

EVITANDO LA TORMENTA

OPCIONES DE POLÍTICA PARA CENTROAMÉRICA Y
REPÚBLICA DOMINICANA EN UN ENTORNO INCIERTO



Coordinadores

Leonardo Maldonado

Osmel Manzano

EVITANDO LA TORMENTA

Opciones de política para Centroamérica y
República Dominicana en un entorno incierto

Coordinadores

Leonardo Maldonado

Osmel Manzano

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

Maldonado, Leonardo.

Evitando la tormenta: opciones de política para Centroamérica y República Dominicana en un entorno incierto / Leonardo Maldonado, Osmel Manzano.

p. cm. — (Monografía del BID ; 419)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Central America—Commercial policy. 2. Central America—Commerce treaties. 3. Dominican Republic—Commercial policy. 4. Dominican Republic—Commercial treaties. I. Manzano, Osmel. II. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Países de Centro América, México, Panamá y la República Dominicana. III. Título. IV. Serie.

IDB-MG-419

Clasificación JEL: E52, E60, E66, F10, F13, F14, F15, F41, O24

Palabras Clave: balanza comercial, CAFTA, calidad, Centroamérica, competitividad, contexto favorable, crecimiento, déficit externo, entorno incierto, exportaciones, inversión directa, manufacturas básicas, mejora comercial, precio del petróleo, productos primarios, República Dominicana, rubros agrícolas, rubros no tradicionales, términos de intercambio, tipo de cambio, vaivenes externos, ventajas comparativas, zona franca.

Copyright© 2016 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. Las perspectivas de la región.....	1
El desempeño de la economía en el 2015.....	2
Las perspectivas de la economía mundial en el 2016	8
Los retos de la región.....	12
II. La competitividad del sector externo	15
Las ventajas comparativas de la región	18
La agenda futura	26
Anexo 2.1 Ventaja comparativa revelada de la región	30
Anexo 2.2 Ventaja comparativa revelada por país	31
III. Tipo de cambio real: ¿Cuál es el espacio de política?	33
Una región caracterizada por la estabilidad del tipo de cambio nominal.....	33
¿Qué factores inciden sobre el tipo de cambio real?	37
¿Están desalineadas, en términos reales, las monedas de la región?.....	40
Recomendaciones de política	44
Anexo 3.1 Evolución del tipo de cambio real por país	47
Anexo 3.2 Metodología	48
IV. ¿Espectadores de los vaivenes externos?	49
Condiciones externas cambiantes a favor de la región.....	50
¿Qué podría llevar a CARD a zonas de menor holgura?	52
Proyecciones ante escenarios alternativos.....	53
Hacia adelante: ¿actuar o esperar?.....	56
Anexo 4.1 Supuestos y metodología para la estimación de los choques externos	58
Referencias bibliográficas	59

PRÓLOGO

Durante el 2015, el contexto internacional determinó un escenario favorable para Centroamérica y la República Dominicana. Por un lado, Estados Unidos, principal socio comercial de la región y lugar de origen de la mayoría de remesas, continuó por la senda de recuperación luego de la crisis financiera mundial. Por otro lado, la fuerte disminución de los precios del petróleo contribuyó a mejorar los términos de intercambio. Esto permitió estabilizar las posiciones externas de los países de la región y propiciar una expansión económica con baja inflación y sin mayor deterioro de los balances fiscales.

Para 2016, prevalece el optimismo. Se espera que la economía estadounidense continúe creciendo y que la relación de precios internacionales vuelva a favorecer a Centroamérica y la República Dominicana.

No obstante, existen riesgos en el mediano plazo que la región no puede perder de vista. Por ejemplo, la incidencia de la crisis china sobre el crecimiento de Estados Unidos podría afectar la demanda de las exportaciones de la región. Por su parte, la desgravación arancelaria de importaciones planteada en el Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos y la entrada en vigencia del Acuerdo Transpacífico pone presiones competitivas al sector productivo de la región. También nos encontramos ante una posible contracción de la oferta de fondos externos hacia economías emergentes debido al alza de la tasa de los fondos federales.

Ante esta situación, salta a la vista la necesidad de reflexionar sobre el aprovechamiento efectivo y oportuno del entorno externo positivo en el que nos encontramos, y a la vez plantear estrategias que permitan mitigar eventuales choques adversos.

Este Reporte Macroeconómico examina el gran reto de promover la competitividad. Las ventajas comparativas de la región siguen estando en los mismos rubros de hace décadas atrás –productos primarios animales, vegetales y comestibles– lo que ha limitado el aprovechamiento de la coyuntura actual. Mantener el desempeño macroeconómico observado, requerirá la revisión de políticas nacionales para reducir la dependencia hacia flujos externos de corto plazo, fomentar la competitividad de las exportaciones no tradicionales y asegurar el mantenimiento del equilibrio fiscal.

Las observaciones y conclusiones de este documento permiten reflexionar sobre la ruta de competitividad que debe transitar la región, motivando el diálogo regional y nacional sobre las opciones de política disponibles.

Gina Montiel

Gerente General

Departamento de Países de Centroamérica,

México, Panamá y la República Dominicana

Banco Interamericano de Desarrollo

AGRADECIMIENTOS

Este Reporte Macroeconómico fue coordinado por Leonardo Maldonado y Osmel Manzano. El contenido fue preparado por el equipo de economistas del Departamento de Países de Centroamérica, México, Panamá y la República Dominicana del Banco Interamericano de Desarrollo. Los autores que contribuyeron con esta edición fueron Guillermo Lagarda, Leonardo Maldonado, Osmel Manzano y José Alejandro Quijada. Se reconoce el valioso apoyo de investigación y de integración de contenidos ofrecido por Yocauris García, Jennifer Linares, Alejandra Mejía y Marco Solera. Los insumos y comentarios aportados por Rodrigo Bolaños, Rudy Loo-Kung, Gina Montiel y Jorge Murillo enriquecieron el reporte. Los coordinadores quieren agradecer de manera especial a Ximena Ríos en la edición, Ian Campbell en la traducción, Miki Fernández en el diseño y Mili Parra en la impresión. Todos hicieron un excelente trabajo.

RESUMEN EJECUTIVO

Los países de Centroamérica y la República Dominicana experimentan un contexto externo favorable. Luego del abrupto choque sufrido durante la crisis financiera mundial, Estados Unidos –principal socio comercial de la región– retomó el rumbo de recuperación económica para alcanzar en 2015, y posiblemente también en 2016, un crecimiento similar a su promedio histórico. De igual manera, desde mediados de 2014 hasta la fecha, los términos de intercambio han mejorado en la región, gracias a la fuerte contracción del precio internacional del petróleo, la cual ha superado con creces las reducciones observadas en los precios promedio de las materias primas agrícolas (tales como arroz, azúcar, bananas, café, maíz y trigo).

Por un lado, la recuperación de la economía estadounidense ha permitido sostener los flujos de remesas e inversión. Por otro lado, la mejora de los términos de intercambio se ha traducido en menor déficit comercial y en desaceleración de la inflación. Ambos elementos han contribuido tanto al fortalecimiento de la posición externa de la región como al crecimiento económico. Sin embargo, este entorno favorable no ha sido plenamente aprovechado.

La tasa de crecimiento regional todavía no alcanza los valores previos a la crisis financiera mundial, la deuda pública está en aumento y la sostenibilidad fiscal aún no se concreta. Pese a los esfuerzos de consolidación fiscal llevados a cabo, todavía restan desafíos por atender. En el último bienio, las cuentas fiscales han dado muestra de relativa estabilidad, pero los mercados siguen sin valorarla. La percepción de riesgo de los inversionistas es mayor y la región debe continuar muy alerta para aprovechar cabalmente períodos como estos en pro de equilibrar el déficit y estabilizar la deuda externa.

Del lado productivo, la región ha hecho pocos avances en la tecnificación a mediana y alta escala del paquete exportador, lo que ha jugado en contra de su posicionamiento competitivo y ha acotado sus ganancias en la coyuntura actual. En este contexto, y como lo plantea el primer capítulo, si bien en el 2016 se anticipa que prevalezcan condiciones externas propicias, existen riesgos.

Buena parte del déficit externo continúa siendo financiado por flujos de capitales externos de corto plazo, por lo que un ajuste al alza de la tasa de interés en Estados Unidos podría impactar negativamente en la balanza de pagos. En paralelo, la desaceleración de China podría afectar a la baja las expectativas de crecimiento de la economía estadounidense, lo que a su vez incidiría en el devenir regional. Por su parte, en el marco del Tratado de Libre Comercio entre la República Dominicana,

Centroamérica y Estados Unidos, ciertos rubros agrícolas protegidos hasta el 2015 comenzarán a acceder libre de aranceles a los mercados, lo que podría develar la fragilidad competitiva regional, inclusive, en rubros tradicionales. A lo anterior, se añaden los embates del clima que no cesan de impactar la producción primaria regional.

¿Cómo podría la región mitigar estos riesgos? ¿Cómo lograr un mejor aprovechamiento de las épocas de oportunidades? Estas inquietudes fundamentales son abordadas en este Reporte Macroeconómico.

El sector externo ha sido el principal beneficiario del contexto actual, pero el resultado pudo ser mejor. Retrocesos en la calidad relativa de las exportaciones y una especialización comercial sin grandes resultados, reavivan la idea de corregir los esquemas de promoción a la industria local y a la inversión directa evitando el uso de atajos fiscales que compensen deficiencias competitivas. El segundo capítulo da cuenta de esto y traza la ruta competitiva por la que viene transitando la región, sacando a relucir los rezagos en el posicionamiento competitivo, las ventajas comparativas por explotar y la necesidad de una mayor coordinación regional para generar complementariedades comerciales. Cobra relevancia el desarrollo del paquete exportador no tradicional con el fin de aprovechar mejor el crecimiento de Estados Unidos, diversificar el riesgo comercial y generar derrames horizontales locales. Como se desprende del tercer capítulo, actualmente la política cambiaría no parece obstaculizar la competitividad externa y el desarrollo de estas nuevas exportaciones, por lo que el tiempo es clave para priorizar las agendas de reformas estructurales y avanzar en la articulación y coordinación de políticas económicas con el sector privado.

Dada la dinámica externa, no es difícil imaginarse que en el mediano plazo las condiciones se tornen menos favorables de lo esperado para la región. Muchas son las piezas que deben encajar para que la cadena virtuosa de condiciones externas se sostenga y, ante esto, urge saber si la región cuenta con la estructura económica y los espacios de políticas para maximizar los beneficios en períodos inciertos. En este sentido, el cuarto capítulo pone a prueba el desempeño económico de la región ante escenarios externos –financieros y comerciales– menos optimistas.

Con este reporte, los países de la región tendrán una visión más clara para decidir entre ser espectadores de los vaivenes internacionales o ser protagonistas de políticas que conduzcan a beneficios nacionales duraderos.

LAS PERSPECTIVAS DE LA REGIÓN

El año 2015 fue de oportunidades para la región de Centroamérica y la República Dominicana (CARD). El contexto internacional determinó esta coyuntura. Las mejores perspectivas sobre la economía estadounidense, principal socio comercial de la región, y la significativa disminución de los precios de las materias primas (en particular, del petróleo) permitieron que los principales indicadores macroeconómicos de CARD mostraran una relativa mejora con respecto al 2014.

CARD concretó una tasa de crecimiento económico levemente por encima de su resultado histórico, mientras que el nivel de los precios locales siguió dando muestra de estabilidad. Los flujos de inversión extranjera directa (IED) y los ingresos de remesas representaron niveles similares al 2014, hubo una mejora en la balanza comercial petrolera –traducida en una importante reducción del déficit externo– y se mantuvo el nivel de déficit fiscal. Sin embargo, la ventana de oportunidad se está estrechando y, con ello, se observa cómo viejos y nuevos retos nublan el panorama regional.

La dependencia internacional fue clave para que CARD mejorara sus indicadores, pero tal atadura a factores externos puede convertirse en una espada de Damocles para la región. Diversos son los factores no controlados por la región que podrían impactar desfavorablemente su desempeño venidero. La revisión al alza de la tasa de interés de la Reserva Federal podría redireccionar el flujo de fondos antes dirigido a CARD hacia Estados Unidos. A esto se suma que desde el 2015, el choque externo viene afectando a las exportaciones de la región, por lo que es posible que las ganancias en términos de intercambio comiencen a mostrar signos de agotamiento. Por otro lado, sigue la desgravación arancelaria programada en el Tratado de Libre Comercio entre la República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos (CAFTA-DR, por sus siglas en inglés), lo que facilitará la inserción de Estados Unidos en los mercados como principal competidor (en particular, para ciertos rubros agrícolas críticos que estaban protegidos hasta el 2015). Sumado a lo anterior, los embates del clima continúan impactando la producción primaria regional.

En general, en el 2015 la región aprovechó parte de la coyuntura favorable. Se sirvió del contexto para reducir el déficit externo y comenzar a reconstruir sus *buffers* o amortiguadores de política anticíclica. No obstante, sigue latente la necesidad de realizar cambios estructurales que atiendan los riesgos futuros asociados a los vaivenes del mercado internacional, que promuevan la competitividad regional, que permitan reducir la dependencia a los flujos externos de corto plazo y que encaminen a CARD por la senda del equilibrio fiscal.

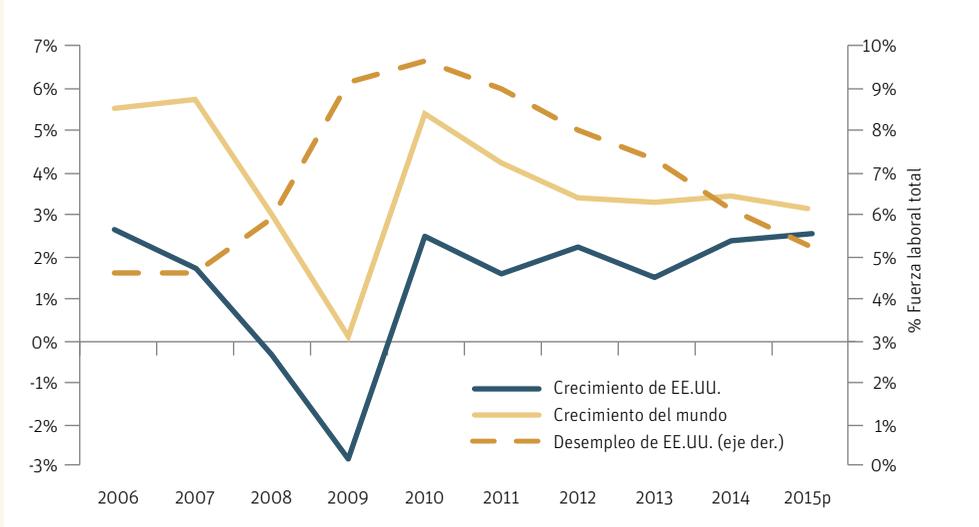
EL DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA EN EL 2015

Para el 2015, las expectativas sobre el desempeño macroeconómico de CARD se ajustaron favorablemente, principalmente por la evolución de la economía de Estados Unidos y por la caída en el precio del petróleo. Los resultados observados confirmaron ese ajuste. Por un lado, Estados Unidos siguió la senda de recuperación posterior a la crisis financiera mundial (2008-2009), lo que permitió un efecto sobre la región vía exportaciones. Por otro lado, la significativa disminución de los precios del petróleo facilitó la reducción del valor de las importaciones y, por lo tanto, del déficit comercial.

RECUADRO 1.1 Contexto macroeconómico internacional

Luego de la crisis mundial, Estados Unidos ha mostrado una lenta pero progresiva recuperación económica (véase el Gráfico 1.1.A). Durante el 2015, la economía estadounidense se expandió 2,5%, superando el 1,5% promediado en la última década y convergiendo así a su tasa de largo plazo (1980-2014). A nivel mundial, la situación es distinta. El crecimiento promedio mundial se ha venido desacelerando hasta alcanzar 3,1% en 2015; esto, debido a la dificultad que han tenido otras economías avanzadas para recuperarse completamente de la crisis (Zona Euro) y a la desaceleración, o contracción, que vienen asimilando algunas economías emergentes, como China y países grandes de América Latina (tal es el caso de Argentina, Brasil y Venezuela).

GRÁFICO 1.1.A Crecimiento anual del PIB real y desempleo: EE.UU. y el mundo



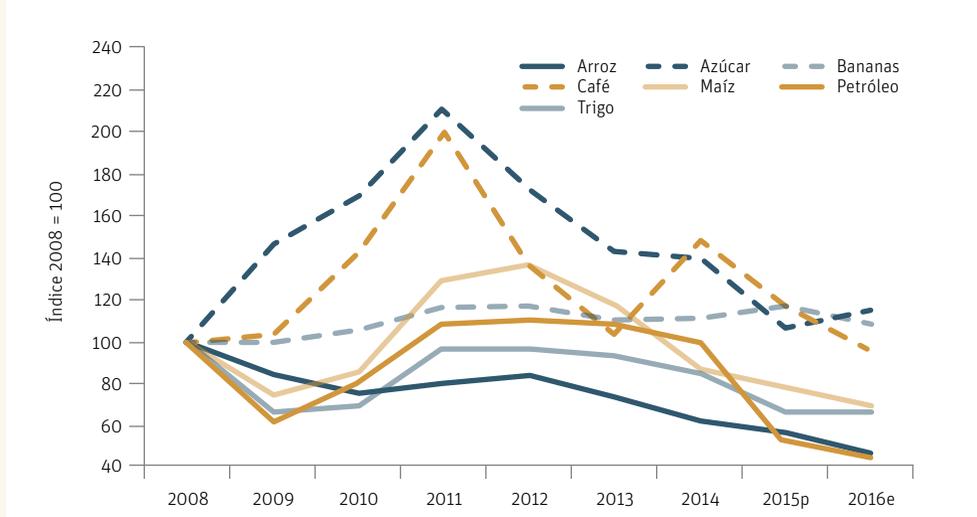
Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015 y enero de 2016).
Nota: p=preliminar.

Continúa...

En paralelo con la mayor expansión observada del producto interno bruto (PIB) estadounidense, la tasa promedio de desempleo se ha reducido. Al respecto, Estados Unidos mostró una importante mejora en comparación con el 9,6% que alcanzó en 2010, registrando un nivel de 5,3% en 2015 (cifra similar al escenario anterior a la crisis mundial). La recuperación de Estados Unidos en materia de crecimiento y empleo permitió que la región lograra mantener sus captaciones de remesas a un nivel promedio de 10% del PIB (80% originado en Estados Unidos).

Por otra parte, los precios internacionales de las principales materias primas asociadas a la región (tales como arroz, azúcar, bananas, café, maíz, trigo y petróleo) vienen experimentando una disminución en los últimos años; situación que se espera continúe para el 2016 (véase el Gráfico 1.1.B).

