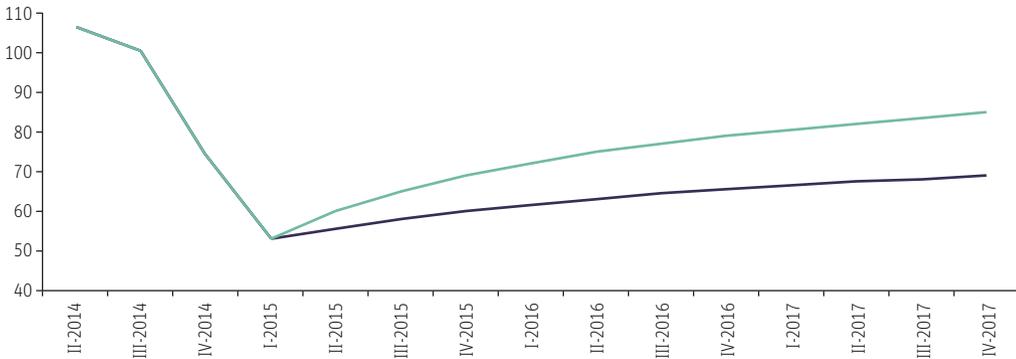
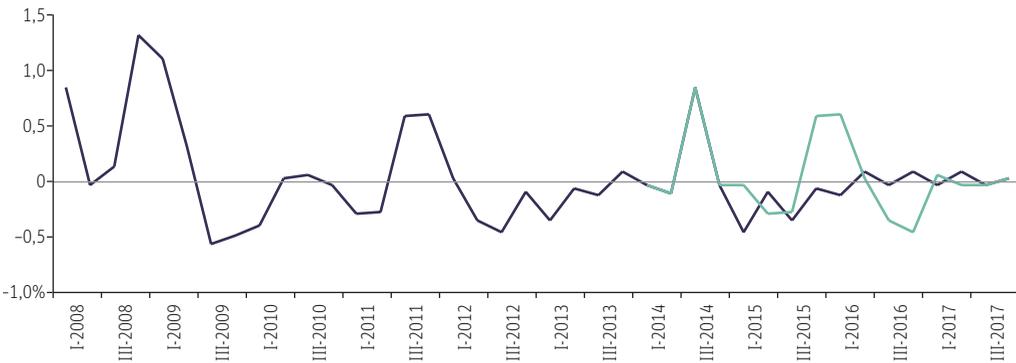
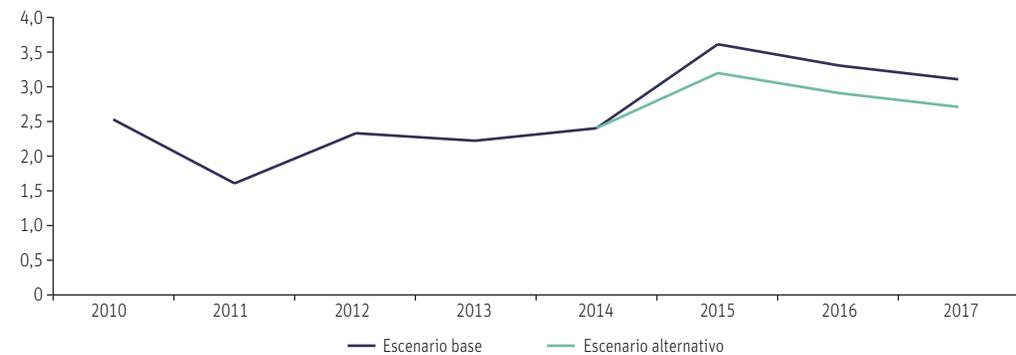
Por su parte, menores tasas de crecimiento de Estados Unidos tendrían un efecto importante sobre la región tanto en 2015 como en 2016. Como se muestra en el Gráfico 4.3, el impacto potencial de la reducción promedio de 0,4% en el crecimiento del principal socio comercial de la región sería una caída de 0,5 puntos porcentuales en 2015 en su ritmo de crecimiento. Este efecto se

⁵ Véase el Anexo 4 para detalles del modelo empleado.

⁶ Esta trayectoria es consistente con las proyecciones más recientes del Banco Mundial.

⁷ Este potencial impacto fue calculado simulando una profundización de la recesión europea y empleando un modelo de autorregresiones vectoriales global (GVAR) que captura los vínculos comerciales y financieros entre las economías avanzadas y América Latina, desarrollado en Cesa-Bianchi *et al.* (2012).

⁸ Las cifras para crecimiento económico de la región toman en consideración todos los países de CAPRD excepto Honduras y Nicaragua.