GRÁFICO 1.1.B Precio de las materias primas



Fuente: Precio de materias primas (Fondo Monetario Internacional).

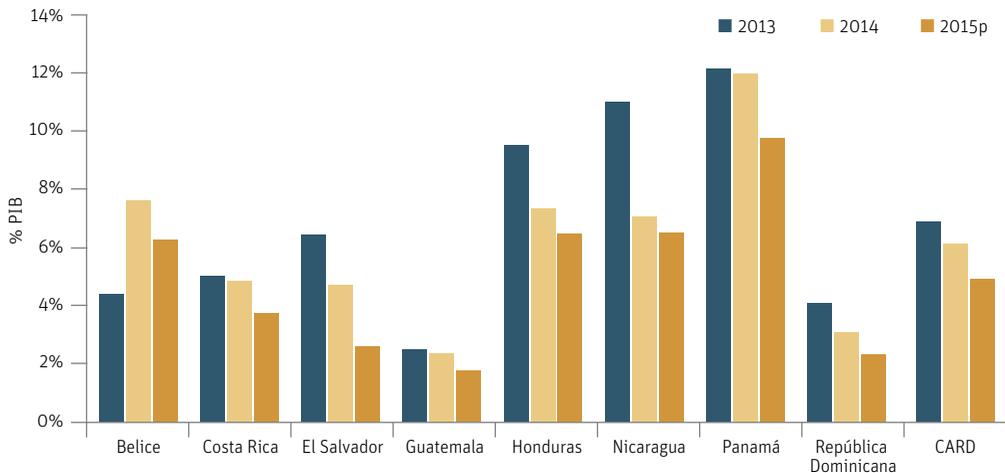
Nota: p=preliminar, e=estimado.

Específicamente, entre 2014 y 2015 se concretó una importante caída de los precios del petróleo. En 2015, se estimó un precio promedio de esta materia prima cercano a USD 50,9 por barril, lo que representó una reducción en su precio de 47,1% en relación con el promediado en 2014.

Considerando que CARD es importadora neta de petróleo, esta circunstancia significó un gran choque favorable que se canalizó por el lado importador de la región, mejorando su balanza comercial petrolera y reduciendo el déficit comercial. Dicho choque logró compensar los efectos negativos que sobre la balanza comercial no petrolera tuvo la disminución del precio de las otras materias primas.

Dentro de este contexto, el resultado externo tuvo una importante mejora. En 2015, el déficit en cuenta corriente fue de 5% del PIB, es decir, 1,2 puntos porcentuales por debajo del valor registrado en 2014 (véase el Gráfico 1.1). La reducción en el valor de las importaciones de petróleo (de 6,9% a 4,3% del PIB) permitió un alivio en la factura petrolera y, junto con la sostenibilidad de las captaciones vía remesas familiares, fue pieza clave de esta recuperación. De igual forma, los flujos netos de IED en 4,2% del PIB (cifra similar al año pasado) han facilitado la sostenibilidad de las cuentas externas.

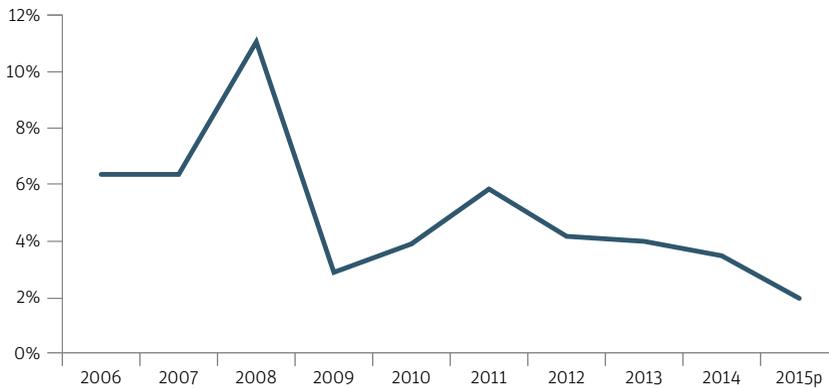
GRÁFICO 1.1 Déficit en cuenta corriente



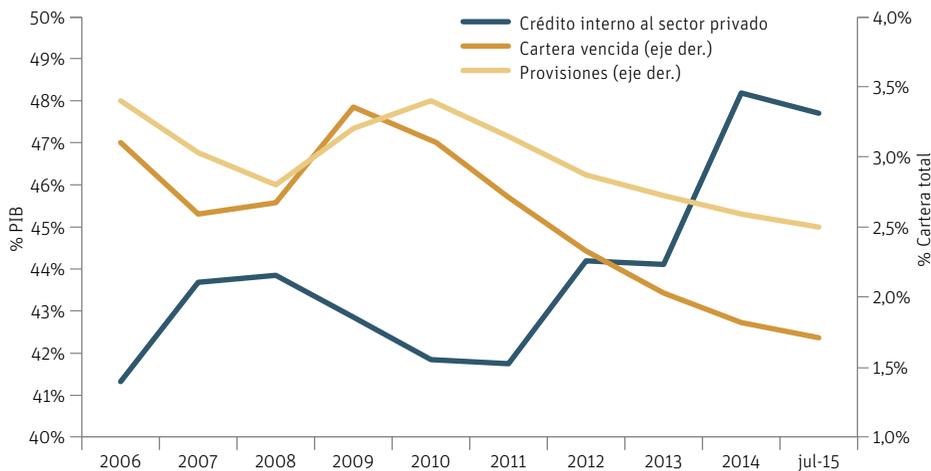
Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015).
Nota: p=preliminar.

Los menores precios de productos primarios permitieron cierta estabilidad en el nivel de precios locales (véase el Gráfico 1.2). Comparada con el valor de 2014 (3,5%), la tasa de inflación promedio de 2015 fue significativamente menor al ubicarse en 1,9%. Sin embargo, no se descarta que las graves sequías que amenazan los cultivos en CARD reduzcan la oferta local de alimentos y aceleren el aumento de precios. De hecho, a octubre de 2015, la inflación interanual promedio en alimentos resultó en 2,7%, siendo superior a la inflación general.

A este desempeño monetario lo acompaña el hecho de que el sistema bancario de la región se mantiene estable. El Gráfico 1.3 refleja cómo el grado de apalancamiento del sector privado en el crédito interno se ubica en un nivel similar a 2014, de tal manera que para 2015 los créditos internos promediaron 47,7% del PIB regional. De igual forma, se evidencia la progresiva reducción de la cartera vencida y de las provisiones bancarias, indicando la estabilidad en la calidad crediticia promedio de CARD. En buena parte, la menor tasa de inflación y el desempeño sobre el manejo del tipo de cambio han facilitado la estabilidad de las tasas de interés nominales locales.

GRÁFICO 1.2 Tasa de inflación: CARD

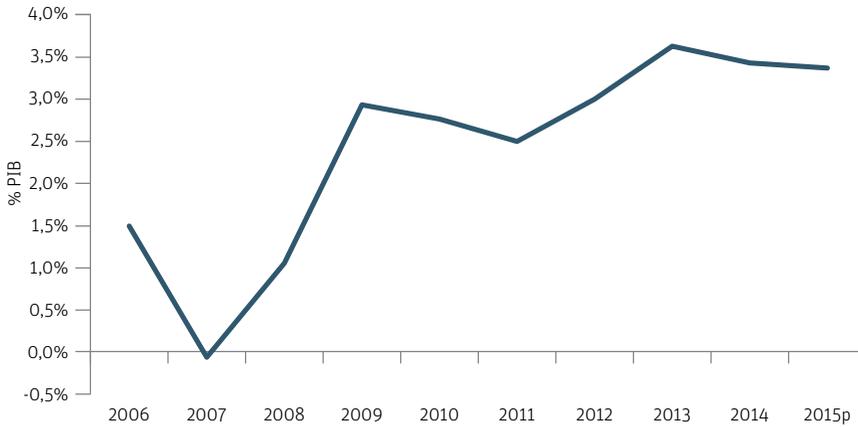
Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015).
Nota: p=preliminar.

GRÁFICO 1.3 Calidad de la cartera de crédito: CARD*

Fuente: Banco Mundial, SECMCA y cálculos propios.
Nota: *se excluye a Belice.

El crecimiento económico con relativa estabilidad de precios permitió sostener los resultados fiscales. En este caso, se concreta el segundo año consecutivo sin crecimiento del déficit fiscal (véase el Gráfico 1.4). En 2015, el déficit fiscal promedio fue 3,4% del PIB, el mismo nivel que el registrado en 2014. Este resultado fue reflejo de la sostenibilidad en la recuperación de los ingresos fiscales¹ y de la desaceleración del crecimiento promedio de los gastos ejecutados. Durante el 2015, los ingresos del Gobierno General promediaron un incremento de 5,6% (ubicándose en 19,7% del PIB regional), mientras que los gastos ejercidos registraron un crecimiento nominal anual de 5,3% (menor al 7,2% registrado en el 2014).

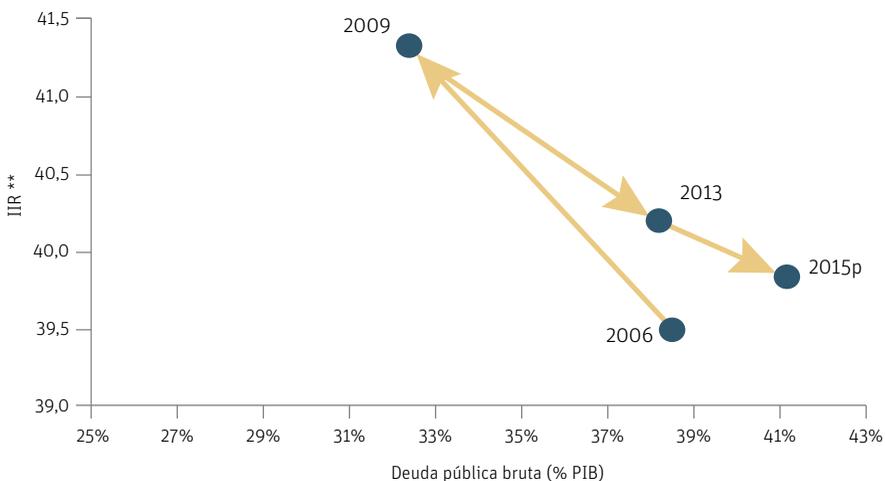
¹ En parte, gracias a la implementación de algunas reformas fiscales en la región durante el 2014, por ejemplo, en El Salvador, Honduras y Nicaragua.

GRÁFICO 1.4 Déficit fiscal: CARD

Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015).
Nota: p=preliminar.

El aspecto fiscal no implicó una mejora en la posición crediticia. La deuda pública bruta de CARD promedió un incremento de 1,7 puntos porcentuales del PIB en 2015, lo que indica tanto un débil aprovechamiento de las condiciones favorables para reducir la deuda como el importante reto fiscal que todavía enfrenta la región. Con ese incremento, excluyendo a Belice, la deuda pública pasó a representar alrededor de 41,2% del PIB regional, caracterizándose por un mayor uso de pasivos de carácter interno y bonos con plazos mayores de vencimiento.

El reciente incremento de la deuda estuvo acompañado de un deterioro de la percepción de riesgo de los inversionistas (véase el Gráfico 1.5). Esto implica que los mercados no valoran todavía

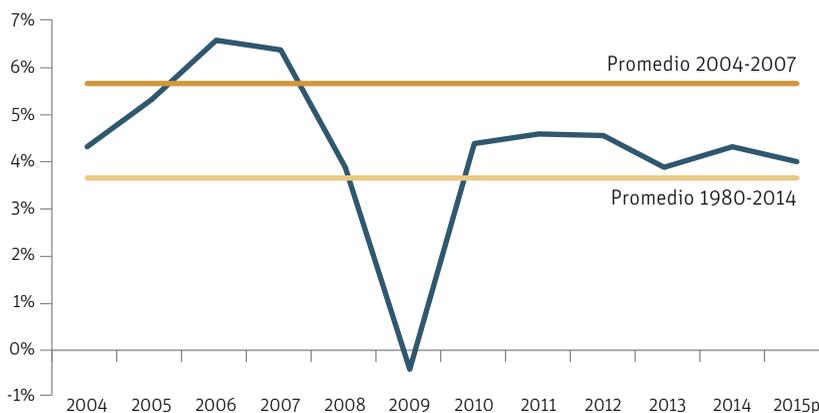
GRÁFICO 1.5 Deuda pública y percepción crediticia: CARD*

Fuente: *Institutional Investor Magazine* y Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015).
Nota: p=preliminar. *Se excluye a Belice. **El *Institutional Investors' Rating* (IIR) es un índice que da una valoración de 0 a 100 por país de acuerdo a la calidad de la deuda.

la estabilidad que vienen mostrando las cuentas fiscales en estos últimos años. Por lo tanto, CARD no debe descuidar la búsqueda de equilibrar el déficit durante períodos favorables, con el fin de estabilizar la deuda externa e idealmente reducirla para fortalecer los *buffers* ante crisis futuras.

La situación general permitió que la economía regional creciera (véase el Gráfico 1.6). El PIB promedió una expansión de 4% durante 2015; valor mayor a su tasa de crecimiento de largo plazo (3,6% entre 1980-2014), pero todavía menor al 5,6% promediado entre 2004-2007 (antes de la crisis mundial). El consumo privado fue el principal contribuyente a esta expansión (aumentó 4,8%), al tiempo que la demanda externa no creció lo suficiente como para impulsar aún más el crecimiento (en buena parte por la caída en el precio de productos primarios distintos al petróleo). Por su parte, en el transcurso de 2015, la evolución promedio de la industria manufacturera, del sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones, y de la intermediación financiera cumplió una función esencial en el impulso de la actividad económica².

GRÁFICO 1.6 Crecimiento anual del PIB real: CARD



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015 y enero de 2016).
Nota: p=preliminar.

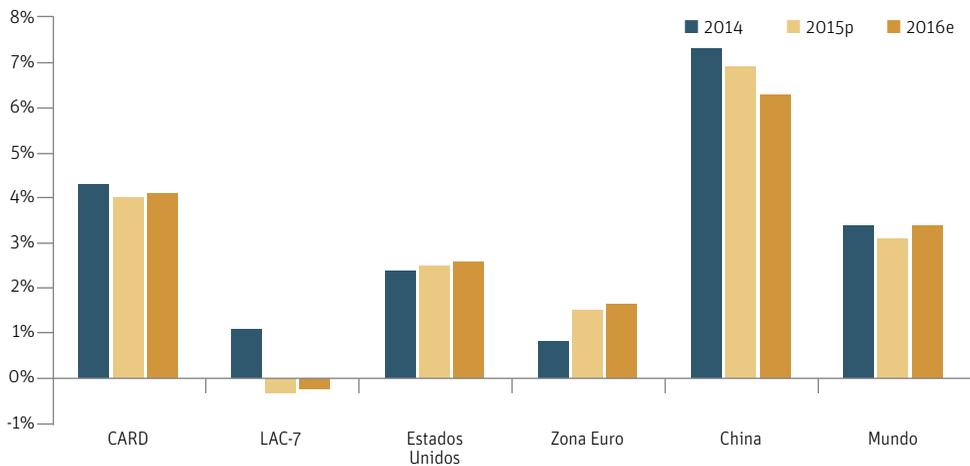
En resumen, el 2015 presentó un entorno favorable para CARD. Mejores perspectivas sobre el principal socio comercial de la región junto con la significativa disminución de los precios del petróleo fueron los grandes aliados para que CARD alcanzara un crecimiento económico con estabilidad tanto de precios como del sistema bancario local, sin aumentos del déficit fiscal y con mejoras en el resultado externo. De esta manera, se observa cómo la región ha comenzado a fortalecer sus condiciones iniciales para encarar episodios de contracción con respuestas expansivas; sin embargo, no todo está dicho. La deuda pública aumenta y los inversionistas comienzan a notar un posible desgaste del impulso favorable. Por lo tanto, urge revisar la agenda fiscal y no descuidar la agenda competitiva para favorecer el peso de la región en el comercio internacional.

² Hacia el tercer trimestre de 2015 y tomando en cuenta a Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Honduras, la contribución promedio de los sectores mencionados a la actividad económica fue de: industria manufacturera (0,5 puntos porcentuales), transporte, almacenamiento y comunicaciones (0,6 puntos porcentuales) y servicios financieros (0,7 puntos porcentuales).

LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL EN EL 2016

En materia de crecimiento, el 2016 traerá resultados mixtos (véase el Gráfico 1.7). La tasa de crecimiento mundial podría promediar 3,4% (0,3 puntos porcentuales más que el valor de 2015). A su vez, se espera que Estados Unidos siga consolidando su recuperación. Si bien en 2015 su economía experimentó una expansión de 2,5%, se estima que para 2016 crezca 2,6%. Lo anterior irá de la mano con una tímida recuperación promedio de la Zona Euro, con una nueva contracción promedio de los siete países más grandes de América Latina (LAC-7)³, así como con una expansión del PIB de CARD (4,1%) mayor al promedio mundial. No obstante, se continúa revisando a la baja el crecimiento económico de China, esperando que cierre con una expansión cercana a 6,3%, muy por debajo de su promedio histórico (9,8% entre 1980-2014).

GRÁFICO 1.7 Crecimiento anual del PIB real por zonas económicas



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, enero de 2016).

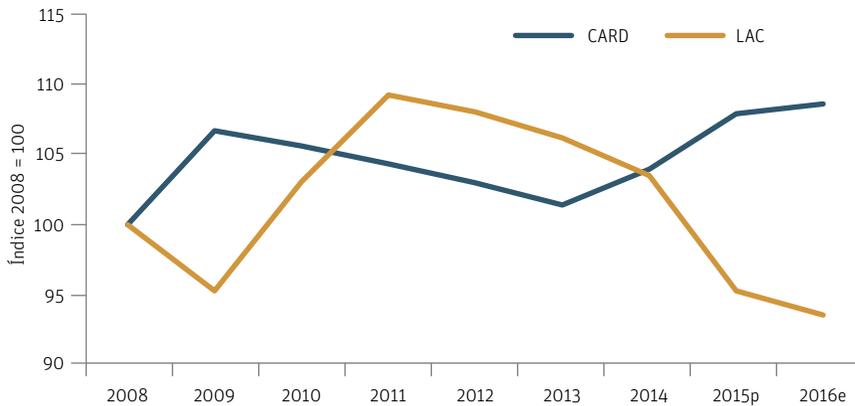
Nota: p=preliminar, e=estimado.