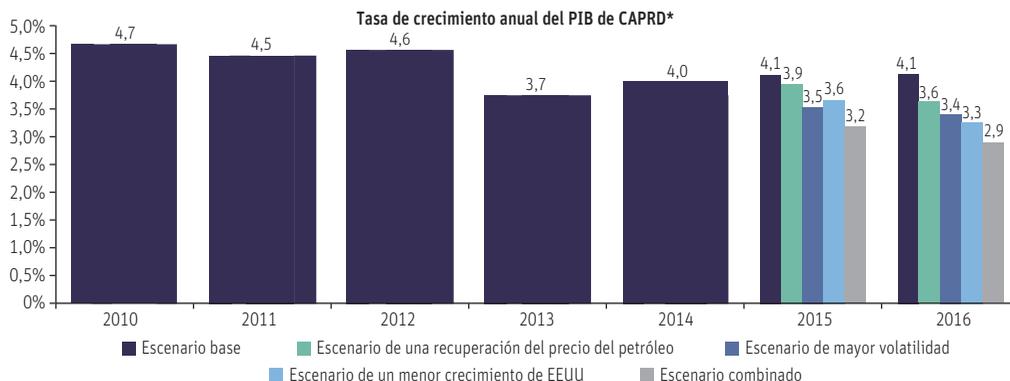
GRÁFICO 4.2 Escenarios internacionales: evolución de los factores externos**A. Precios del petróleo (US\$ por barril)****B. Volatilidad financiera (Índice VIX)****C. Crecimiento de Estados Unidos (PIB real, variación porcentual)**

Fuente: Reserva Federal de EEUU, Chicago Board Options Exchange (CBOE) y cálculos propios.

acentuaría en 2016: el modelo predice una tasa de crecimiento de 3,3%; 0,8 puntos porcentuales por debajo del escenario base.

Finalmente, en un escenario menos optimista, donde se permite que los tres choques impacten a la región de manera simultánea, el crecimiento económico podría verse limitado a niveles de 3,2% en 2015 y la desaceleración se acentuaría en 2016 con tasas cercanas a 2,9%, cifra menor a promedio registrado en el período 2013-2014. El impacto potencial de este escenario estaría

GRÁFICO 4.3 Impacto de escenarios externos en la región



Fuente: Cálculos propios.

Nota: * crecimiento promedio incluye a Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá y República Dominicana, que representan el 87% del PIB de la región.

explicado en 60% por la menor dinámica de Estados Unidos; 28%, por los mayores precios del petróleo; y 12%, por las condiciones de volatilidad asumidas.

¿Qué puede aprenderse de estos escenarios? Si bien la región goza en este momento de vientos favorables provenientes de la recuperación de Estados Unidos y los bajos precios del petróleo, existen riesgos que pueden afectar el crecimiento. Una nueva ronda de inestabilidad económica global tendría consecuencias importantes sobre las economías de la región en términos de su crecimiento, y el proceso para recuperarse podría ser aún más lento y complejo, dado el limitado espacio para la política fiscal contracíclica, consecuencia del mayor nivel de endeudamiento.

Estos resultados resaltan la importancia de aprovechar el contexto favorable para recuperar los espacios fiscales, al tiempo de implementar políticas que afiancen el crecimiento de la región en el mediano y largo plazo. La región podría verse tentada a dilatar los procesos de consolidación fiscal en este contexto externo más favorable, como ocurriera en el caso de algunas economías en América Latina, exportadoras de bienes primarios, durante el *boom* de sus precios registrado en años anteriores.

Este capítulo expone la importancia para los países de CAPRD de reducir aún más su vulnerabilidad a cambios en el panorama externo, reforzando los elementos planteados en los capítulos anteriores. De esta forma, en consonancia con lo que se detalla en el análisis del capítulo 2, lo aquí expuesto sugiere que la clave para lograr mayores defensas consiste en continuar fortaleciendo los marcos de política y asegurar mejoras en la percepción de riesgo país y el acceso a financiamiento de bajo costo. Tales políticas permitirían a los países de la región implementar medidas contracíclicas en caso de choques externos adversos. Asimismo, los resultados de este capítulo apoyan lo encontrado en el capítulo 3, en particular, estresando la necesidad de diseñar regulación macroprudencial teniendo en cuenta la mayor exposición de los diversos sectores de la economía al endeudamiento externo, así como la mayor vinculación entre ellos. Tal como se menciona en ese mismo capítulo, esto requiere avanzar en la implementación de las recomendaciones de los acuerdos de Basilea, como el establecimiento de reglas estrictas en materia de reservas de capital

(incluso para el sector privado no financiero). De igual forma, presenta evidencia que apoya las estrategias orientadas al monitoreo de las posiciones fiscales y de deuda con la finalidad de fortalecer las defensas de la región ante el impacto de potenciales crisis futuras

ANEXO I

La relación entre la calificación crediticia y el IIR se genera por medio de una correspondencia que asigna 1 a la calificación Aaa y 0 a Caa3. El cuadro (AI.1) muestra estas equivalencias:

CUADRO (AI.1) Tabla de equivalencias entre calificación crediticia de Moody's y el IIR

Clasificación	IIR
Aaa	90,04
Aa1	86,27
Aa2	82,5
Aa3	78,74
A1	74,97
A2	71,2
A3	67,43
Baa1	63,67
Baa2	59,9
Baa3	56,13
Ba1	52,36
Ba2	48,6
Ba3	44,83
B1	41,06
B2	37,29
B3	33,53
Caa1	29,76
Caa2	25,99
Caa3	22,23

Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's y el *Institutional Investor Magazine*.

Metodología de estimaciones

Especificación general del modelo: se construye sobre la base de la especificación propuesta por Bannister y Barrot (2011). Las especificaciones utilizadas para este capítulo expanden la estimación inicial por medio de un conjunto de variables que contribuyen significativamente a aproximar los fundamentos económicos:

$$IIR_{it} = \rho IIR_{it-1} + z'_{it}\beta_1 + x'_{it}\beta_2 + \alpha_j + \varepsilon_{it}$$

donde z corresponde al conjunto de controles en Bannister y Barrot (2011) y x incluye factores de fortaleza institucional, complejidad industrial (Índice de Complejidad de Exportaciones) y profundidad financiera (pasivos líquidos en balanza de pagos como porcentaje del PIB).