A esta perspectiva de mejor crecimiento en el principal socio comercial, hay que agregar el efecto positivo del petróleo y las remesas en la balanza externa regional. En promedio, la disminución del precio del petróleo permitió que CARD balanceara a su favor la caída de los precios de otros bienes primarios. A diferencia de América Latina y el Caribe en su conjunto (LAC), durante el 2015 CARD disfrutó de un alza relativa en sus términos de intercambio de bienes. Para el 2016 se prevé una nueva mejora de los términos de intercambio (véase el Gráfico 1.8). Como ocurrió en 2015, los menores precios de sus bienes exportados serían más que compensados por menores precios del petróleo.

En términos de riesgos, siendo China un importante socio comercial para Estados Unidos⁴ con mercados interconectados, la ralentización de su crecimiento y sus decisiones de política cambiaría

³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

⁴ Del total de importaciones estadounidenses, 20% provienen de China, mientras que cerca de 7,2% de sus exportaciones totales van a China.

GRÁFICO 1.8 Términos de intercambio: CARD y LAC

Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015).
 Nota: p=preliminar, e=estimado.

podrían generar ajustes poco claros sobre el crecimiento esperado de Estados Unidos, dejando una vez más a CARD atada al vaivén externo.

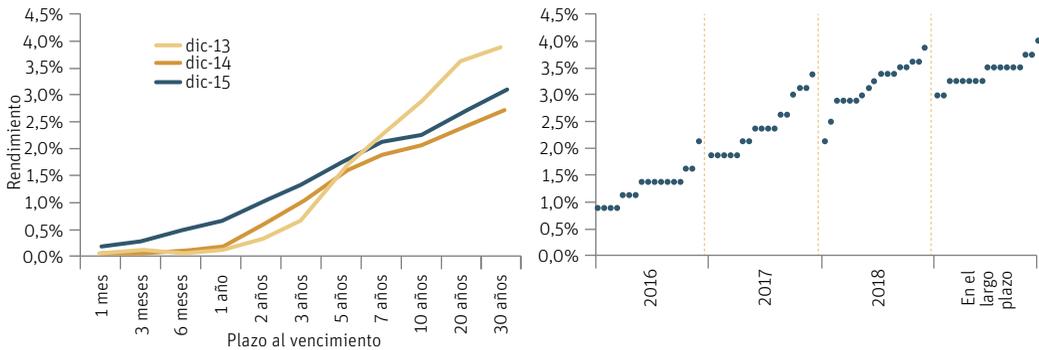
Los resultados esperados en China, la caída en el nivel de precios en Estados Unidos y el desempeño de los mercados de capitales abrió el debate sobre cuál sería el momento oportuno para que la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) comenzara a aumentar su tasa de interés de referencia. En diciembre de 2015, la FED culminó este debate incrementando su tasa en un cuarto de punto porcentual, ubicándola entre 0,25% y 0,50%. La FED anunció su confianza en los fundamentos económicos, en la sostenibilidad de la expansión económica estadounidense y en una eventual alza moderada de la inflación. No obstante, también reconoció que este aumento fue leve e indicó que por ahora persistirá el escenario de política acomodaticia. De esta manera, surge una nueva interrogante: ¿continuará el ajuste en las tasas de interés de la FED?

China ha mostrado su disposición de avanzar hacia un modelo de crecimiento menos dependiente de inversiones de capital, y ha propuesto una transición sobre la convertibilidad del yuan a más tardar para el 2020. Una mayor flexibilización del régimen cambiario en China facilitaría un tipo de cambio más cónsono con la dinámica de mercado, lo que podría motivar una reducción de su dependencia a las exportaciones y un impulso a su demanda interna. Si China persiste en una reforma de esta naturaleza, daría señales de esfuerzos para reconfigurar su economía con base en fundamentos de mercado, mejorando las expectativas y reduciendo paulatinamente la inestabilidad en los mercados financieros y las presiones a la baja sobre los precios en Estados Unidos. Con esto, la FED estaría más cómoda al elevar su tasa de referencia.

Además, algunos inversionistas sostienen que la inflación rebotará gradualmente y que un aumento igualmente gradual de las tasas de interés permitirá una reducción suavizada del alivio cuantitativo. Este primer aumento de la tasa de referencia de la FED se puede entender como un

avance en este sentido y como el primer paso hacia un ciclo posterior de endurecimiento monetario. Los inversionistas y la FED parecen apostar por este aumento progresivo de las tasas. El Gráfico 1.9 da cuenta de la curva de rendimiento de títulos del Tesoro y las expectativas del Comité de Mercado Abierto de la FED.

GRÁFICO 1.9 Curva de rendimiento y expectativas sobre cambios en la tasa de la FED

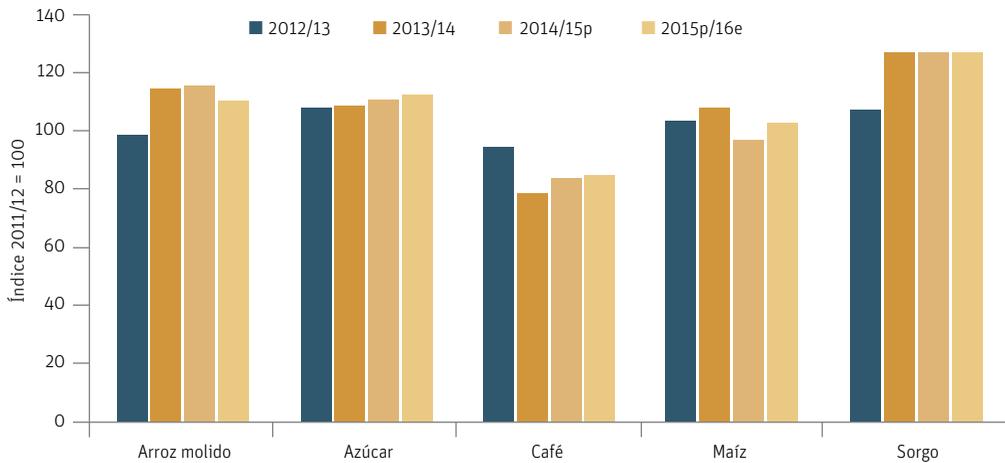


Fuente: Departamento del Tesoro y Reserva Federal de los Estados Unidos (diciembre de 2015).

Por un lado, se observa la pendiente positiva que en los últimos años ha tenido la curva de rendimiento, es decir, las expectativas de inflación se mantienen altas entre los inversionistas (aunque hoy en día menos que antes). No obstante, en 2015 se observa una curva por encima de la de 2014 y una reducción en la brecha entre las tasas de corto y largo plazo, lo que se puede interpretar bien sea como expectativas de mercado de una tasa fijada por encima del equilibrio o como un mercado que ya está asimilando el ajuste de tasas. Actualmente, tasas de corto plazo todavía muy bajas así como tasas de largo plazo relativamente altas llevan a pensar en que continuará el ajuste. Por otro lado, los 17 miembros con derecho a voto del Comité Federal esperan que la tasa de referencia se ubique en aproximadamente 1,3% hacia finales del 2016, confirmando la posibilidad del ajuste.

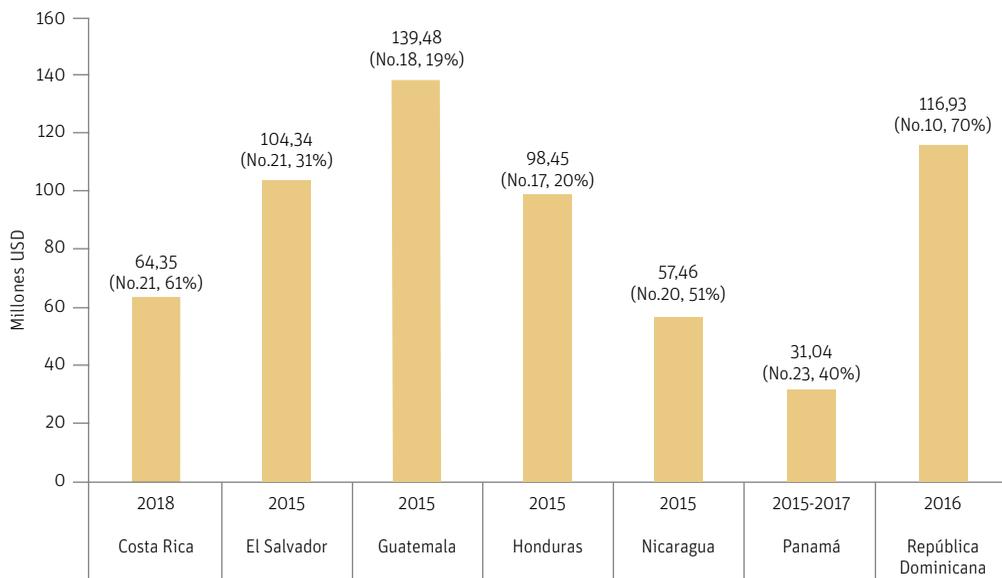
De igual modo, el fenómeno climático sigue afectando a la región. Salvo en el azúcar y en el sorgo, la producción agrícola no ha sido estable (véase el Gráfico 1.10). El café sigue mostrando un nivel de producción por debajo de la cosecha 2011/12; además, se redujo la producción de maíz en 2015 y se espera que la producción de arroz molido caiga en 2016. Este escenario podría tener implicaciones sobre la oferta de alimentos en los mercados locales. De esta manera, es posible que la fuerte sequía que viene fustigando a CARD se traduzca en presiones al alza sobre el nivel de los precios locales.

Finalmente, continúa la desgravación arancelaria del CAFTA-DR. Sin embargo, a partir de 2015 ha comenzado una nueva etapa. Hay una serie de bienes que no habían sido desgravados y que comienzan a desgravarse (véase el Gráfico 1.11). De esta forma, la región deberá encarar libre de aranceles a la oferta de productos de Estados Unidos, país de mayor competitividad relativa. En particular, esto incluye una serie de bienes agrícolas que podrían verse afectados negativamente por esta competencia, como lo son el arroz, el sorgo, el maíz amarillo, el frijol, entre otros. La actuación

GRÁFICO 1.10 Producción agrícola: CARD*

Fuente: FAO-Agricultural Market Information System (noviembre de 2015) y cálculos propios.

Nota: p=preliminar, e=estimado. *Para el arroz, el café y el maíz se excluye a Belice. Para el azúcar se incluye a todos los países, mientras que para el sorgo se excluye a Belice, Costa Rica y Panamá.

GRÁFICO 1.11 Importaciones desde EE.UU. en productos con desgravación inminente*

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (VPS/INT) basado en INTrade.

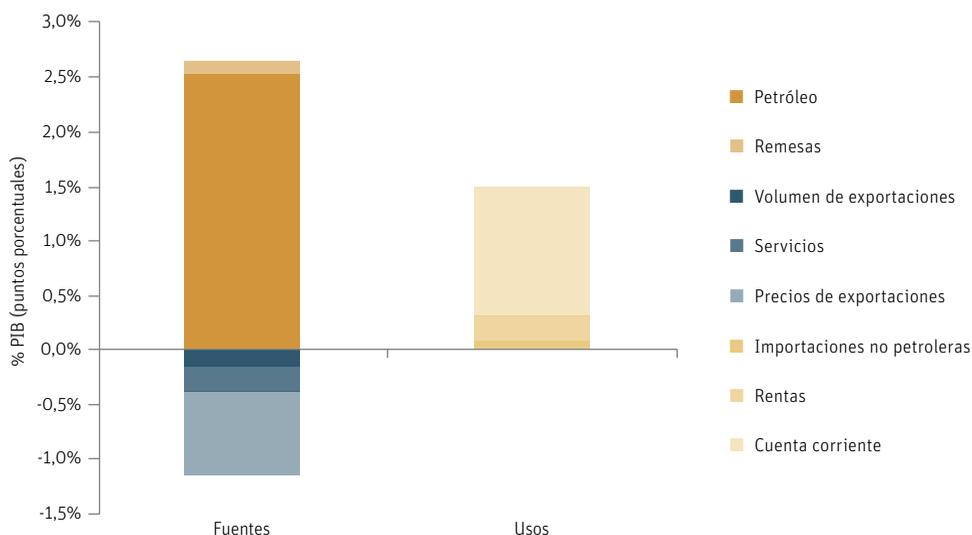
Nota: *productos afectados: carne, pollo, lácteos, café, arroz, aceite vegetal y animal, carne procesada, extractos de malta, helados y otras preparaciones alimenticias, ropa para niños y medias (Panamá). Entre () se encuentra el número de productos afectados por el desgravamen y su arancel promedio.

del sector agrícola y agroindustrial de los países de CARD será clave en esta coyuntura, pues deberán velar tanto por el abastecimiento de sus respectivos mercados como por la capacidad para mejorar su ventaja competitiva frente a su principal socio comercial.

LOS RETOS DE LA REGIÓN

La región sigue muy atada a factores exógenos. Para el 2016, parecería que estos factores van a contribuir positivamente a la región. En este contexto, la pregunta fundamental es si la región está aprovechando esta coyuntura. El Gráfico 1.12 presenta una forma de ver qué sucedió en el 2015.

GRÁFICO 1.12 Incidencia de componentes externos sobre la cuenta corriente, cambio entre 2014 y 2015: CARD*



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015) y cálculos propios.
Nota: *se excluye a Belice.

La primera columna muestra el choque positivo que experimentó la región. El país promedio tuvo una ganancia externa bruta de 2,6 puntos porcentuales del PIB, explicada por la reducción del precio del petróleo (2,5 puntos porcentuales del PIB) y mayores remesas (0,1 puntos porcentuales del PIB). Esta ganancia se contrarrestó mayormente por el impacto negativo del precio de sus exportaciones (-0,8 puntos porcentuales del PIB). Por lo tanto, por factores “externos” hubo un choque neto de 1,9 puntos porcentuales del PIB. Sin embargo, el choque total externo neto es aún menor (1,5 puntos porcentuales del PIB) por el efecto desfavorable de los volúmenes de las exportaciones de bienes y las exportaciones de servicios. Por consiguiente, el hecho de que los Estados Unidos sea de las pocas economías que crecen en el mundo actual y, más aún, que sus importaciones estén creciendo más rápido que su producto, no está siendo comercialmente aprovechado por la región.

La segunda columna presenta cómo se usó este choque positivo. Como se aprecia, la mayor parte se tradujo en ahorro externo (1,2 puntos porcentuales del PIB o casi 80% del choque positivo neto), mientras que el aumento de las importaciones no petroleras fue de apenas 0,1 puntos porcentuales del PIB. Se podría argumentar que dado que este escenario de precios del petróleo parece ser

estructural, la necesidad de ahorro es menor y, por tanto, el ahorro de la región es suficiente. Sin embargo, también se evidencia cómo aumentó el pago por rentas; esto es reflejo de dos temas: el aumento del costo del endeudamiento externo y la acumulación de pasivos externos netos. Ambos factores indican que todavía es necesario hacer un mayor ajuste de la cuenta corriente con el fin de estabilizar los pasivos externos. En consecuencia, la región tiene que ahorrar más.

Al intentar ver quién contribuyó a la mejora de la cuenta corriente, dado el desempeño fiscal antes descrito, se concluye que el ahorro vino del sector privado. Este ahorro del sector privado viene por menor consumo (0,9 puntos porcentuales del PIB) y menor inversión (0,5 puntos porcentuales del PIB). Más aún, la caída del consumo es menor que el ahorro proveniente de los menores precios del petróleo⁵ (estimado en 1,8 puntos porcentuales del PIB para el consumidor final), por lo que el consumo en otros bienes ha aumentado. Por lo tanto, se sigue observando que el sector público no contribuye al ahorro de la economía y que el sector privado está utilizando los beneficios del menor precio del petróleo y mayores remesas para el consumo.

En este contexto, el 2016 se presenta como otro año positivo. Sin embargo, existen riesgos. Los flujos de capitales externos de corto plazo continúan financiando parte del déficit externo de CARD y una variación brusca en los niveles de esos flujos implicará cambios importantes e inmediatos en la capacidad de compra externa. Además, es posible que se concrete un ajuste gradual hacia el alza de la tasa de los fondos federales, lo que permite esperar una paulatina contracción de la oferta de fondos a la región. Igualmente, si la crisis en China afecta el crecimiento en los Estados Unidos, esto impactará a la región.

¿Cómo aprovechar el entorno positivo? En primer lugar, como se aprecia en el Gráfico 1.12, es necesario aprovechar el crecimiento de los Estados Unidos. Como se analizará en este reporte, la región no ha desarrollado un paquete exportador distinto. Las ventajas comparativas siguen encontrándose en los mismos bienes de hace 30 años, aún en el mercado estadounidense. Además, se verá que el tipo de cambio no parece ser el obstáculo para el desarrollo de nuevas exportaciones.

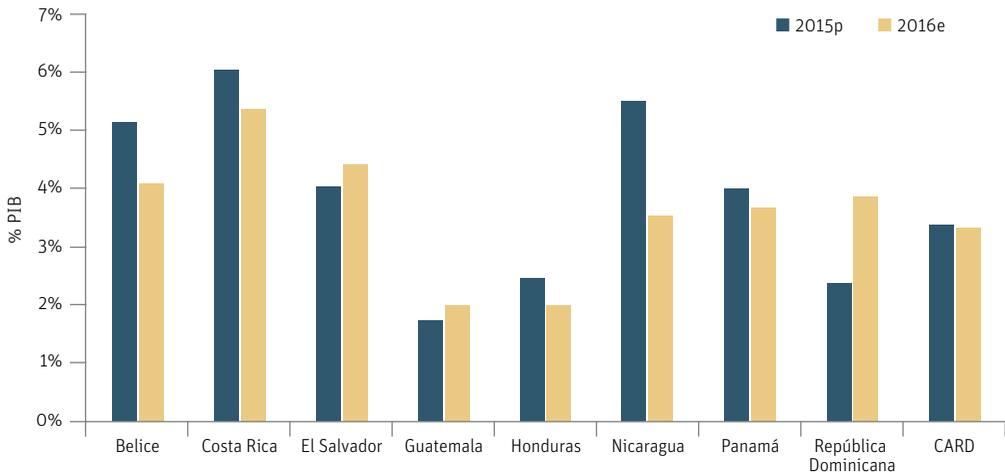
El cambio del entorno internacional plantea la necesidad de volver a examinar las políticas de promoción de competitividad. La región ha hecho pocos avances en la mejora de su posicionamiento en distintos *rankings* de competitividad. Temas como logística y transporte continúan siendo tareas pendientes. Por otro lado, hay que replantear los incentivos de atracción de capitales y evitar usar los atajos fiscales para compensar las deficiencias en competitividad de la región. Finalmente, hay que avanzar en estrategias de crecimiento donde se favorezca la competitividad del paquete exportador no tradicional.

Por su parte, la deuda pública aumenta y el recorrido por la senda del equilibrio fiscal sigue sin materializarse. Luego de dos años consecutivos sin ajustes significativos a la baja del déficit

⁵ Estimaciones preliminares indican que los menores precios del petróleo han sido principalmente aprovechados por el consumidor final. No se ha aprovechado la situación para aumentar los impuestos al consumo de combustibles y el Gobierno ha perdido ingresos por los menores precios. Esto incluso ha llegado a ser mayor que la caída de los subsidios al consumo de energía. Por lo tanto, para la mayoría de los países más bien ha ocurrido una pérdida fiscal por los menores precios.

fiscal, el 2016 no plantea un escenario distinto (véase el Gráfico 1.13). Los resultados son mixtos pero, en general, resta un importante trabajo para recuperar los ingresos fiscales. Las deficiencias en la administración tributaria y la aprobación de reformas tributarias, como respuesta al fin de los beneficios fiscales de zonas francas, son tareas pendientes de la región.

GRÁFICO 1.13 Expectativas del déficit fiscal



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015).
Nota: p=preliminar, e=estimado.

Como política a corto plazo, los resultados fiscales positivos tendrían un significativo y pronto efecto sobre las expectativas de los inversionistas en la región, lo que facilitaría la estabilidad y el acceso a la deuda, robustecería los *buffers* para aplicar políticas anticíclicas y serviría de soporte para tomar acciones orientadas a fortalecer las instituciones locales, la estructura productiva y el sector financiero (véase Lagarda *et al.*, 2015). Ya Izquierdo y Manzano (2012) nos alertaban sobre la necesidad de que la región ajustara su balance fiscal, no solo haciendo efectivas las metas de largo plazo de recaudación adicional derivadas de reformas fiscales, sino también revisando la estructura rígida del gasto público. Para ello, se debe asumir el esfuerzo político para focalizar el gasto social, reducir los costos de intervención y tomar medidas para replantear las estrategias de subsidios en la región (en particular, a la energía).

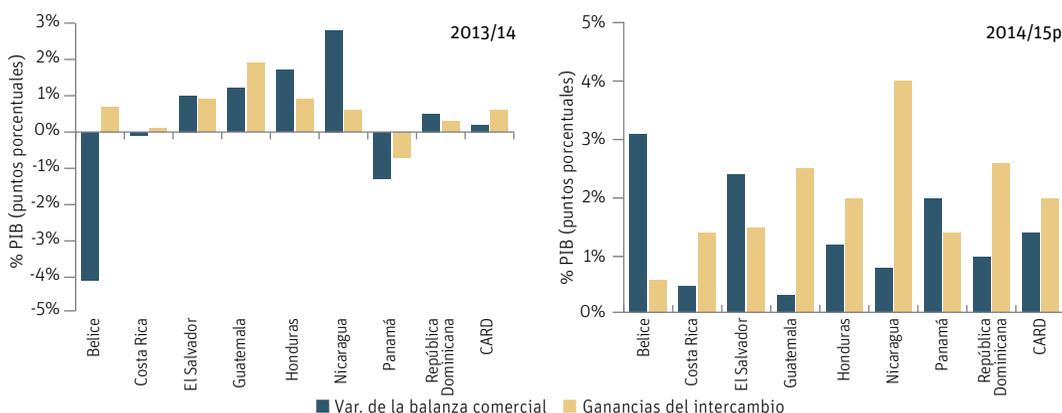
En definitiva, existe una ventana abierta que refresca la importancia de revisar las agendas nacionales. Esta coyuntura favorable tiene que ser aprovechada para alcanzar la sostenibilidad de la deuda y lograr un sector exportador competitivo.

LA COMPETITIVIDAD DEL SECTOR EXTERNO

Las mejores perspectivas sobre la economía estadounidense y la disminución de los precios del petróleo significaron un escenario comercial favorable para CARD. En lo relativo a las exportaciones, a pesar de la reducción internacional del precio de diversos bienes primarios, la región logró incrementar sus exportaciones no petroleras en 1,6% durante 2015, lo que permitió compensar parte del aumento aún mayor en sus importaciones no petroleras (3,5%). En lo relativo a la importación, la disminución sustancial de los precios del petróleo alivió la factura petrolera, llevando a la reducción del déficit comercial total y, por lo tanto, a una importante disminución del déficit externo. Esto, en un contexto donde los flujos netos de IED y las transferencias corrientes de remesas, originadas mayormente en Estados Unidos y dirigidas a la región, se mantuvieron a niveles relativamente estables.

Ahora bien, tal y como se mencionó en el primer capítulo, la relación de precios internacionales sigue contribuyendo a mejorar la balanza comercial de CARD. En 2015, productos como el arroz, el azúcar, el café, el maíz y el trigo, asimilaron una caída en su precio proporcionalmente menor a la experimentada por el petróleo, lo que permitió la mejora relativa de precios. Este escenario favorable continúa, aunque en menor grado. Las ganancias en términos de intercambio van dando muestra de desgaste y, en consecuencia, se comienza a observar cómo los cambios en las cantidades importadas podrían estar superando a los cambios en las cantidades exportadas (véase el Gráfico 2.1)¹.

GRÁFICO 2.1 Ganancia ante variaciones de los términos de intercambio



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015) y cálculos propios.

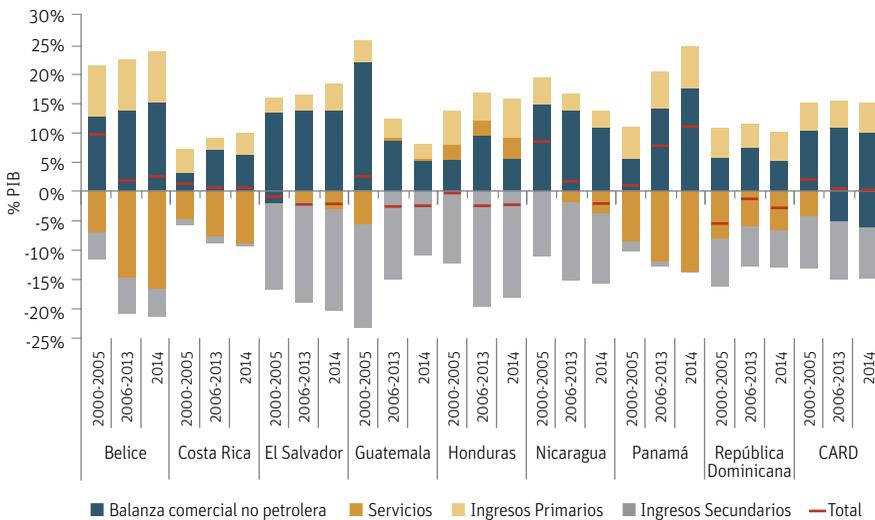
Nota: p=preliminar. La ganancia del intercambio muestra la variación observada entre el escenario comercial con precios del momento (t), y el escenario comercial con los precios del año previo (t-1).

¹ Tal y como se deduce del Gráfico 2.1, la diferencia entre la variación de la balanza comercial y las ganancias del intercambio se explica, en buena medida, por la variación en los volúmenes comercializados.

En promedio y para las cuentas externas, es posible pensar que CARD aprovechó el choque positivo en los precios internacionales (condicionando buena parte de la variación de la balanza comercial a ese choque); sin embargo, la coyuntura estuvo acompañada de un importante deterioro a través de las cantidades, es decir, la región aumentó su volumen de bienes importados en mayor proporción al aumento observado en sus volúmenes exportados, aunque no fue así en todos los países. En Belice, El Salvador y Panamá, los ajustes en las cantidades apoyaron el choque positivo de los términos de intercambio.

El Gráfico 2.2 muestra que, en promedio, el déficit en cuenta corriente no petrolera ya se venía reduciendo, lo que era una debilidad estructural de la región. Históricamente, entre 1980 y 2014, el déficit en cuenta corriente no petrolera había promediado 1,2% del PIB regional, mientras que en 2014 se redujo a 0,3% del PIB. No obstante, ante los recientes cambios en la relación de volúmenes comercializados, el déficit en cuenta corriente no petrolera cierra el 2015 en 1,2% del PIB (cifra similar a la histórica). Se espera que cualquier nuevo choque exógeno pero negativo en los precios internacionales requiera un importante ajuste de las cantidades para intentar reducir un posible desequilibrio en la cuenta corriente.

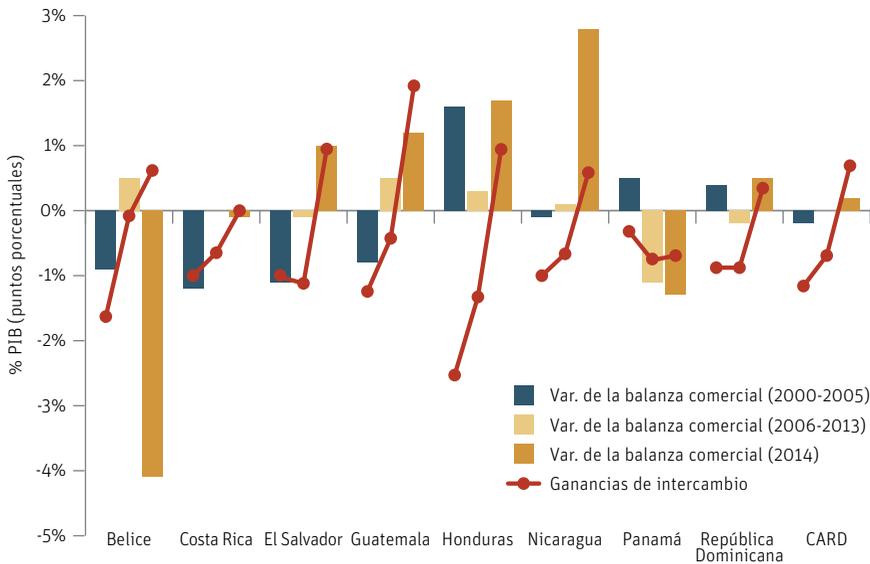
GRÁFICO 2.2 Déficit en cuenta corriente no petrolera



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015) y cálculos propios.

Nota: valores mayores a cero indican el déficit; valores por debajo indican superávit. Se asume que los ingresos primarios (renta factorial) y los ingresos secundarios (transferencias corrientes), así como los servicios, son no petroleros.

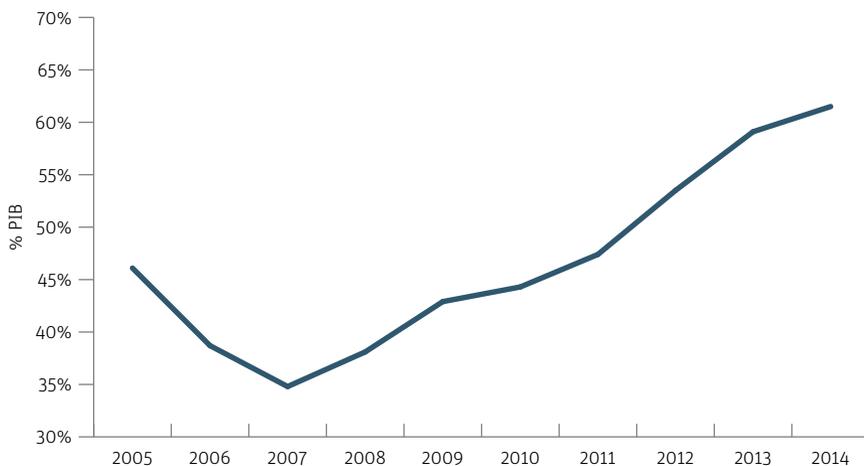
Lo anterior no es algo nuevo. El Gráfico 2.3 detalla cómo la región ajusta su balanza comercial siempre que ocurren cambios en las relaciones de precios. En el promedio, se observa que durante los periodos 2000-2005 y 2006-2013 a pesar de que los choques de términos de intercambio fueron negativos y significativos, la balanza comercial no lo registró completamente, demostrando capacidad de ajuste en cantidades. Con el reciente choque positivo sucede algo similar, las cantidades están disminuyendo el impacto total del choque.

GRÁFICO 2.3 Ganancia promedio ante variaciones de los términos de intercambio

Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015) y cálculos propios.

Nota: la ganancia del intercambio muestra la variación observada entre el escenario comercial con precios del momento (t), y el escenario comercial con los precios del año previo (t-1). En este caso, se muestra el promedio de las variaciones para los períodos respectivos.

Aunque en principio esto podría parecer una respuesta razonable, no es menos cierto que aún queda mucho por hacer a fin de ajustar la cuenta corriente. Como señala el Gráfico 2.4, los pasivos externos netos de la región se han incrementado en la última década, principalmente por la acumulación de IED, previéndose mayores pagos hacia el extranjero en el futuro. Esta situación podría comprometer la sostenibilidad de la balanza de pagos. Atendiendo a este punto, se llevó

GRÁFICO 2.4 Pasivos externos netos: CARD*

Fuente: Bancos Centrales.

Nota: *se excluye a Belice, Panamá y República Dominicana.

adelante un análisis de sostenibilidad externa basado en el enfoque estándar². Para el 2015, los resultados señalan que la región requiere un ajuste promedio equivalente a 2,2% del PIB en el déficit de la balanza comercial y de servicios para evitar un mayor deterioro y mantener así la posición externa neta en un valor constante.

El dinamismo actual alivió las cuentas externas de CARD, pero la canasta no petrolera no recibió el mismo trato que la petrolera. Los países de la región son importadores netos de petróleo y la mayor contribución a la reducción del déficit en cuenta corriente se debió a la caída del precio de ese bien. Otros bienes primarios (azúcar, café, cacao, entre otros), que contribuyen a las exportaciones de la región, también vieron afectados sus precios a la baja, lo que acortó los espacios para reducir aún más el déficit. Dadas estas circunstancias, la región no puede descuidar la agenda competitiva para favorecer su peso en el comercio internacional y mejorar estructuralmente su balanza.

Las variaciones en los precios internacionales son eventos exógenos para los países de la región (de bajo control); en cambio, salvo las características propias de mercados inelásticos, estos países sí cuentan con mayor control para actuar ajustando la balanza comercial según cantidades exportadas e importadas. En este caso, la desgravación arancelaria del CAFTA-DR representa un gran reto para la región, pues debe encarar libre de aranceles a la oferta de productos de Estados Unidos, lo que podría significar un importante choque negativo a las cantidades. Así, cobra aún más relieve el pronto reconocimiento de las fortalezas y debilidades comerciales de CARD, dando idea de dónde concentrar esfuerzos para ganar control sobre los volúmenes exportados (para suavizar futuros choques externos negativos y mantener nichos de mercado), expandir el comercio e impulsar las tasas de crecimiento económico.

LAS VENTAJAS COMPARATIVAS DE LA REGIÓN

Diversas son las maneras de conceptualizar e interpretar la competitividad de un país y múltiples las formas de medirla³. En su sentido amplio, se puede definir como la habilidad que tiene un país para mejorar el estándar de vida de sus ciudadanos a través de la productividad con la cual los recursos son empleados (en este caso, hablar de competitividad y productividad es lo mismo). Dentro de ese marco conceptual, medir la competitividad no es un asunto trivial. Involucra analizar componentes estáticos y dinámicos, locales y agregados, institucionales, de mercados y factores de producción, entre otros.

Por otro lado, una visión comúnmente usada percibe a la competitividad internacional desde un enfoque basado en datos de comercio. Según esta visión, revisar ciertos indicadores de comercio exterior daría cuenta de la posición de un país o región frente al resto del mundo y, por lo tanto, sumaría indicios sobre los productos en los cuales deberían concentrarse los esfuerzos comerciales.

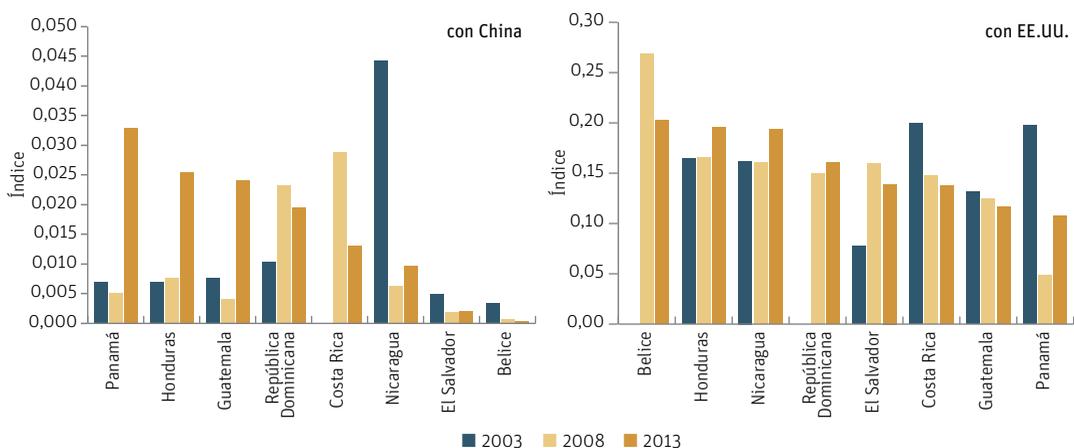
² El estudio fue realizado para Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana. Para ello, teniendo en cuenta las distintas características de los países así como la disponibilidad de datos históricos al 2014, se evaluaron escenarios ante distintas tasas de crecimiento de largo plazo en conjunto con distintas tasas de interés real sobre pasivos externos.

³ Véase, por ejemplo, Porter (1990), Lall (2001) y Kitson *et al.* (2004).

Con este criterio, se adopta el enfoque de competitividad revelada, de tal modo que la evolución favorable de una serie de indicadores de comercio podría interpretarse como una ganancia de competitividad en períodos determinados y viceversa⁴.

Dado el contexto internacional descrito en el primer capítulo de este reporte, es importante revisar la posición comercial de CARD frente al mercado mundial y frente al mercado estadounidense. En principio, se destaca que el patrón de inserción comercial favorece a la región (véase el Gráfico 2.5)⁵. La expansión de China (país que representa 15,5% del PIB mundial) se ha desacelerado en 2015, mientras que Estados Unidos sigue en franca recuperación luego de la crisis mundial. La baja vinculación de la región a China como socio hace a la balanza comercial regional menos vulnerable a su desaceleración; en cambio, es más factible esperar efectos directos positivos sobre el comercio regional dada la vinculación comercial actual a Estados Unidos.

GRÁFICO 2.5 Vinculación comercial



Fuente: WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de seis dígitos HS (2002 y 2007), excluyendo bienes no especificados. El índice abarca desde cero (no vinculación) a uno (completa vinculación). Las barras que no aparecen en ciertos períodos se deben a la falta de disponibilidad de datos.

En este contexto, ¿cuál ha sido el desempeño de las exportaciones de la región? Usando datos de comercio exterior, se hará un análisis de los resultados de los indicadores de: concentración de productos, ventajas comparativas reveladas, calidad relativa de la canasta exportadora y especialización comercial. De esta manera, se tendrá una aproximación a las fortalezas y debilidades comerciales de CARD.