Para conocer el grado de correlación entre las variables de fortaleza institucional, se tomaron en consideración los índices de *Kaufman World Wide Governance Indicators* y

se sometieron a una descomposición de componentes principales. Como se observa en el Cuadro AI.2, cerca del 75% de la información está acumulada en los dos primeros componentes con la distribución de prioridad, como se indica ahí. Es también importante el peso relativo de cada factor, variable importante para seleccionar los factores a incluir en las estimaciones. Para el resto de las estimaciones, se utilizan series anuales desde 1989 hasta 2013 en promedios quinquenales de cada una de las series.

Generación de clústeres. Con las series quinquenales se utilizó un método de k-medias basadas en la deuda como porcentaje del PIB y el *Institutional Investor Rating* (IIR), utilizando la medida L2.

Indicadores de fortaleza por clústeres. A continuación se presenta un cuadro que refleja la posición relativa de CAPRD para cada tema de Fortaleza Institucional.

Medición de los efectos por clústeres. Se extiende la formulación general por medio de variables *dummies*, D, indicando la pertenencia a cada clúster.

$$IIR_{it} = \rho IIR_{it-1} + z'_{it}\beta_1 + x'_{it}\beta_2 + D'_{it}\beta_3 + \alpha_i + \varepsilon_{it}.$$

Método de estimación. Puesto que se trata de una especificación de efectos fijos en un panel dinámico, se exploran varios métodos, entre ellos la regresión de Efectos Fijos, Mínimos Cuadrados, Arellano-Bond (1991) y Arellano-Bover (1995). Debido a que se cuenta con un número mayor de países que de períodos, la opción de instrumentos en un Método Generalizado de Momentos resulta en las estimaciones más consistentes y, por tanto, los resultados de Arellano-Bover (1995) son los utilizados en el cuerpo del documento. El Cuadro AI.3 muestra un resumen de resultados de las estimaciones, usando Arellano-Bover (1995):

Análisis de no linealidades. Con la finalidad de estudiar si existen efectos distintos entre clústeres para nuestros *proxys* de fundamentos de la economía, se elaboró primero un test t-de medias entre clústeres y factores. Dichas pruebas reflejan que existen diferencias estadísticamente significativas entre clústeres para algunos de los factores utilizados, lo cual pudiera sugerir la existencia de efectos no lineales entre clústeres. Para corroborar esto, se realizaron una serie de estimaciones, incluyendo interacción de *dummies* de deuda e IIR. Para generar la *dummy* de deuda (*d*), se usó el promedio entre la cota que separa el clúster 1 y 2 y aquella que separa el clúster 3 y 4. De igual forma, se procedió para generar la *dummy* (*i*) del IIR. Se realizó el siguiente conjunto de estimaciones:

$$IIR_{it} = \rho IIR_{it-1} + z'_{it}\beta_1 + x'_{it}\beta_2 + D'_{it}\beta_3 + (d_{it} \times f_{it})\beta_4 + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

$$IIR_{it} = \rho IIR_{it-1} + z'_{it}\beta_1 + x'_{it}\beta_2 + D'_{it}\beta_3 + (i_{it-1} \times f_{it})\beta_4 + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

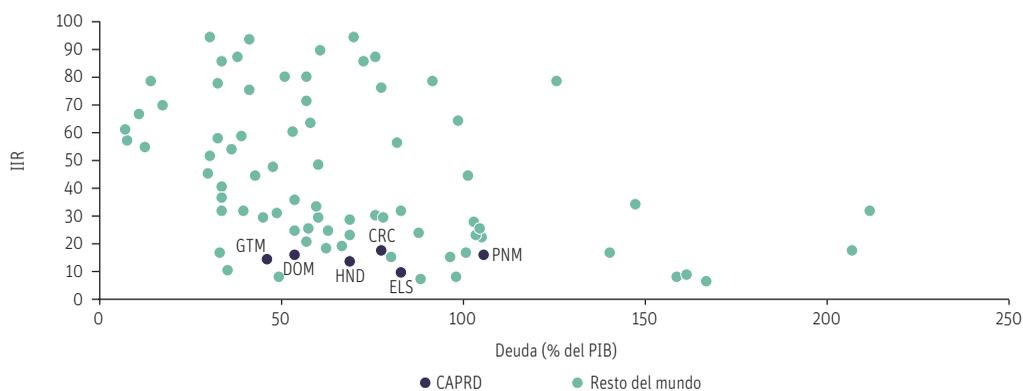
CUADRO AI.2 Estimación de componentes principales

Correlación explicada por componente principal					Peso relativo de factores dentro de los Componentes principales		
Componentes principales/ correlación	Número de obs.	342			Factor	Componente 1	Componente 2
	Número de comp.	9			Corrupción	0,4089	-0,0014
	Rastro	9			Imperio de ley	0,4123	-0,0053
	Rho	1			Rendición de cuentas	0,3611	-0,1699
Componente	Eigenvalue	Diferencia	Proporción	Acumulado	Seguridad	0,3572	0,0205
Comp1	5,48	4,38	0,61	0,61	Transparencia	0,4115	-0,0106
Comp2	1,10	0,29	0,12	0,73	Complejidad	0,3493	-0,1414
Comp3	0,81	0,20	0,09	0,82	Profundidad financiera	0,2043	0,4999
Comp4	0,61	0,22	0,07	0,89	Integración financiera	0,0927	0,7956
Comp5	0,39	0,09	0,04	0,93			
Comp6	0,30	0,07	0,03	0,97			
Comp7	0,23	0,19	0,03	0,99			
Comp8	0,04	0,01	0,00	1,00			
Comp9	0,03	—	0,00	1,00			