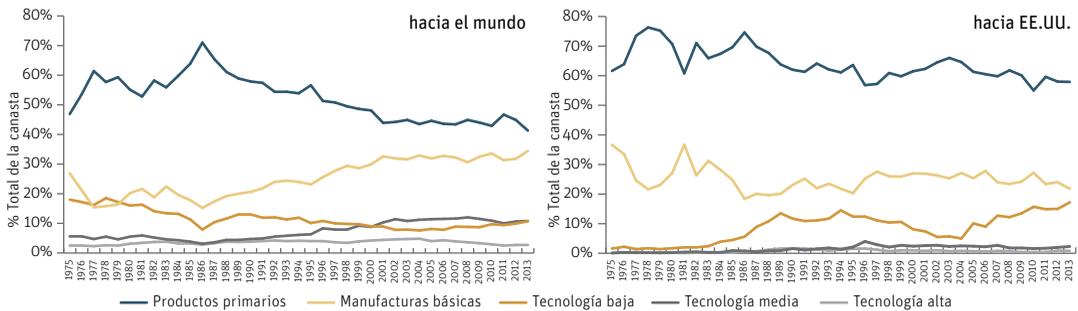
⁴ Véase García-Herrero *et al.* (2014) para la aplicación de este marco en la evaluación del sector manufacturero en América Latina.

⁵ Siguiendo a Ferchen *et al.* (2013), se construyó un índice de vinculación comercial, siendo un promedio geométrico de tres componentes, tal que:

Vinculación_{ij} = $\sqrt[3]{\frac{X_{ij}}{X_i} \cdot \frac{X_{segundodestino}}{X_{ij}} \cdot \text{prom} \left[\frac{M_{destino}}{M_j} \cdot \left(1 - \frac{X_{ij}}{X_j} \right) \right]}$. El primer componente expresa las exportaciones de un producto (i) del país (j) como cuota de sus exportaciones totales (da respuesta a qué tan concentradas están las exportaciones del país en un producto). El segundo componente indica las exportaciones de i de j a un destino particular (en este caso a China o EE.UU.), dividido por la exportación total de i (da respuesta a qué tan dependiente es el mundo en relación con el país destino para vender i). El último componente promedia dos expresiones: primero, la cuota de las importaciones de i del país destino en el mercado global; segundo, el complemento de la cuota de mercado que tiene j en la exportación de i (medida de la fortaleza del país destino como comprador en comparación con la fortaleza de j como vendedor).

El Gráfico 2.6 muestra el comportamiento de las exportaciones de la región, según clasificación tecnológica: productos primarios, manufacturas básicas y manufacturas no básicas (de baja, media y alta tecnología)⁶. Dado el reto de la desgravación arancelaria del CAFTA-DR y siendo la economía estadounidense su principal socio comercial, cobra relieve revisar tanto la canasta exportadora total de la región como su canasta dirigida a Estados Unidos⁷.

GRÁFICO 2.6 Evolución de las exportaciones, según clasificación tecnológica: CARD*



Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

Se observa cómo en la canasta total de CARD viene ocurriendo una transición desde la exportación de productos primarios hacia la exportación de manufacturas básicas (ambos tipos de productos representan el 75% del total). Por su parte, la transición se observa también en la canasta dirigida a Estados Unidos. En este caso, ha aumentado relativamente la exportación de productos asociados a tecnología baja en detrimento de la proporción de productos primarios.

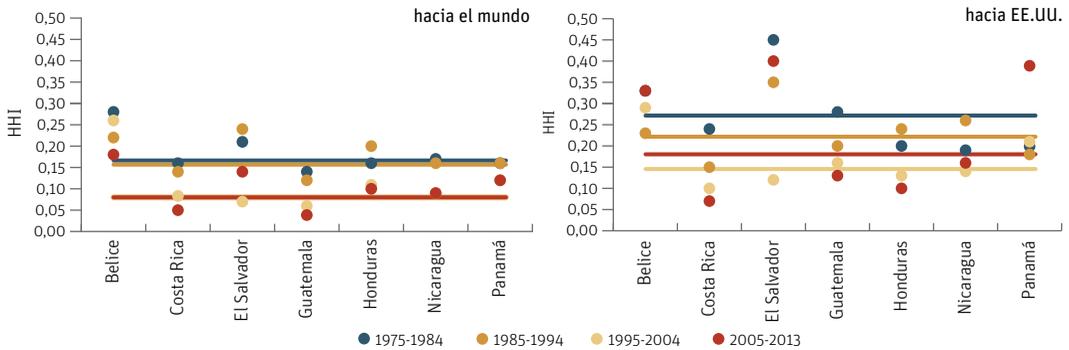
Sin embargo, las ganancias en diversificación se están perdiendo (véase el Gráfico 2.7). Si bien el grado de concentración de las exportaciones⁸ es menor a su resultado histórico, contrastando el período 2005-2013 (período donde el CAFTA-DR fue entrando en vigor, aunque en distintos años según el país) con 1995-2004, no se observa avance alguno en esta materia. Más aún, tomando en cuenta la canasta con Estados Unidos, se evidencia un retroceso en la diversificación. En general, dada la vinculación comercial de la región a Estados Unidos, se confirma que los productos exportados hacia este país son menos diversos a la canasta total, situación histórica sostenida y que da cuenta de lo debilitada que quedaría la región si no reinventa su comercio internacional.

⁶ La clasificación tecnológica se detalla en: productos primarios (agricultura, animales vivos y productos animales, carnes y lácteos), combustibles, pescados y mariscos, productos cerámicos y vidrio), manufacturas básicas (bebidas, comestibles, madera, metales, minerales, papel, tabaco) y manufacturas no básicas; este último en: tecnología baja (calzados, cauchos, cueros, pieles, prendas de vestir e industria textil), tecnología media (armas, equipos de transporte, equipos de calefacción y enfriamiento, equipos domésticos eléctricos, instrumentos de música y sus partes, maquinaria para agricultura, construcción y minería, municiones y sus partes, relojería, productos químicos como abonos, extractos y pinturas, preparados de perfumería y tocador, preparados para lavar, pólvoras y explosivos, artículos pirotécnicos, materias plásticas y otros) y tecnología alta (aceleradores de electrones y protones, aparatos para circuitos eléctricos y de telecomunicaciones, aparatos electromédicos, aparatos ópticos e instrumentos de control, baterías y acumuladores, transistores y equipos eléctricos para automóviles, calderas generadoras de vapor, equipos para distribuir electricidad, motores y turbinas a vapor y gas, motores de propulsión y de combustión interna, productos farmacéuticos, reactores nucleares, productos cinematográficos y fotográficos).

⁷ Para ello, y hasta donde la disponibilidad de datos lo permitió, se hizo un esfuerzo adicional de homogeneización de datos y exclusión de componentes de comercio de zonas libres, maquila y similares (reduciendo el sesgo de revisar canastas derivadas de altos incentivos fiscales para industrias no locales). El proceso anterior fue de alguna manera posible para seis países de la región: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

⁸ Se mide mediante el índice Herfindahl-Hirschman (HHI, por sus siglas en inglés) normalizado.

GRÁFICO 2.7 Grado de concentración de las exportaciones

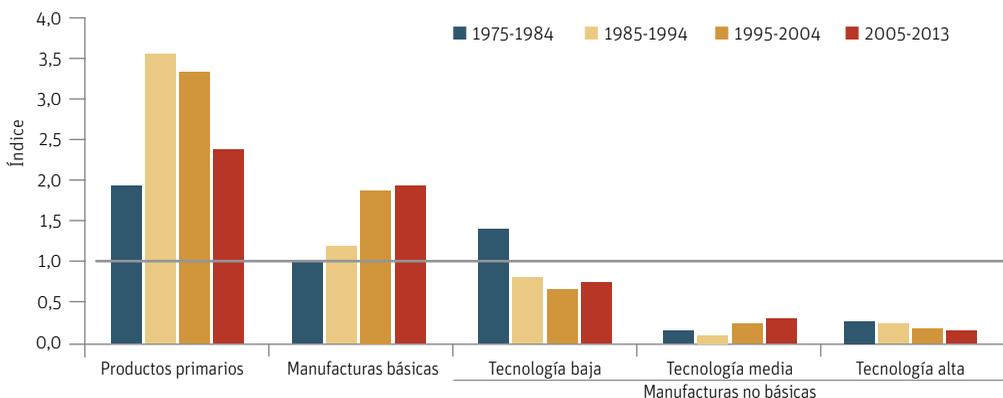


Fuente: WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. Las líneas indican promedio regional. Un índice cercano a 1 indica una gran concentración de la canasta exportadora. Los cálculos incluyen las zonas con incentivos fiscales.

Detrás de esta circunstancia, se encuentra el hecho de que la región no ha desarrollado ventajas comparativas más que en productos primarios, manufacturas básicas y, parcialmente, en productos de baja tecnología (véanse los Gráficos 2.8 y 2.9)⁹. Incluso ha perdido competitividad con otros países de América Latina y el Caribe (para mayor detalle, véase el Anexo 2.1). Lo anterior, es consecuencia del persistente rezago regional en la adopción de nuevas tecnologías, así como de la falta de procesos de transferencia tecnológica junto a una inversión pública-privada de usual alcance limitado.

GRÁFICO 2.8 Ventaja revelada de CARD* comparada con el mundo, según clasificación tecnológica: exportaciones totales



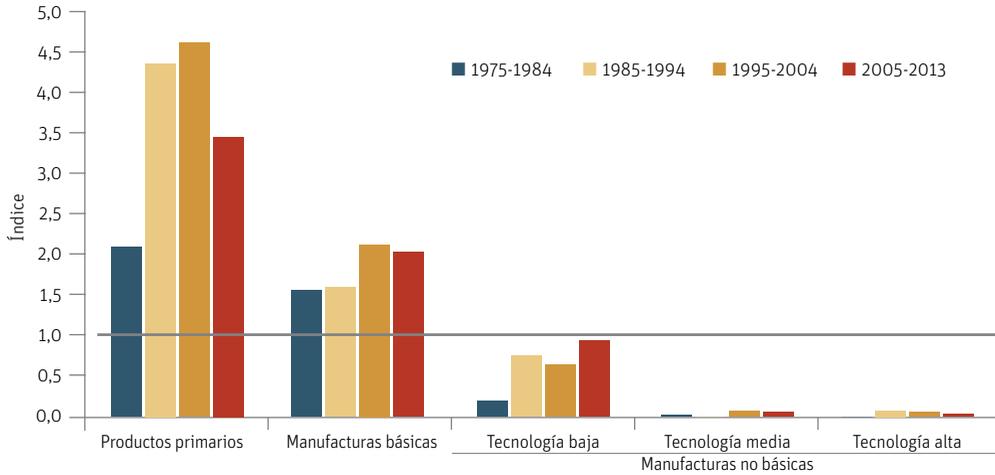
Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

⁹ Basado en Balassa (1965), se calcula el índice de ventajas comparativas reveladas (RCA, por sus siglas en inglés) para medir si, dado un destino (como por ejemplo, mundial o Estados Unidos), un producto tiene más peso en las exportaciones de un país o región que en otro. Si esto sucede, entonces el país tendría una ventaja comparativa en la producción de ese bien. Los resultados surgen de elegir una canasta exportadora para un destino particular (k) y luego realizar la división entre la cuota que representa la exportación de un producto (i) sobre las exportaciones totales del país o región (j) y la cuota que representa la exportación de i sobre las

$$RCA_{ijk} = \frac{X_{ijk}}{X_{jk}} \div \frac{X_{iwk}}{X_{wk}}$$

GRÁFICO 2.9 Ventaja revelada de CARD* comparada con el mundo, según clasificación tecnológica: exportaciones hacia EE.UU.



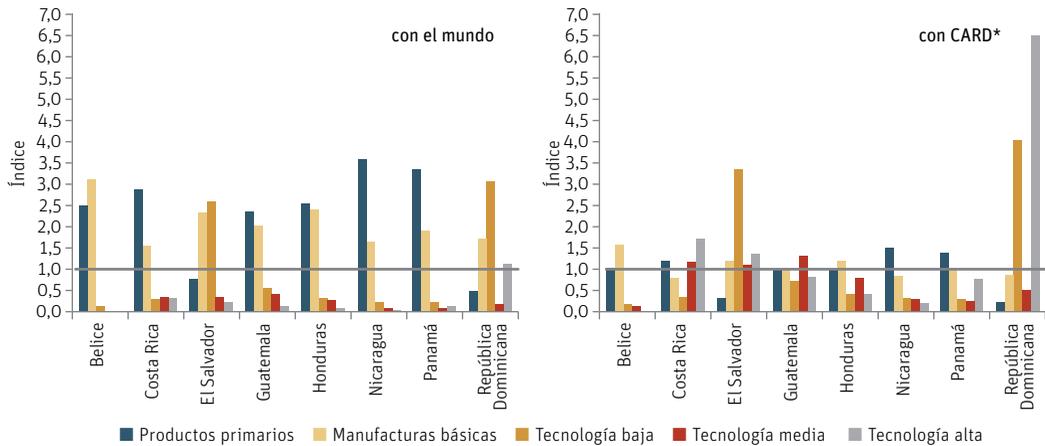
Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

Ahora bien, la transición a manufacturas básicas y de baja tecnología es consistente con las ventajas reveladas para la región. Independientemente del mercado que se abastece, sea el mundial o el estadounidense, la región mantiene ventajas en productos primarios, siendo importante que sostenga su liderazgo sobre este renglón de productos (Oriente Medio y África del Norte siguen gozando de mayor ventaja comparativa que CARD). Además, se evidencia cómo la región presenta estructuras similares de comercio en el desarrollo de ventajas en productos de baja tecnología, lo que posibilita escenarios de mayor competencia para ampliar nichos de mercado.

Cabe señalar que en la región persisten diferencias (véanse los Gráficos 2.10 y 2.11 y, para mayor detalle, el Anexo 2.2). En ambas canastas de productos exportados, se observa cómo El Salvador y República Dominicana actualmente no son competitivos al comerciar productos primarios. Por su parte, no hay diferencia sustancial entre aquellos países con ventajas en dichos productos. En este caso, dada la similitud de productividades entre los países de la región, en vez de llamar a la competencia por mercados, una mejor opción sería intensificar la coordinación intrarregional en busca de complementariedades. No obstante, los resultados no son absolutos. Costa Rica, El Salvador y República Dominicana se deslindan de los demás por tener ventajas en exportaciones no tradicionales. En principio, estos tres países podrían tener una mayor posibilidad de éxito que el resto de la región al comerciar dichas manufacturas pero, al contrastar con la competitividad mundial, Costa Rica muestra desventajas en productos de tecnología baja (no así los otros dos, en los cuales la industria textil tiene un importante peso en las exportaciones).

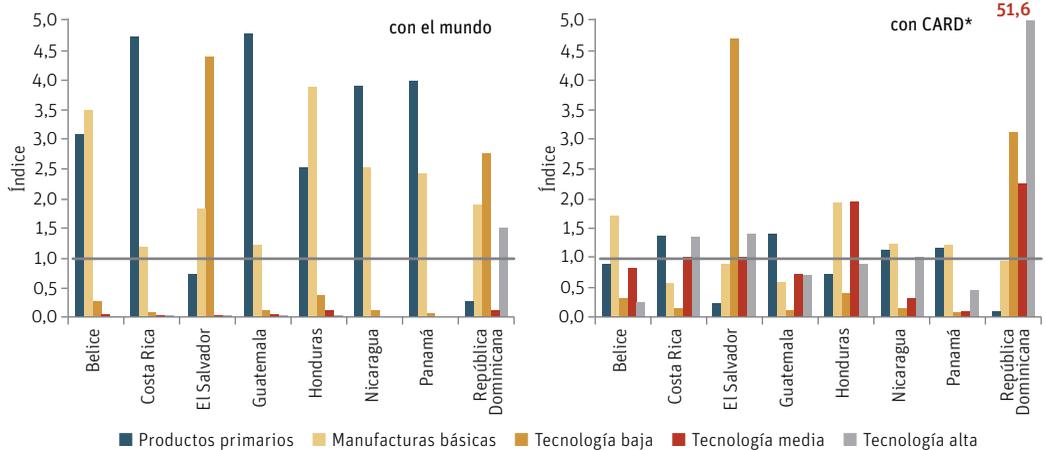
GRÁFICO 2.10 Ventaja revelada de los países, promedio 2005-2013, según clasificación tecnológica: exportaciones totales



Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

GRÁFICO 2.11 Ventaja revelada de los países, promedio 2005-2013, según clasificación tecnológica: exportaciones hacia EE.UU.



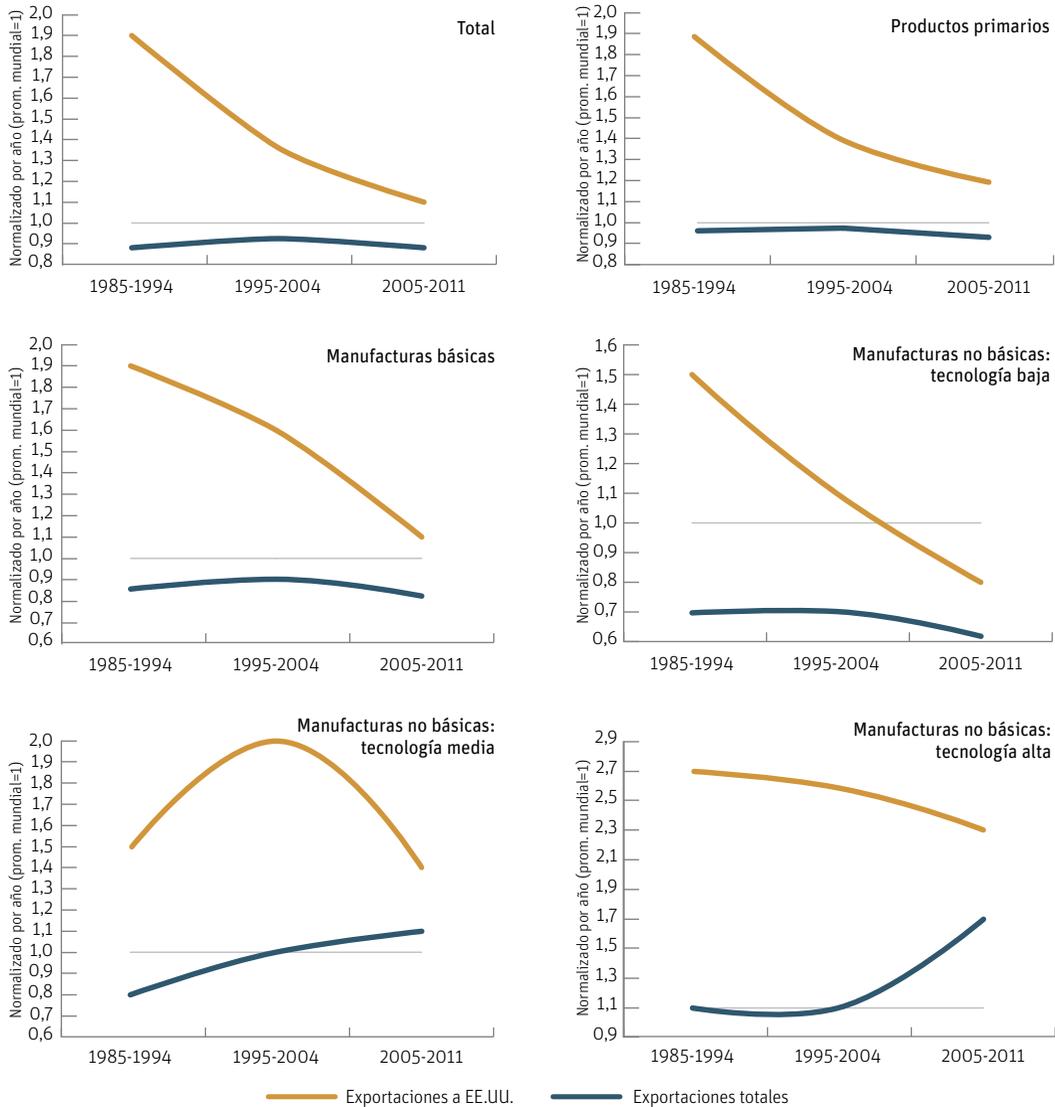
Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

Este poco desarrollo de ventajas comparativas va acompañado por una reducción de la calidad relativa o “particularidad” promedio de las exportaciones de la región (véase el Gráfico 2.12). Una forma de ver ese desempeño es evaluar los precios relativos de productos similares entre la región y otros países, donde la diferencia en valores se atribuye precisamente a la “particularidad” del

producto exportado¹⁰. Se observa cómo la calidad relativa promedio del total de bienes exportados ha decrecido en las últimas décadas. En el período 2005-2011, la calidad relativa de los bienes que CARD dirige a EE.UU. supera a la asociada con la media mundial; sin embargo, la calidad relativa del total de bienes que la región exporta todavía se encuentra por debajo de la media mundial.

GRÁFICO 2.12 Calidad relativa promedio, según clasificación tecnológica: CARD*



Fuente: Feenstra y Romalis (2014), WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: un resultado mayor a uno se interpreta como productos con mayor calidad relativa a la oferta mundial; caso contrario, menor calidad. Si es uno, la calidad del producto se representa íntegramente en el valor unitario del mismo. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

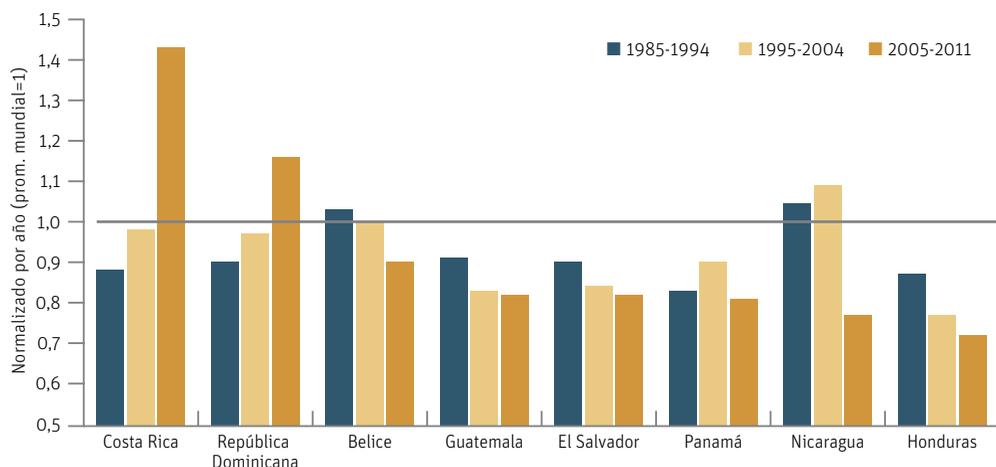
¹⁰ A partir de datos publicados por Feenstra y Romalis (2014), se construyó este indicador de calidad basado, tal como se explicó anteriormente, en precios relativos (*ratio* entre un índice del valor unitario de mercado del producto y un índice del precio ajustado por calidad). Para ello, se reclasificaron los resultados de SITC rev.2 a SITC rev.1. Luego, se normalizó año por año, de modo que el promedio mundial se iguale a uno. Posteriormente, los resultados se agregaron mediante un promedio ponderado utilizando la clasificación tecnológica antes descrita. Una vez hecha la agregación correspondiente, se vuelve a normalizar. Al hacer los cálculos para Estados Unidos como socio comercial, se asume que la calidad de los productos se mantiene invariante y, por lo tanto, los resultados podrían variar en función del valor de las exportaciones dirigidas a este país, la canasta de productos exportados con Estados Unidos y los países de la muestra que conforman el mundo en el promedio normalizado.

Aunque la región resalta por su competitividad en el comercio de productos primarios y de manufacturas básicas, la calidad relativa de sus exportaciones dirigidas al mundo se mantiene por debajo de la asociada con la oferta mundial; más aún, se ha deteriorado. La región no parece exportar calidad, lo que ha reducido la percepción de su competitividad y ha develado nuevos retos comerciales, de productividad y de crecimiento en espacios que aparentemente se daban por tomados. A su vez, la calidad relativa de las exportaciones de estos productos hacia Estados Unidos se mantiene por encima de la media mundial, pero luego de un importante retroceso en las últimas décadas.

Los productos de baja tecnología de la región también muestran una calidad relativa muy baja en contraste con la oferta mundial. Sin embargo, no todo son malas noticias. Si bien los productos exportados de tecnología media y alta representan menos del 15% del total regional, su calidad relativa mejoró respecto de la oferta originada en el mundo en aproximadamente una década. Lo anterior refleja el potencial regional para atraer inversiones de capitales de largo plazo en estas industrias, así como la importancia de agendar un marco de políticas que promuevan la ampliación de cuotas de mercado y la mejora de la competitividad para ampliar el valor unitario de esos productos y ajustar el balance comercial a mediano y largo plazo.

El Gráfico 2.13 muestra la calidad relativa de la canasta exportadora por país. En ningún caso la calidad relativa actual de las exportaciones de los países representa la misma que la oferta mundial; tampoco se ha mantenido a niveles constantes. Costa Rica y República Dominicana le presentan al mundo una canasta de productos de mayor calidad relativa promedio; estos dos países han mejorado sostenidamente la calidad relativa de sus productos en el transcurso de las últimas décadas. Lamentablemente, no puede afirmarse lo mismo del resto de la región, donde la calidad relativa ha venido en franco descenso.

GRÁFICO 2.13 Calidad relativa promedio de la canasta exportadora hacia el mundo

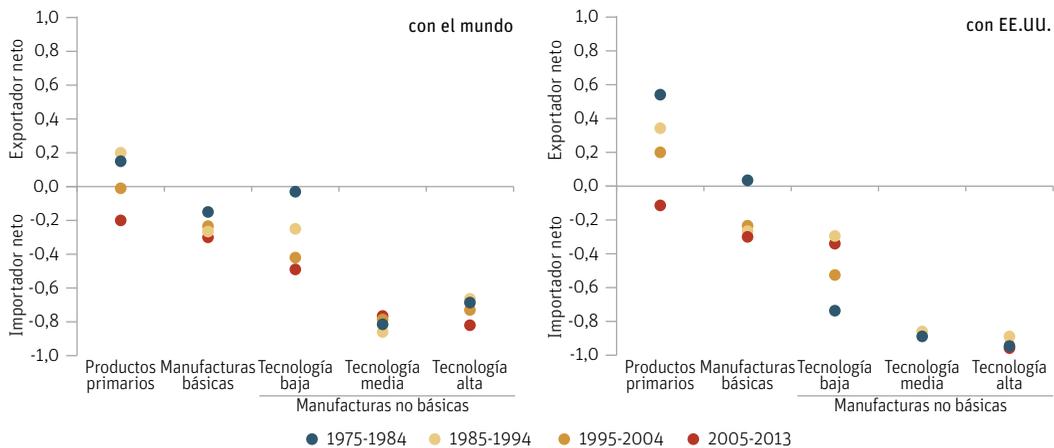


Fuente: Feenstra y Romalis (2014), WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: un resultado mayor a uno indica productos con mayor calidad relativa a la oferta mundial; caso contrario, menor calidad. Si es uno, la calidad del producto se representa íntegramente en su valor unitario.

Habida cuenta de los resultados anteriores, la región no ha encontrado la fórmula para dejar de ser importadora neta de todas las categorías de bienes, en algunas con mayor intensidad que en otras. El Gráfico 2.14 registra la especialización comercial de la región¹¹. Excluyendo la canasta de productos originada en áreas de altos incentivos fiscales (de maquila, zonas libres, entre otras), se observa cómo la situación comercial actual de la región es más desfavorable que en períodos anteriores, lo que revela la alta dependencia de la balanza comercial a los incentivos fiscales para el comercio. Este resultado es posible toda vez que la región solo mantiene una participación relevante y de exportación neta de animales y productos animales, minerales y vegetales. Por consiguiente, urge replantear el esquema de atracción de IED y fomentar la industria local para no perder campo en los terrenos donde todavía se cuenta con ventajas comparativas frente al mundo.

GRÁFICO 2.14 Especialización comercial, según clasificación tecnológica: CARD*



Fuente: WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: un resultado mayor a cero indica que la región es exportador neto del producto respectivo, si es menor a cero es importador neto. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

LA AGENDA FUTURA

La falta de ganancia de competitividad en el sector externo junto con el retroceso observado en indicadores comerciales históricamente favorecedores de la región pone en relieve la agenda pendiente.

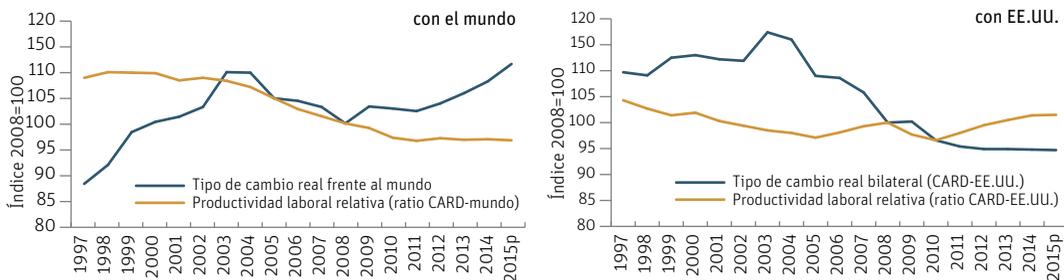
La atracción de inversión de largo plazo hacia áreas con altos incentivos fiscales no parece haber facilitado la creación de condiciones de desarrollo y de competitividad para la industria local; por el contrario, pareció fortalecer un modelo donde las áreas sin incentivos retrocedieron en materia de competitividad internacional. De esta manera, y dado el vencimiento en 2015 de las concesiones de la Organización Mundial de Comercio para sostener los beneficios fiscales, hoy más que nunca hay un llamado a adaptar futuros esquemas de incentivos comerciales en pro de generar derrames locales horizontales y beneficios intrarregionales.

¹¹ Los resultados de este indicador se obtienen a partir de la división de las exportaciones menos las importaciones de un producto entre el total de comercio internacional de la región (exportaciones más importaciones). Así, los valores resultantes están normalizados.

Por otro lado, se recuerda que los países de CARD están localizados en una zona geográfica muy compacta. Las condiciones internas de los países plantean escenarios productivos donde la competencia entre ellos no necesariamente resultaría en mejoras comerciales en su conjunto (Cuevas *et al.*, 2014). Por lo tanto, buscar una mejor coordinación regional (por ejemplo, mediante un sistema armonizado de tributación) permitiría a los países explotar sus complementariedades, facilitando un escenario intrarregional comercial “suma positivo” (donde todos podrían salir favorecidos).

Además, existen factores asociados con aspectos macroeconómicos que podrían estar actuando como limitantes a este progreso comercial. En particular, el Gráfico 2.15 no refleja una relación clara entre el tipo de cambio real y la productividad relativa¹². Incluso, el tipo de cambio real bilateral CARD-EE.UU. podría no estar alienado con los fundamentos.

GRÁFICO 2.15 Productividad laboral relativa y tipo de cambio real: CARD



Fuente: Banco Mundial, Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015) y cálculos propios.

Nota: p=preliminar. El tipo de cambio real se calcula a partir de la ecuación fundamental, mientras que el índice de productividad laboral se basa en el cociente entre el PIB real y la población ocupada.

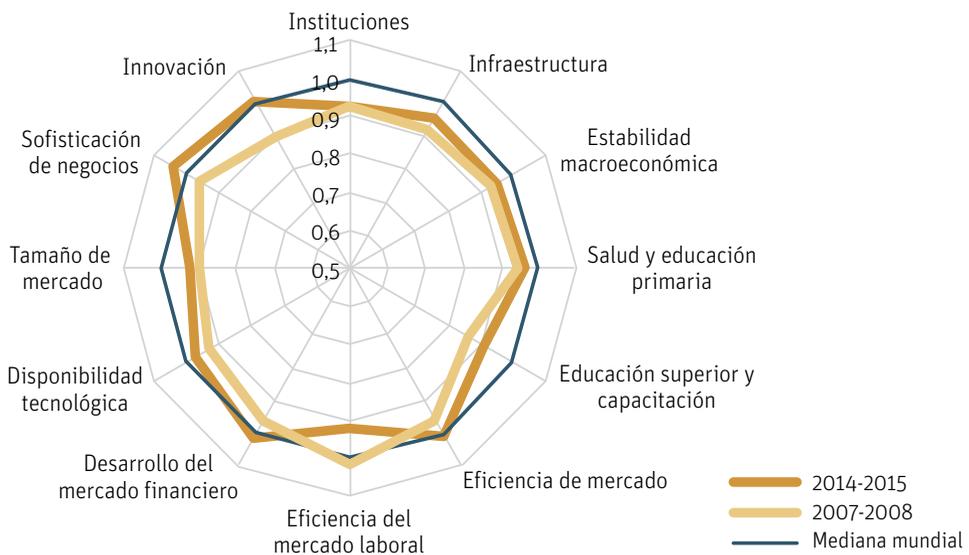
En teoría, el incremento relativo de la productividad del sector transable debería desplazar fuerza laboral del sector no transable al transable, ocasionando escasez de oferta de bienes no transables. Los precios relativos de los bienes no transables frente a los transables serían mayores, siendo la manera de retornar al equilibrio interno la apreciación real de la moneda (efecto Balassa-Samuelson). Con la productividad laboral regional relativamente estancada respecto de la estadounidense, se observa un desajuste del tipo de cambio real que podría indicar posibles inconsistencias entre el esquema de tipo de cambio nominal y la dinámica de precios locales y/o externos. El tercer capítulo hará una revisión de lo sucedido en términos de política cambiaria.

Tal y como plantean Izquierdo y Manzano (2012), la capacidad de potenciar el intercambio comercial en la región no depende exclusivamente de la habilidad para expandir el margen extensivo de comercio, sino también de cómo complementar lo anterior con políticas que incrementen las ganancias en el margen intensivo (por ejemplo, a través de mejoras en infraestructura y en conectividad entre países o regiones).

¹² La diferencia entre el tipo de cambio real frente al mundo y el bilateral (CARD-EE.UU.) viene dada por la relación de precios entre el mundo y EE.UU. (siendo este último el más favorecido).

Al respecto, diversos estudios sugieren avanzar con políticas tanto de *software* como de *hardware* para estimular el comercio¹³. Dada la retroalimentación que existe entre estas políticas, incluir su aplicación multiplicaría los efectos positivos sobre los países de la región. Por ejemplo, el desarrollo de infraestructura física podría potenciar los efectos expansivos de los acuerdos comerciales y, a su vez, los acuerdos comerciales promoverían la inversión en infraestructura orientada a agilizar el intercambio de productos. Dado que la región depende, en su mayoría, del transporte terrestre para trasladar sus productos, la reasignación de recursos que busquen expandir y mejorar la infraestructura vial sería esencial¹⁴.

GRÁFICO 2.16 Competitividad global relativa: CARD* frente a la mediana mundial



Fuente: Reporte global de competitividad (Foro Económico Mundial, 2007-2008 y 2014-2015) y cálculos propios.
Nota: *se excluye a Belice.

Con base en la definición del Foro Económico Mundial sobre la competitividad, se observa cómo entre los períodos 2007-2008 y 2014-2015 el resultado de los 12 pilares que determinan el nivel de productividad promedio de la región se mantiene relativamente igual, con sus contadas excepciones (véase el Gráfico 2.16). En particular, también cabe destacar que en la mayoría de pilares, la región está por debajo de la mediana mundial.

Entre estos pilares de competitividad, el único retroceso observado en la región fue sobre la eficiencia del mercado laboral. Esta circunstancia revela las mayores rigideces que persisten en los mercados laborales de CARD en contraste con otros países del mundo. En vista de que este

¹³ Para mayor información, véase Giordano (2012) y Portugal-Pérez y Wilson (2012). Los principales componentes de las políticas de *software* son las regulaciones comerciales, la facilitación del comercio y la promoción de las exportaciones; en cambio, las políticas de *hardware* suponen cerrar brechas de infraestructura e incrementar la conectividad para ganar competitividad.

¹⁴ Como afirman Izquierdo y Manzano (2012), en la región existe la percepción generalizada de que la calidad de la infraestructura no es suficiente.

pilar es un potenciador de eficiencia, debe incluirse en la agenda regional la necesidad de mejorar los incentivos al esfuerzo de los trabajadores (ajustando el precio del trabajo a la productividad del trabajador) y defender los avances hechos en políticas de igualdad de género para el acceso al trabajo. A su vez, la región mostró una mejora relativa en innovación tecnológica y sofisticación de productos (pilares más asociados con efectos de largo plazo), lo que es un nuevo paso para motivar el comercio de productos no tradicionales; no obstante, si este avance no se acompaña por una mejora sustancial de la educación y capacitación en los países de la región, la baja calidad relativa y los retos actuales de competitividad seguirán vivos.