El siguiente grupo de estimaciones explora si el hecho de pertenecer a cada clúster se correlaciona con algún efecto no lineal. Puesto que se tienen $k = 2$ grupos de deuda y $j = 2$ grupos de IIR, se generan 2^2 posibilidades reflejando cada clúster:

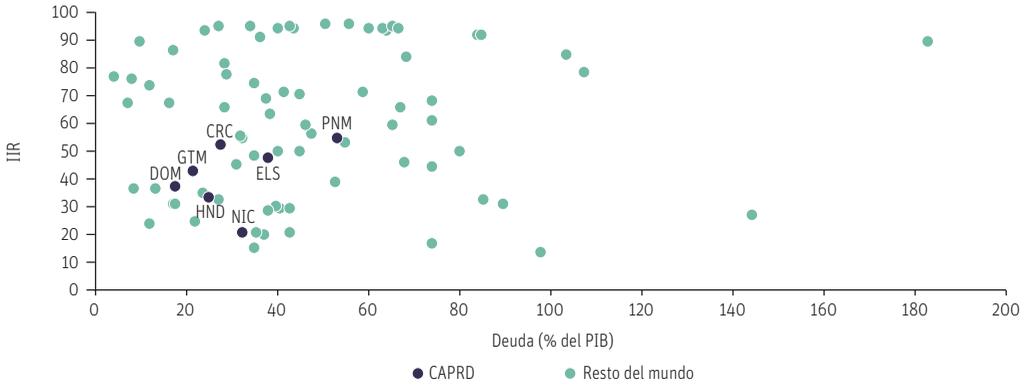
$$IIR_{it} = \rho IIR_{it-1} + z'_{it}\beta_1 + x'_{it}\beta_2 + D'_{it}\beta_3 + \left(i_{it-1}^k \times d_{it}^j \times f_{it} \right)' \beta_4 + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

GRÁFICO AI.1 CAPRD en 1989



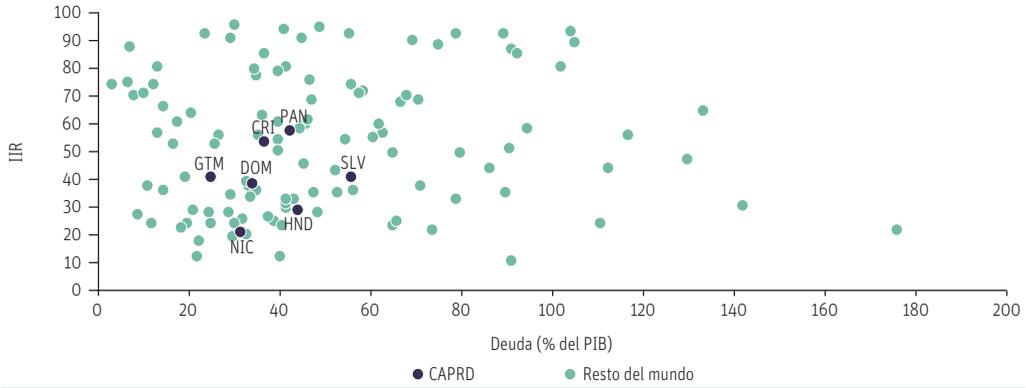
Fuente: elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

GRÁFICO A1.2 CAPRD en 2007



Fuente: elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

GRÁFICO A1.3 CAPRD en 2013



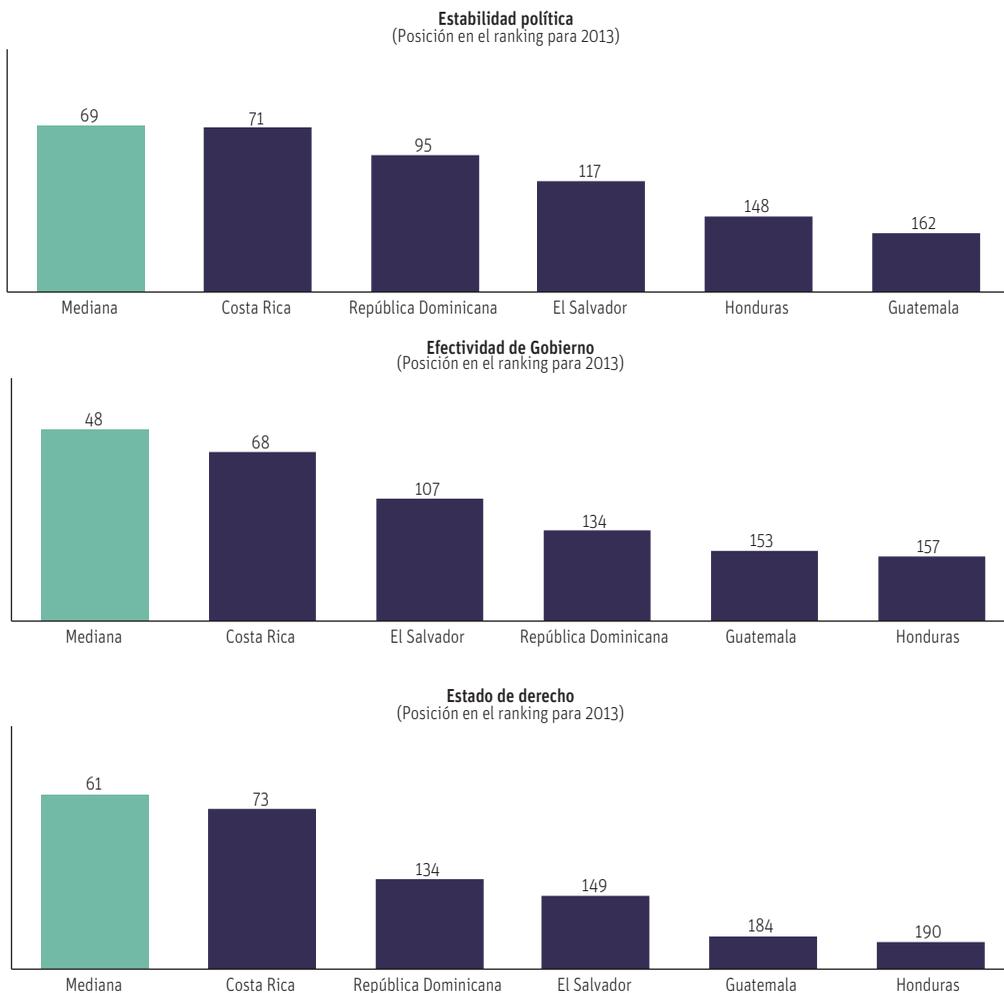
Fuente: elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

Finalmente, se prueban efectos no lineales continuos entre la deuda y factores así como entre el IIR y factores:

$$IIR_{it} = \rho IIR_{it-1} + z'_{it} \beta_1 + x'_{it} \beta_2 + D'_{it} \beta_3 + (debt_{it} \times f_{it}) \beta_4 + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

$$IIR_{it} = \rho IIR_{it-1} + z'_{it} \beta_1 + x'_{it} \beta_2 + D'_{it} \beta_3 + (IIR_{it-1} \times f_{it}) \beta_4 + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

GRÁFICO A1.4 Posición de CAPRD en cada indicador de Fortaleza Institucional en relación con la mediana del clúster 3



Fuente: Banco Mundial 2013.

CUADRO A1.3 Estimaciones por clústeres

Variable	Clúster 1	Clúster 2	Clúster 3	Clúster 4
Rezago de IIR	0,434** -5,77	0,489** -7,13	0,539** -7,77	0,390** -4,82
Deuda	-0,329** (-6,08)	-0,309** (-5,98)	-0,375** (-6,61)	-0,386** (-7,15)
Deuda al cuadrado	0,00149* -4,52	0,00133* -4,21	0,00164* -4,81	0,00173* -5,23
PIB per cápita	0,000104* -2,07	0,000109* -2,24	0,000132* -2,47	0,000125* -2,49
Inflación	-8,701** (-4,11)	-6,969** (-3,32)	-8,833** (-3,71)	-9,973** (-4,38)
Default	-8,740** (-5,26)	-8,936** (-5,46)	-9,557** (-5,52)	-8,757** (-5,24)
Tendencia	0,413 -0,7	0,163 -0,3	-0,454 (-0,82)	0,41 -0,7
Profundidad sistema Financiero	-0,00391** (-2,67)	-0,00377** (-2,64)	-0,00390** (-2,61)	-0,00374* (-2,52)
Control de corrupción	8,053** -4,41	7,650** -4,18	5,839** -3,4	7,951** -4,27
Dicotómica para clúster	-3,297+ (-1,73)	1,368 -0,64	-1,561 (-0,72)	6,065* -2,27
Constante	45,16** -13,77	41,62** -13,3	45,23** -11,33	47,20** -14,09
Observaciones	359	359	359	359

Nota: t estadístico en paréntesis.
+ p < 0,10; * p < 0,05; ** p < 0,01.

CUADRO AE1 Resumen estadístico (% del PIB, salvo que se indique lo contrario)

Clúster 3				
Indicadores económicos selectos (% del PIB, salvo que se indique lo contrario)				
Indicador	Media	Mediana	Desviación Estándar	Mínimo Máximo
IIR ^a	74,35	74,76	10,97	57,60 94,26
Deuda	31,96	35,14	15,24	5,94 54,94
BCC*	4,34	1,89	9,43	-10,61 37,56
Carga tributaria	34,99	33,20	12,37	16,47 69,53
Complejidad ^l	0,66	0,69	0,60	-0,70 1,63
Profundidad financiera	91,67	48,32	121,51	10,96 665,16
Integración	27,98	-9,14	102,95	-80,23 343,99
Control de la corrupción ^a	0,72	0,47	1,00	-1,04 2,44

Nota: ^a Índice.

Clúster 2				
Indicadores económicos selectos (% del PIB, salvo que se indique lo contrario)				
Indicador	Media	Mediana	Desviación Estándar	Mínimo Máximo
IIR ^a	40,08	37,16	10,26	26,66 55,14
Deuda	23,80	25,70	9,01	9,44 36,30
BCC*	-1,51	-2,09	5,80	-10,71 11,16
Carga tributaria	24,98	23,20	8,75	11,43 38,05
Complejidad ^a	-0,58	-0,56	0,72	-2,14 0,73
Profundidad financiera	40,95	31,13	29,55	9,05 138,62
Integración	-30,29	-30,98	42,15	-98,78 38,84
Control de la corrupción ^a	-0,58	-0,71	0,53	-1,41 0,62

Nota: ^a Índice.