En general, es fundamental que la región tome en serio la labor de fortalecer su balanza comercial. Para ello, debe realizar cambios concretos y estructurales que la blinden ante los riesgos inherentes a los vaivenes externos. Promover la competitividad de productos no tradicionales es una tarea que tendría efectos a mediano y largo plazo, por lo cual debe ser un punto clave en la agenda inmediata. En paralelo, no se puede descuidar la competitividad sobre los productos primarios y las manufacturas básicas, categorías donde la región sigue con ventajas competitivas pero donde el retroceso relativo en calidad juega en contra. De esta manera, se mantendrían espacios comerciales ganados a corto plazo, se expandiría el comercio y se impulsaría el crecimiento económico a mediano y largo plazo.

ANEXO 2.1 Ventaja comparativa revelada de la región

CUADRO 2.1.A Ventaja revelada de CARD* comparada con otras zonas económicas, según clasificación tecnológica: exportaciones totales

Clasificación tecnológica	Mundo				LAC-7				Alto ingreso				Países de bajo y mediano ingreso por región																
													Asia del Este y Pacífico				Asia del Sur				Europa				Oriente Medio y África del Norte				
	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	
Productos primarios	1.9	3.6	3.4	2.4	1.0	1.6	1.9	1.5	3.0	4.8	4.6	3.5	1.0	2.3	3.8	4.5	1.6	2.2	2.1	2.2	1.5	3.3	1.6	1.0	0.6	0.8	0.7	0.6	
Manufacturas básicas	1.0	1.2	1.9	2.0	0.8	0.7	1.3	1.2	1.0	1.2	2.0	2.0	0.8	1.1	2.3	2.6	1.1	1.7	2.4	1.9	0.8	0.8	1.0	1.4	8.0	3.6	5.2	5.6	
Manufacturas no básicas	Tecnología baja	1.4	0.8	0.7	0.8	2.5	1.4	0.9	1.5	1.3	0.9	0.9	1.0	1.2	0.4	0.3	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5	0.3	0.5	0.9	3.5	1.0	0.7	1.3
	Tecnología media	0.2	0.1	0.2	0.3	0.7	0.3	0.4	0.5	0.1	0.1	0.2	0.3	3.3	0.4	0.4	0.3	0.9	0.6	0.8	0.6	1.5	0.3	0.6	0.7	3.8	0.6	1.6	1.6
	Tecnología alta	0.3	0.3	0.2	0.2	1.3	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.4	0.2	0.2	1.1	1.1	0.9	0.5	5.3	1.1	0.9	0.7	20.9	3.4	1.9	1.0

Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. Se resalta en beige claro la presencia de ventaja (RCA>1), en beige oscuro donde no hay ni ventaja ni desventaja (RCA=1) y en blanco donde hay desventaja. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

CUADRO 2.1.B Ventaja revelada de CARD* comparada con otras zonas económicas, según clasificación tecnológica: exportaciones hacia EE.UU.

Clasificación tecnológica	Mundo				LAC-7				Alto ingreso				Países de bajo y mediano ingreso por región															
													Asia del Este y Pacífico				Asia del Sur				Europa				Oriente Medio y África del Norte			
	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013
Productos primarios	2.1	4.3	4.6	3.4	1.0	1.7	2.9	2.4	4.3	7.2	6.3	4.0	1.2	4.7	13.2	15.8	1.9	2.3	2.9	3.8	4.7	6.8	9.5	2.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Manufacturas básicas	1.6	1.6	2.1	2.0	1.5	1.3	2.3	2.0	1.4	1.6	2.0	1.9	1.9	1.7	2.9	2.5	2.8	3.3	3.4	2.7	0.4	0.5	0.6	0.7	127.8	17.8	14.2	24.8
Manufacturas no básicas	Tecnología baja	0.2	0.7	0.6	0.9	0.3	1.1	0.7	1.6	0.2	0.9	1.0	1.9	0.1	0.3	0.2	0.4	0.0	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	1.3	4.7	2.2	0.9	1.3
	Tecnología media	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.1	0.5	0.2	0.1	3.9	1.5	3.0	2.1
	Tecnología alta	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.5	0.4	0.1	6.4	4.8	0.4	0.2	31.7	2.8	5.9

Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. Se resalta en beige claro la presencia de ventaja (RCA>1), en beige oscuro donde no hay ni ventaja ni desventaja (RCA=1) y en blanco donde hay desventaja. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

ANEXO 2.2 Ventaja comparativa revelada por paíes

CUADRO 2.2.A Ventaja revelada de los paíes comparada con CARD* y con el mundo, según clasificación tecnológica: exportaciones totales

Clasificación tecnológica	Vs.	Belice			Costa Rica			El Salvador			Guatemala			Honduras			Nicaragua			Panamá			República Dominicana												
		1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013										
Productos primarios	CARD*	0.1	0.2	0.5	1.1	1.2	1.2	1.2	0.9	0.8	0.6	0.3	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.0	1.1	0.8	1.0	1.2	1.5	1.0	0.8	1.2	1.4	0.5	0.3	0.3	0.2		
	Mundo	0.3	0.7	1.7	2.5	2.3	3.9	3.9	2.9	1.7	3.0	2.0	0.8	1.8	3.1	3.2	2.3	2.2	4.4	3.4	2.5	1.6	3.5	3.9	3.6	1.9	3.0	4.1	3.4	0.9	0.9	1.1	0.5		
Manufacturas básicas	CARD*	3.7	3.5	2.3	1.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2	1.2	0.9	1.1	1.0	1.0	1.4	1.1	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	0.8	1.9	1.9	1.1	1.0	3.3	1.9	1.3	0.9		
	Mundo	3.9	4.0	4.3	3.1	0.7	0.8	1.5	1.5	0.9	1.3	2.3	2.3	1.0	1.4	1.8	2.0	1.5	1.2	2.3	2.4	1.0	1.2	2.0	1.6	1.9	2.1	2.0	1.9	3.4	2.1	2.3	1.7		
Manufacturas no básicas	Tecnología baja	CARD*	0.8	1.7	0.8	0.2	0.6	1.1	0.6	0.4	1.6	1.3	2.0	3.3	1.2	1.1	1.1	1.1	0.7	0.3	0.3	0.8	0.4	1.7	1.6	0.7	0.3	0.4	0.9	0.7	0.3	0.1	3.0	4.0	4.0
		Mundo	1.2	1.3	0.6	0.1	0.8	0.9	0.5	0.3	2.3	1.1	1.4	2.6	1.8	0.9	0.8	0.6	0.4	0.3	0.5	0.3	2.4	1.3	0.5	0.2	0.5	0.7	0.5	0.2	0.1	2.3	2.5	3.1	
	Tecnología media	CARD*	0.9	0.1	0.1	0.1	1.2	1.0	1.0	1.2	1.0	1.5	1.3	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3	0.7	0.3	0.8	0.8	1.2	0.7	0.6	0.3	0.3	0.6	0.3	0.2	1.1	0.8	0.4	0.5	
		Mundo	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	
	Tecnología alta	CARD*	0.4	0.0	0.0	0.0	1.7	1.3	1.2	1.7	1.1	1.2	1.6	1.4	1.6	1.5	1.0	0.8	0.1	0.1	0.4	0.4	0.2	0.1	0.6	0.2	0.1	0.5	0.5	0.8	0.1	2.9	2.7	6.5	
		Mundo	0.1	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.7	0.6	1.1

Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. Se resalta en beige claro la presencia de ventaja (RCA>1), en beige oscuro donde no hay ni ventaja ni desventaja (RCA=1) y en blanco donde hay desventaja. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

CUADRO 2.2.B Ventaja revelada de los paíes comparada con CARD* y con el mundo, según clasificación tecnológica: exportaciones hacia EE.UU.

Clasificación tecnológica	Vs.	Belice			Costa Rica			El Salvador			Guatemala			Honduras			Nicaragua			Panamá			República Dominicana												
		1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2013										
Productos primarios	CARD*	0.0	0.0	0.1	0.9	1.2	1.0	1.2	1.4	1.0	0.9	0.6	0.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.0	1.1	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	1.1	0.6	0.5	0.9	1.2	0.5	0.3	0.2	0.1		
	Mundo	0.0	0.2	0.4	3.1	2.5	4.5	5.6	4.7	2.1	4.1	2.5	0.7	2.2	4.9	5.7	4.8	2.1	4.7	3.5	2.5	1.7	3.3	3.3	3.9	1.2	2.1	4.0	4.0	1.1	1.2	1.0	0.3		
Manufacturas básicas	CARD*	2.5	2.9	3.0	1.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.9	0.9	1.3	0.9	0.9	0.9	0.6	0.6	1.0	1.1	1.5	1.9	1.4	2.4	1.6	1.2	2.2	2.7	1.5	1.2	2.0	1.2	1.3	0.9		
	Mundo	3.9	4.5	6.3	3.5	0.8	0.8	1.3	1.2	1.4	1.5	2.8	1.8	1.4	1.4	1.2	1.2	1.5	1.8	3.2	3.9	2.3	4.1	3.4	2.5	3.3	4.2	3.2	2.4	3.1	1.8	2.6	1.9		
Manufacturas no básicas	Tecnología baja	CARD*	13.9	3.9	1.8	0.3	0.9	1.6	0.6	0.1	1.8	1.5	3.6	4.7	1.3	0.6	0.7	0.1	0.1	0.8	0.4	1.2	0.4	0.8	1.4	0.8	0.1	0.6	0.9	0.7	0.1	0.8	4.2	6.0	3.1
		Mundo	2.7	2.6	1.2	0.3	0.2	1.2	0.5	0.1	0.4	1.2	2.0	4.4	0.3	0.5	0.5	0.1	0.2	0.3	0.7	0.4	0.1	1.0	0.5	0.1	0.1	0.1	0.6	0.4	0.1	0.2	2.9	2.7	2.8
	Tecnología media	CARD*	8.1	0.5	0.5	0.8	1.5	2.0	0.8	1.0	0.5	0.7	1.3	1.0	1.4	0.9	0.9	0.7	0.7	0.2	1.6	1.9	0.8	0.2	1.1	0.3	0.9	0.4	0.1	0.1	8.1	2.1	0.7	2.3	
		Mundo	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	
	Tecnología alta	CARD*	4.6	0.6	1.6	0.2	3.5	2.4	0.9	1.4	0.5	0.3	1.5	1.4	0.3	0.2	0.4	0.7	0.0	0.1	1.2	0.9	2.0	0.2	2.0	1.0	0.0	1.2	0.9	0.5	1.5	14.4	13.7	51.6	
		Mundo	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.8	0.7	1.5	

Fuente: Bancos Centrales, Ministerios Nacionales, WITS-UN Comtrade y cálculos propios.

Nota: se usó código de cuatro dígitos según SITC rev.1, excluyendo bienes no especificados. Se resalta en beige claro la presencia de ventaja (RCA>1), en beige oscuro donde no hay ni ventaja ni desventaja (RCA=1) y en blanco donde hay desventaja. *Se excluye a Belice y República Dominicana.

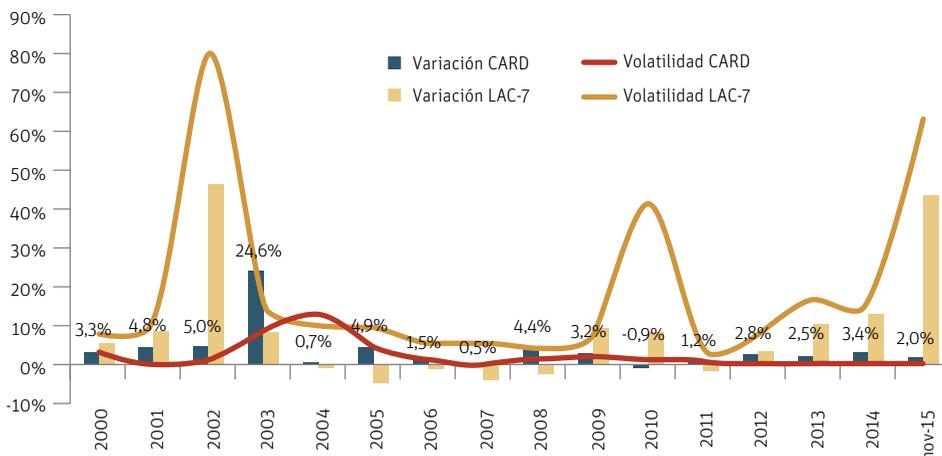
TIPO DE CAMBIO REAL: ¿CUÁL ES EL ESPACIO DE POLÍTICA?

Las economías de la región afrontan importantes desafíos en materia de competitividad externa. Más allá de la necesidad de avanzar en la agenda de reformas estructurales esbozada en el capítulo anterior, y dado el limitado espacio fiscal que afecta a la mayoría de países, resulta indispensable evaluar el rol que cumple la política cambiaria como instrumento generador de condiciones para la inserción en los mercados internacionales y la reducción de desbalances externos.

UNA REGIÓN CARACTERIZADA POR LA ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

Durante los últimos tres lustros, los tipos de cambio nominales (TCN) han tenido una evolución relativamente estable. El TCN promedio de CARD se ha depreciado lentamente y ha presentado una baja volatilidad (véase el Gráfico 3.1). Con la excepción de 2003, cuando el peso dominicano se depreció en cerca de 100% debido a la crisis interna del sector bancario, los tipos de cambio de la región han presentado variaciones anuales promedio por debajo de 5% (promedio de 4% para todo el período). En contraposición, las economías más grandes de América Latina (LAC-7) presentaron

GRÁFICO 3.1 Evolución del tipo de cambio nominal promedio: CARD y LAC-7



Fuente: Bancos Centrales y Latin Macro Watch (Banco Interamericano de Desarrollo).

Nota: excluye a países con esquemas cambiarios fijos (Belice, El Salvador y Panamá). La volatilidad corresponde a la desviación estándar por períodos de 12 meses. LAC-7 incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Las variaciones positivas (negativas) corresponden a una depreciación (apreciación) nominal.

–durante el mismo período, exceptuando 2002 (crisis de Argentina) y 2015 (caída del precio de las materias primas)– variaciones anuales promedio por debajo de 15% (promedio de 9,6% para todo el período). Después de la crisis financiera mundial de 2008-2009, la variación promedio ha estado en torno a 2% por año, mientras que en el caso de LAC-7, desde 2009, ésta ha alcanzado 12,6%. Asimismo, con excepción de 2004, la volatilidad del TCN en LAC-7 ha sido entre 1,7 y 65,8 veces superior a la registrada en CARD.

Esta estabilidad se debe al mantenimiento, en la práctica, de regímenes cambiarios poco flexibles. En la región concurren dos marcos de política monetaria que condicionan la naturaleza de los esquemas cambiarios: i) el anclaje del tipo de cambio nominal con el dólar de EE.UU. y ii) las metas de inflación (véase el Cuadro 3.1). En el primer grupo, los regímenes de tipo de cambio

CUADRO 3.1 Esquemas cambiarios de acuerdo al marco de política monetaria en vigor

Anclaje del tipo de cambio con el dólar de EE.UU.		
	<i>De jure</i>	<i>De facto</i>
El Salvador	Sin moneda alternativa de curso legal-dolarización- (colón para fines contables)	Sin moneda alternativa de curso legal-dolarización- (desde 2001)
Panamá	Sin moneda alternativa de curso legal-dolarización- (balboa para fines contables y monedas de baja denominación)	Sin moneda alternativa de curso legal-dolarización- (desde 1904)
Belice	Tipo de cambio fijo - <i>conventional peg</i> -	Tipo de cambio fijo - <i>conventional peg</i> - (desde 1976)
Honduras	Paridad móvil - <i>crawling peg</i> -	Paridad móvil - <i>crawling peg</i> - (desde 2011)
Nicaragua	Paridad móvil - <i>crawling peg</i> -	Paridad móvil - <i>crawling peg</i> - (desde 1993)
En transición a metas de inflación		
	<i>De jure</i>	<i>De facto</i>
Costa Rica	Flotación administrada	Esquema estabilizado - <i>stabilized arrangement</i> - (desde abril 2014, anteriormente banda cambiaria desde 2007)
Metas de inflación		
	<i>De jure</i>	<i>De facto</i>
Guatemala	Flotación libre	Similar a paridad móvil - <i>crawl-like arrangement</i> - (desde 2005)
República Dominicana	Flotación libre	Similar a paridad móvil - <i>crawl-like arrangement</i> - (desde 2012)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2015a) y Bancos Centrales.

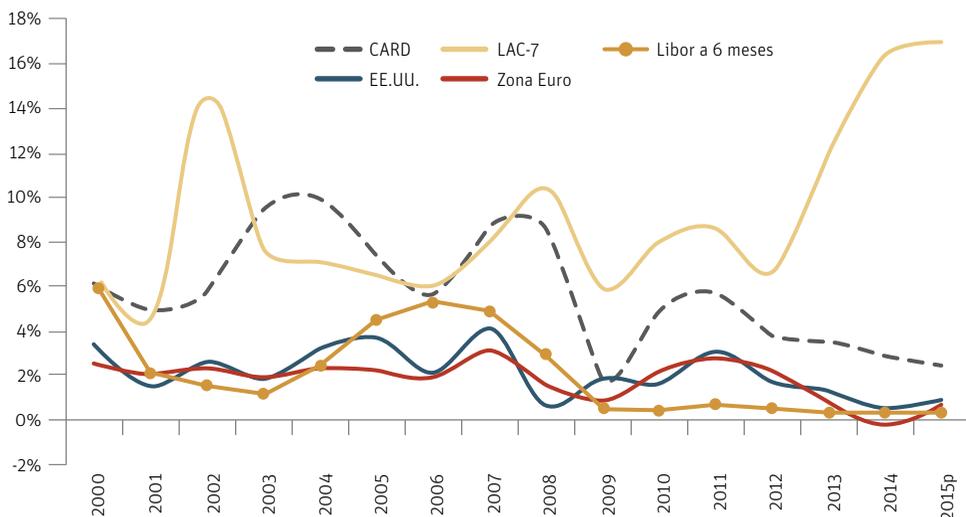
Nota: *conventional peg* se refiere a que el tipo de cambio está fijado a otra moneda o a una canasta de monedas; *crawling peg* corresponde a una divisa que se ajusta en pequeñas cantidades a una tasa fija o en respuesta a cambios en los indicadores cuantitativos seleccionados; *crawl-like arrangement* se refiere a que el tipo de cambio permanece dentro de un margen de 2% con respecto a una tendencia estadísticamente identificada durante seis meses o más y no puede ser considerado flotante; *stabilized arrangement* implica un tipo de cambio de mercado que se mantiene dentro de un margen de 2% durante seis meses o más y no es flotante.

están fuertemente anclados, como lo ilustran los esquemas de dolarización completa de El Salvador y Panamá, el tipo de cambio fijo en Belice y el mantenimiento de sistemas de paridad móvil, con metas subyacentes de acumulación de reservas internacionales, en Honduras y Nicaragua. Respecto a los países en transición hacia un marco de política monetaria de metas de inflación, como Costa Rica, o que ya lo implementan, como es el caso de Guatemala y de la República Dominicana, podrían preverse esquemas flexibles de tipo de cambio. No obstante, en la práctica las autoridades monetarias de los respectivos países intervienen regularmente en el mercado cambiario.