Fuente: Elaboración propia con datos del *Institutional Investor Magazine* y del Fondo Monetario Internacional (2014).

*BCC (Balance de Cuenta Corriente).

Clúster 4				
Indicadores económicos selectos (% del PIB, salvo que se indique lo contrario)				
Indicador	Media	Mediana	Desviación Estándar	Mínimo Máximo
IIR ^a	76,29	76,30	13,59	53,40 92,34
Deuda	84,80	81,27	16,30	62,36 123,18
BCC*	0,56	-1,65	6,26	-6,15 20,28
Carga tributaria	39,56	41,19	9,10	19,20 50,84
Complejidad ^l	0,97	1,12	0,46	0,00 1,54
Profundidad financiera	220,06	163,40	211,01	17,64 872,48
Integración	-18,28	-21,99	73,85	-114,28 207,00
Control de la corrupción ^a	1,14	1,36	0,78	-0,54 2,16

Nota: ^a Índice.

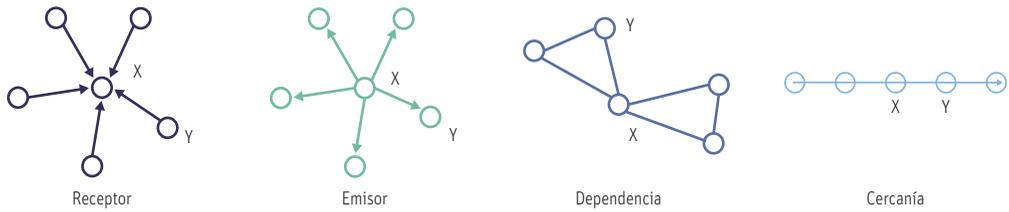
Clúster 1				
Indicadores económicos selectos (% del PIB, salvo que se indique lo contrario)				
Indicador	Media	Mediana	Desviación Estándar	Mínimo Máximo
IIR ^l	36,61	36,74	11,91	10,65 55,38
Deuda	50,08	46,14	14,42	32,34 84,28
BCC*	-4,90	-4,54	6,36	-22,51 5,80
Carga tributaria	30,29	28,25	11,67	6,60 60,98
Complejidad ^a	-0,28	-0,11	0,67	-1,78 0,92
Profundidad financiera	51,34	42,97	32,14	18,08 174,07
Integración	-49,80	-44,01	55,21	-257,34 34,56
Control de la corrupción ^a	-0,50	-0,56	0,62	-1,44 1,27

Nota: ^a Índice.

ANEXO II

El Índice de importancia relativa o sistémica. El índice se genera por medio de cuatro grandes componentes que se extraen de la red de flujos: i) importancia como receptor de flujos; ii) importancia como emisor de flujos; iii) dependencia; y iv) cercanía. Los dos primeros se basan en los valores de los créditos y débitos recibidos. La dependencia se basa en cuantificar qué tan indispensable es cada sector para el flujo de fondos de un sector a otro. Finalmente, la cercanía se basa en el volumen de flujos entre sectores. Cada uno de estos es normalizado entre 0 y 1, donde 1 equivale a un mayor nivel en cada caso. El índice pondera uniformemente cada uno y su suma resulta en la importancia relativa.

GRÁFICO AII.1 Componentes del índice de importancia relativa en una red de flujos



Importancia sistémica de CAPRD en comparación con Colombia. Con la finalidad de tener un referente de comparación en América Latina, el Gráfico AII.2 incluye también el índice para CAPRD en 2013 y Colombia¹. Colombia resulta un caso natural como referente regional: por un lado, es un país que ha desarrollado su sistema financiero en la última década y además, ha consolidado el sector fiscal por medio de reformas prudentiales. De este modo, al comparar los valores del índice de importancia sistémica, se observa cómo este ha tendido a disminuir en el sector bancario encontrándose muy cercano al valor registrado para Colombia en 2013. No obstante, el mismo gráfico revela algunas diferencias entre la región y Colombia. Un ejemplo de ello es la elevada importancia sistémica que tiene el sector público en CAPRD en comparación con Colombia. Otra marcada diferencia se encuentra en la importancia relativa que tienen los hogares y la autoridad monetaria en Colombia, mientras que en CAPRD esta es sustancialmente inferior. Sin embargo, lo anterior es consistente con el menor desarrollo del mercado financiero y de capital.

La red simulada que minimiza los costos fiscales. Para obtener esta red de flujos, se parte desde la estructura de créditos y débitos actual. Tal como se expuso en el Recuadro 3.1, el choque lleva el financiamiento externo a niveles como aquellos observados en 2008. Sin embargo, en esta simulación, se usa el procedimiento mostrado en el Recuadro 3.1 y los resultados del Gráfico 3.7 para luego encontrar la distribución de débitos y créditos que reduce el costo fiscal lo más posible. Esto genera que los vínculos entre sectores cambien y, por lo tanto, los patrones de débitos y

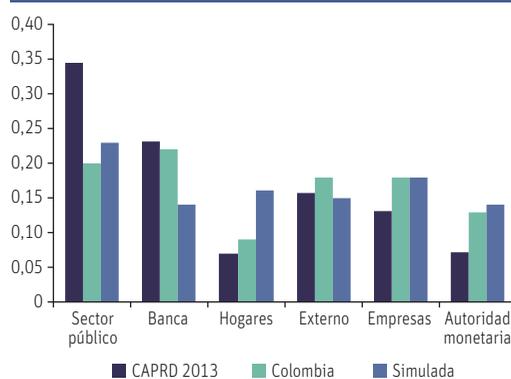
¹ Toma en consideración información de flujos entre 2012 y 2013.

créditos también se modifican. Con los nuevos patrones de flujos se generan los indicadores de importancia sistémica. El Gráfico AII.2 compara el índice de importancia relativa entre lo observado para CAPRD 2013, el comparativo de Colombia y la nueva red simulada. A su vez, los costos generados en esta simulación se representan en el Gráfico 3.7 con barras azules.

Dimensiones del enfoque macro prudencial de políticas (véase el Gráfico AII.3).

El primer aspecto del enfoque macroprudencial es la dimensión multisectorial. Esta busca evitar exposiciones comunes, tales como las estructuras similares de capital e interconexión entre entidades. En cambio, en la dimensión temporal, por su parte, se destacan los aspectos relativos a la prociclicidad de la actividad bancaria y a sus efectos sobre el riesgo sistémico². Este último ha sido explorado ampliamente mientras que la dimensión multisectorial ha ganado atención solo a partir de la reciente crisis financiera. La dimensión multisectorial se centra en el sistema de flujos en su conjunto, además de aquellos que ocurren al interior de un sector en particular. Considera que el riesgo agregado depende del comportamiento de las instituciones; es decir, decisiones que individualmente pueden ser racionales podrían ser perjudiciales en su conjunto. Este enfoque, a diferencia de otros aplicados previamente, utiliza instrumentos prudenciales, tales como la regulación y la supervisión, pero con objetivos sistémicos y no focalizados en un sector específico, y exige adoptar una perspectiva de los efectos de las regulaciones microprudenciales más allá de su impacto inmediato sobre la solvencia individual de cada sector o entidad. Asimismo, se diferencia de los enfoques sobre la estabilidad financiera en general porque el enfoque de esta última se centra en los aspectos macroeconómicos y en la estabilidad monetaria de un país, y no solo en la previsión de la estabilidad sistémica del sector financiero. En el Cuadro AII.1 se muestran algunas de las medidas incluidas dentro de la dimensión multisectorial.

GRÁFICO AII.2 Importancia relativa CAPRD



Fuente: estimaciones propias a partir de la matriz de flujos promedio de la región.

Nota: índice escala 0 a 1.

GRÁFICO AII.3 Enfoque multisectorial de políticas



² Véase, por ejemplo, Fernández de Lis (2010), Caruana (2010a) o Borio (2008).

CUADRO AII.1 Dimensión multisectorial

Política prudencial		Política monetaria		Política fiscal		
Mitigar los problemas de los bancos individuales (microprudencial)	Calidad/cantidad de capital Coeficiente de apalancamiento Niveles de liquidez Riesgo de crédito de contraparte Límites a las actividades bancarias (por ejemplo, negociación por cuenta propia) Fortalecimiento de la gestión de riesgos	Mitigar los problemas del conjunto del sistema (macroprudencial) Requerimiento de capital anticíclico Provisionamiento dinámico Requerimiento de capital sistémico Coeficiente de apalancamiento Límites máximos a la relación préstamo-valor propia Infraestructura robusta (entidades de contraparte central)	Mantener la estabilidad de precios Tasa de interés oficial Operaciones con pacto de recompra (repos) convencionales Políticas de garantías Pago de intereses sobre reservas Corredores de política	Amortiguar las expansiones Eleva la tasa de interés oficial Eleva los coeficientes de reservas obligatorias Drenar liquidez (certificados de tesorería del banco central, repos excepcionales) Ofrecer estímulos en las contracciones Reducir la tasa de interés oficial Reducir los coeficientes de reservas obligatorias Inyectar liquidez Relajación cuantitativa y crediticia Provisión de liquidez de emergencia	Gestionar la demanda agregada Impuestos Estabilizadores automáticos Enfoque anticíclico (discrecional)	Generar excedentes fiscales en épocas de bonanza Reducir los niveles de deuda Introducir impuestos/gravámenes sobre el sector financiero Ofrecer apoyo al sector financiero en épocas de tensión Inyecciones de capital Garantías de depósitos y deuda Paquetes de rescate bancario Estímulos discrecionales
						Estrategias de salida Excedentes de reservas de divisas

ANEXO III

Breve descripción general del modelo empleado. El impacto de la reciente caída de los precios del petróleo y el sólido desempeño de la economía de Estados Unidos podría contribuir a una mejora en las perspectivas de CAPRD. Para tal fin, se estima un modelo de vectores autorregresivos (VAR) a partir de datos trimestrales desde 1992 hasta 2014. El modelo consta de dos bloques de variables, unas externas y otras internas. El primer bloque, que incluye el crecimiento de Estados Unidos, el precio del petróleo y la volatilidad financiera, permite capturar las interacciones del contexto externo. El segundo bloque captura el efecto de las variables externas sobre el crecimiento promedio de la región. El bloque considera como variables endógenas el crecimiento económico promedio de CAPRD y la inflación, mientras que las variables del bloque externo se incorporan de manera exógena.

El modelo puede representarse en dos partes. La primera corresponde al bloque externo y su especificación se resume en la siguiente forma estructural:

$$AY_t = BY_{t-1} + C\epsilon_t$$

Donde Y es el vector de variables explicativas y ϵ es el término de error, mientras que A y B son las matrices de parámetros. Para asegurar la identificación de cada parámetro, se imponen las siguientes restricciones:

$$A = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 \end{pmatrix} \text{ y } B = \begin{pmatrix} b_{11} & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} \end{pmatrix}$$

El segundo bloque se resume en el siguiente sistema:

$$X_t = DX_{t-1} + EY_t + F\theta_t$$

Donde X es el vector que incluye el crecimiento del PIB de la región e inflación, mientras que Y es el vector de variables externas. D , E y F corresponden a las matrices de parámetros respectivas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu, D., A. Ozdaglar y A. Tahbaz-Salehi (2013b). “Systemic risk and stability in financial networks”. NBER Working Paper No. w18727.
- Acemoglu, D., V. M. Carvalho, A. Ozdaglar y A. Tahbaz-Salehi (2012). The network origins of aggregate fluctuations. *Econometrica*, 80(5): 1977–2016.
- Acharya, V., L. Pedersen, T. Philippon y M. Richardson (2010). “Measuring Systemic Risk”. Manuscrito no publicado, Universidad de Nueva York.
- Acharya, V. y H. Naqvi (2012). The seeds of a crisis: A theory of bank liquidity and risk taking over the business cycle. *Journal of Financial Economics*, 106(2): 349–366.
- Allen, F. y D. Gale (2000). “Financial contagion”. *Journal of Political Economy*, 108: 1–33.
- Arellano, M. y S. Bond (1991). “Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations”. *Review of Economic Studies*, 58: 277–297.
- Arellano, M. y O. Bover (1995). “Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models”. *Journal of Econometrics*, 68: 29–51.
- Babus, A. (2014). “The formation of financial networks.” Discussion Paper O6–093, Tinbergen Institute.
- Bannister, G. y D. Barrot (2011). “A Debt Intolerance Framework Applied to Central America, Panama and the Dominican Republic”. IMF Working Paper, WP/11/220.
- Barreix, A. y F. Velayos (2012). “Cómo sobrevivir a la competencia tributaria”. XXIX Reunión de COSEFIN, Punta Cana – República Dominicana (julio).
- Bhattacharya, S. y D. Gale (1985). Preference shocks, liquidity, and central bank policy.
- Borio, C. E. (2008). The financial turmoil of 2007–?: A preliminary assessment and some policy considerations.
- Borio, C. y H. Zhu (2008). “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?”. BIS Working Paper No. 268.
- Calvo, G. (1999). “Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier”. Manuscrito no publicado, College Park: University of Maryland.
- Caruana, J. (2010a). “Basel III: towards a safer financial system”. Speech at the 3rd Santander International Banking Conference. (Madrid, 15 de septiembre).

- Cesa-Bianchi, A., M. Hashem Pesaran, A. Rebucci y TengTeng Xu (2012). “China’s Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America”. Documento de trabajo. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2013). “Centroamérica: impactos de los choques petroleros y eficiencia de los mercados de hidrocarburos”. Trabajo de investigación LC/MEX/L.1090.
- Cushman, D. y T. Zha (1997). “Identifying Monetary Policy in a Small Open Economy under Flexible Exchange Rates”. *Journal of Monetary Economics*, 39(3): 443–48.
- Elliott, M., B. Golub y M. O. Jackson (2014). “Financial networks and contagion”. *American Economic Review*, 104(10).
- Fernández de Lis, S. y A. García Herrero (2009). “The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools”. BBVA Working Paper No. 0918.
- Fondo Monetario Internacional (2014). “Secuelas, nubarrones, incertidumbres”. *Perspectivas de la economía mundial* (octubre).
- Fondo Monetario Internacional (2014). “América Latina y el Caribe: enfrentando tiempos complejos”. *Perspectivas de la economía regional* (octubre).
- Fondo Monetario Internacional (2015). “Actualización de las Proyecciones Centrales”. *Perspectivas de la economía mundial al día* (enero)..
- Freixas, X., A. Martin y D. Skeie (2010). “Bank Liquidity, Interbank Markets, and Monetary Policy”. Discussion Paper 2010–35S, Tilburg University: Center for Economic Research.
- Gutiérrez, P. y O. Manzano (2014). “¿Tiempo de ajustar el rumbo? Opciones de políticas ante el cambio en el entorno externo en Centroamérica y República Dominicana”. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Hamilton, J.D. (2011). “Nonlinearities and the Macroeconomic Effects of Oil Prices”. *Macroeconomic Dynamics*. Cambridge University Press, 15(S3):364–378.
- Izquierdo, A. y O. Manzano (2012). “El mundo cambió: ¿cambiará el crecimiento en Centroamérica? Desafíos y oportunidades”. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Izquierdo, A., R. Loo-Kung y F. Navajas (2013). “Resistiendo el canto de las sirenas financieras en Centroamérica: una ruta hacia un gasto eficiente con más crecimiento”. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano (2003). “Debt Intolerance”. *Brookings Papers on Economic Activity*, I. Washington: Brookings Institution.
- Uribe, M. y V.Z. Yue (2006). “Country spreads and emerging countries: Who drives whom?”. *Journal of International Economics*. 6(1):6–36.



www.iadb.org