Al mismo tiempo, la estabilidad cambiaria ha favorecido la estabilidad de precios (véase el Gráfico 3.2). Entre 2003 y 2004 se registraron los picos más altos de inflación de los últimos 15 años, con valores regionales promedios cercanos a 10%. Desde entonces y en correspondencia con la lenta depreciación de las monedas de la región, la inflación presenta una tendencia a la baja, situándose al cierre de 2015 en 2,5%¹. Por otro lado, en LAC-7 la mayor volatilidad cambiaria ha estado asociada a mayores tasas de inflación, particularmente después de la crisis de 2008-2009. Así, entre 2009 y 2015, la inflación anual promedio alcanzó 14,2%, más de cuatro veces la registrada en CARD (3,2%).

No obstante, la inflación en CARD, aunque baja, se ha mantenido por encima de la registrada en los principales socios comerciales extrarregionales². En promedio, desde el 2000, la inflación de

GRÁFICO 3.2 Tasas de inflación por zonas económicas y tasa Libor a 6 meses



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015).
Nota: p=preliminar.

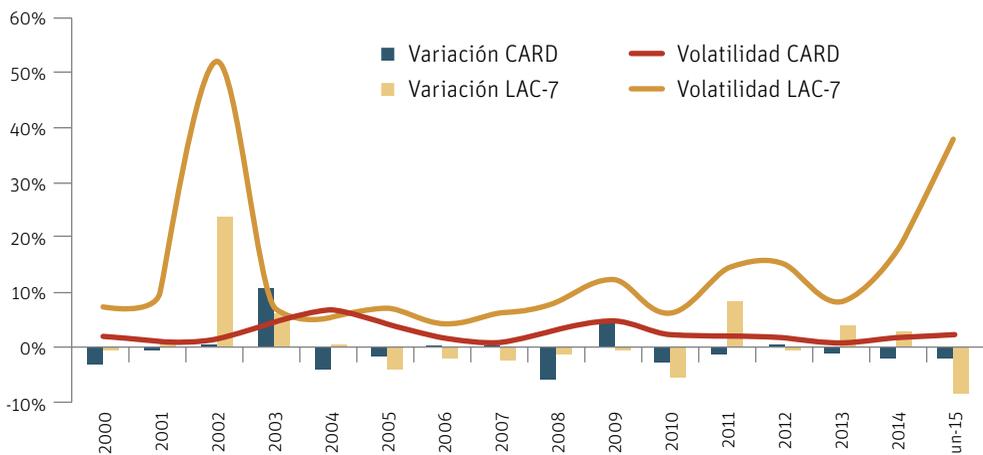
¹ Es de destacar que la inflación en la región está estrechamente relacionada con la evolución de los precios internacionales de las materias primas, en particular combustibles y alimentos, cuya disminución reciente ha contribuido a fortalecer la posición externa de los países y reducir presiones al alza en los tipos de cambio nominal. Esto, a su vez, ha favorecido la baja de precios internos.

² Según los datos de la Secretaría de Integración Económica Centroamericana, las exportaciones a EE.UU. y la Zona Euro representan el 50% de las exportaciones regionales totales.

la región se ha situado en 5,8%, más del doble del alza promedio de precios registrados en EE.UU. (2,2%) y la Zona Euro (1,9%).

Esto ha conducido a la apreciación real de las monedas de CARD (véase el Gráfico 3.3)³, particularmente a partir de 2010, en un contexto de desaceleración de la inflación y descenso de las tasas de interés en las economías avanzadas. Desde el 2000, la región ha registrado numerosos episodios de apreciación real del tipo de cambio, con las excepciones de 2003, la crisis bancaria en República Dominicana, y en 2009, la situación posterior a la crisis financiera mundial. Es de destacar que, en promedio desde 2010, las monedas de la región se han apreciado en términos reales en aproximadamente 1,5% por año (apreciación de 0,7% por año para el período 2000-2015). En contraposición, en LAC-7 la alta volatilidad del TCN favoreció una depreciación real de los tipos de cambio a partir de 2011; no obstante, recientes episodios de alta inflación en algunos países sudamericanos han conducido a una apreciación real promedio.

GRÁFICO 3.3 Evolución del tipo de cambio real promedio: CARD y LAC-7



Fuente: elaboración propia con base en datos de SECMCA, Bruegel (2015), Latin Macro Watch (Banco Interamericano de Desarrollo).

Nota: la volatilidad corresponde a la desviación estándar por períodos de 12 meses. Las variaciones positivas (negativas) corresponden a una depreciación (apreciación) real.

En principio, estos episodios de apreciación real en CARD podrían conducir a una sobrevaluación real del tipo de cambio –es decir, de desalineamiento⁴– cuyas implicaciones en términos de competitividad y sostenibilidad de la posición externa podrían ser sustanciales. Por un lado, el desalineamiento cambiario puede generar distorsiones en la asignación de factores de producción que, a su vez, inciden en la productividad, competitividad y crecimiento económico (Aguirre y

³ El tipo de cambio real es aproximado considerando las variaciones del tipo de cambio nominal y la inflación de los principales socios comerciales. Se emplean datos de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA) y del think tank europeo Bruegel (véase el Recuadro 3.1). Los datos por país se presentan en el Anexo 3.1.

⁴ El desalineamiento corresponde a la diferencia porcentual entre el tipo de cambio real y el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo (véase el Recuadro 3.1 y el Anexo 3.2).

Calderón, 2005; Siregar y Rajan, 2006; Bello *et al.*, 2010). Por otro lado, las desviaciones del tipo de cambio real (TCR) tienen implicaciones sobre el manejo de la política monetaria y cambiaria. En caso de sobrevaluación, las reservas internacionales y la base monetaria tienden a disminuir; en caso de subvaluación, el incremento de reservas plantea la necesidad de llevar a cabo acciones de esterilización, con costos para la autoridad monetaria; finalmente, las situaciones de sobrevaluación severa y persistente pueden conducir a crisis cambiarias y a una rápida contracción del crecimiento y del empleo (Edwards, 2011).

La reciente apreciación cambiaria ha dado pie a debates sobre sus causas y consecuencias entre las autoridades económicas y el sector privado de la región. En particular, se ha debatido sobre la pertinencia de implementar políticas económicas para paliar o revertir la apreciación real del tipo de cambio.

En lo que sigue, se abordarán dos preguntas fundamentales para orientar el debate de políticas en torno a la apreciación real de las distintas monedas de CARD: qué factores inciden sobre el tipo de cambio real y qué tan desalineados están los TCR en la región en relación con sus fundamentos de largo plazo.

¿QUÉ FACTORES INCIDEN SOBRE EL TIPO DE CAMBIO REAL?

Un amplio número de estudios aborda el análisis de los determinantes de largo plazo del tipo de cambio real en América Latina. Edwards y Losada (1994) estudian la validez de la paridad del poder adquisitivo en el largo plazo para Guatemala y Honduras⁵. La evidencia encontrada sugiere que la paridad no se cumple en ninguno de los dos casos. De la misma forma, Carrera y Restout (2007) analizan la relevancia de la paridad del poder adquisitivo para 21 economías de América Latina. En general, sus resultados confirman que la paridad no se cumple en la región. Además, los factores fundamentales para determinar el TCR de largo plazo serían geográficamente específicos, e incluyen: productividad, gasto público, términos de intercambio, apertura comercial y flujos de capital.

Recientemente, Bello *et al.* (2010) han estimado el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo (TCRE) para 17 países de la región para el período 1969-2006. Sus resultados indican que las variables más relevantes para explicar la trayectoria del tipo de cambio real en América Latina son: la productividad relativa, los términos de intercambio, la posición de inversión internacional y el cociente de transferencias corrientes a PIB. Los autores destacan la recurrencia de episodios de sobrevaluación excesiva del tipo de cambio seguidos de colapsos cambiarios durante crisis externas.

La SECMCA también ha realizado estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio en Centroamérica a partir de modelos de vectores de corrección de errores (SECMCA, 2003). El estudio identifica tres variables fundamentales: productividad, apertura comercial y balance fiscal.

⁵ La paridad del poder adquisitivo presenta dos variantes: la absoluta y la relativa. La absoluta se refiere a la igualdad entre el tipo de cambio nominal de dos países y sus niveles relativos de precios, lo cual implica que el tipo de cambio real es fijo e igual a 1. La paridad relativa se refiere a la igualdad entre variaciones de tipo de cambio nominal y variaciones relativas de precios, lo cual implicaría una tasa de variación fija del tipo de cambio real.

A nivel de país, trabajos para Costa Rica (Gutiérrez, 2009), Guatemala (Samayoa, 2004), Honduras (Casco, 2012; García y Quijada, 2015), Nicaragua (Urcuyo, 2012) y República Dominicana (Gratereaux Hernández, 2014) identifican como principales determinantes del TCR a la productividad, los flujos externos, los diferenciales de tasas de interés y el balance fiscal.

En resumen, los distintos trabajos de investigación para América Latina y CARD identifican cuatro grandes factores que inciden en la determinación del tipo de cambio real de equilibrio: productividad, competitividad externa, flujos externos y gestión fiscal. Los mecanismos a través de los cuales estos factores inciden en el TCRE se discuten a continuación.

Los incrementos de productividad tienden a apreciar el tipo de cambio real. El mecanismo teórico por el que opera esta relación se conoce en la bibliografía especializada como el efecto Balassa-Samuelson (Balassa, 1964; Samuelson, 1964)⁶. Este supone que, para un nivel dado de precios de bienes transables, un crecimiento más rápido de la productividad media del trabajo en el sector transable en relación con el sector no transable está acompañado de un incremento del salario real. Bajo el supuesto de movilidad de factores, el incremento del salario real tiende a desplazar empleo hacia el sector transable. Por consiguiente, la producción no transable se contrae y los precios en el sector aumentan. Esto, a su vez, se traduce en una apreciación real del tipo de cambio.

Desde una perspectiva empírica y aplicada a América Latina, los trabajos de Carrera y Restout (2008), a partir de datos de panel, y de Bello *et al.* (2010), por medio de ecuaciones específicas por país, identifican relaciones inversas y significativas entre productividad y tipo de cambio real, corroborando la validez del efecto Balassa-Samuelson en la región.

Mejores términos de intercambio implican una apreciación real de la moneda. Una mejora en el poder de compra de las exportaciones implica generalmente una apreciación real del tipo de cambio. Este efecto opera bajo el supuesto de que un incremento en los precios de exportación relativo a los precios de importación desplaza recursos del sector no transable. Este desplazamiento de oferta se traduce en un incremento relativo de los precios de bienes no transables, el cual es reforzado por el efecto ingreso que genera el alza en los precios de exportación (mayor demanda de bienes transables y no transables). A largo plazo, el TCR tiende a apreciarse. Este mecanismo es validado para América Latina en los trabajos de Carrera y Restout (2008), así como de Elbadawi y Soto (2007).

Mayores flujos externos pueden apreciar el tipo de cambio real. El incremento de los flujos externos supone una expansión de la demanda agregada que incide, según el tipo de flujo y su

⁶ El efecto Balassa-Samuelson asume la existencia de funciones de producción con retornos constantes a escala en capital y trabajo en los sectores transable y no transable de la economía.

destino en la economía interna, sobre el precio relativo de los bienes transables y no transables. En el caso de las remesas, se anticiparía una apreciación real en la medida en que el consumo de hogares beneficiarios se oriente mayoritariamente hacia la adquisición de servicios no transables. Respecto a la IED, su impacto es aún más ambiguo. Por un lado, si la IED se traduce en mejoras de productividad en el sector transable, el efecto positivo sobre el ingreso nacional puede conducir a una sobredemanda de bienes no transables, al incremento de su precio relativo y, posteriormente, a una apreciación real de la moneda (efecto similar al de las remesas). Por otro lado, si la IED fluye principalmente hacia el sector no transable y contribuye a incrementar su productividad, el tipo de cambio real podría depreciarse. Es importante destacar que si los flujos externos son transitorios o reversibles, el TCR puede depreciarse en el largo plazo⁷. En relación con las tasas de interés, el incremento del diferencial entre tasas nacionales y tasas internacionales fomenta una mayor entrada de capitales a priori hacia el sector transable, y la posterior apreciación real de la moneda.

En América Latina, la evidencia empírica indica que los flujos de remesas conducen a una apreciación del tipo de cambio real. López *et al.* (2007) emplean una base de datos que incluye un considerable número de países de ingresos bajos y medios, entre los que figuran 20 países de América Latina y el Caribe. Sus resultados demuestran que existe una relación inversa estadísticamente significativa entre el TCR y las remesas y que esta relación es más robusta en la región. Respecto a la IED, las estimaciones de Carrera y Restout (2008) corroboran que la entrada de flujos externos se traduce en una apreciación real de la moneda.

Los incrementos en el gasto público pueden apreciar el tipo de cambio real. El gasto público tiende a concentrarse en el sector no transable de la economía (masa salarial, servicios), por lo que los incrementos en las erogaciones gubernamentales pueden presionar al alza el precio relativo de los no transables y, por lo tanto, generar una apreciación del TCR. Por otro lado, si el gasto público presenta una baja productividad, es decir, servicios públicos que tienen baja incidencia sobre la producción privada, un incremento del gasto puede generar una reducción en el precio relativo de los no transables (debido a un menor consumo interno) y la depreciación real del tipo de cambio (Tervala, 2006). El efecto también depende de la incidencia del gasto público en los agentes privados (efecto ingreso, sustitución) y de la propensión al consumo de bienes no transables (Repetto, 1992). En el caso de América Latina, Caporale *et al.* (2008) determinan –a partir de modelos de vectores de corrección de errores– que los choques fiscales pueden derivar tanto en apreciaciones reales (Argentina), como en depreciaciones reales de la moneda (Bolivia, México y Chile).

⁷ Esto es comprobado por Morrissey *et al.* (2004) en el caso de Ghana, donde el grado de apreciación real observado depende inversamente de la reversibilidad de los flujos de capitales.

¿ESTÁN DESALINEADAS, EN TÉRMINOS REALES, LAS MONEDAS DE LA REGIÓN?

Según el marco conceptual esbozado en la sección anterior y siguiendo el enfoque BEER (véase el Recuadro 3.1 y el Anexo 3.2), se determina el tipo de cambio real de equilibrio, así como su grado de desalineamiento para el conjunto de países que conforman la región para el período 2001-2014 (véase el Gráfico 3.4).

RECUADRO 3.1 Tipo de cambio real y tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo

El tipo de cambio real, medido como el precio relativo de los bienes transables en términos de los no transables, es uno de los conceptos macroeconómicos centrales para el estudio de economías pequeñas y abiertas como las de CARD.

En la práctica, el TCR es aproximado tomando en cuenta las variaciones del tipo de cambio nominal y la inflación de los principales socios comerciales. Se emplean datos trimestrales de la SECMCA y del *think tank* europeo Bruegel.

La fórmula utilizada corresponde a la ecuación fundamental: $TCR = \frac{TCNloc / IPCloc}{\pi (TCNExt / IPCExt)} \omega O$

Donde:

π : Media geométrica

TCNExt: Índice del Tipo de cambio efectivo nominal de los socios comerciales

IPCExt: Índice de Precios al Consumidor de los socios comerciales

ωO : Ponderación de cada país, según estructura comercial del año base

TCNloc: Índice de tipo de cambio efectivo nominal del país de referencia

IPCloc: Índice de Precios al Consumidor del país de referencia

Los incrementos corresponden a una depreciación real y las reducciones, a una apreciación real.

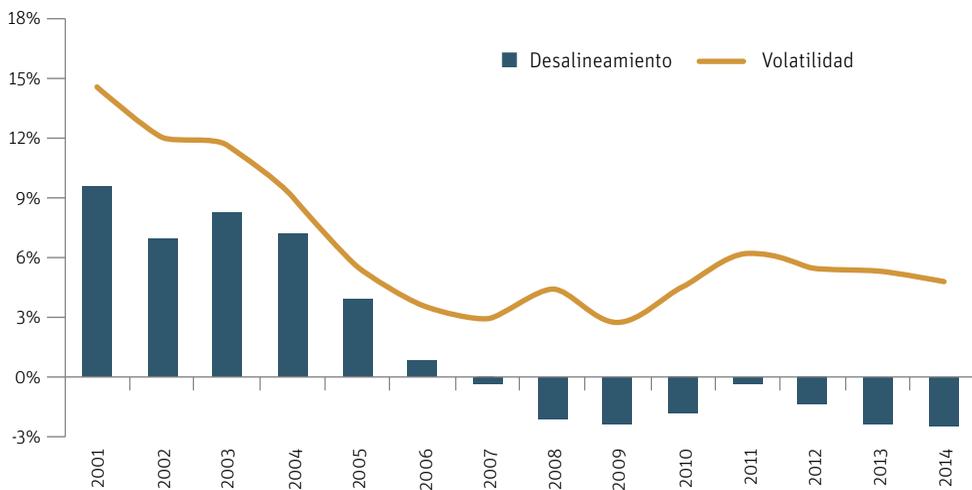
El tipo de cambio real de equilibrio se define como aquel que permite alcanzar, simultáneamente y de forma sostenida en el tiempo, el equilibrio interno y externo de la economía (Nurkse, 1945). Williamson (1983) lo define como el tipo de cambio donde la demanda y oferta monetaria se encuentran en equilibrio sin intervención oficial.

Más allá de las consideraciones teóricas, el tipo de cambio real de equilibrio no es directamente observable, por lo que debe ser aproximado. El enfoque comúnmente empleado es el de la paridad del poder adquisitivo, tanto en su versión absoluta como relativa. Otros enfoques usualmente difundidos en los trabajos de investigación son los enfoques BEER (*Behavioural Equilibrium Exchange Rates*) y FEER (*Fundamental Equilibrium Exchange Rates*). El primero consiste en estimar una forma reducida del comportamiento del TCR en función de un conjunto de variables fundamentales que teóricamente tienen relación con este último (Baffes *et al.*, 1999; Clark y McDonald, 1998). Bajo este enfoque, se estima una ecuación utilizando los fundamentos económicos del TCR, sin incluir elementos normativos como la determinación de equilibrio externo. En este caso, el valor de la tendencia que resulta de las estimaciones es utilizado para evaluar las fluctuaciones del TCR y determinar las variaciones con respecto a su valor de equilibrio, lo que constituye el desalineamiento de tipo de cambio real. Por otro lado, el enfoque FEER es congruente con el balance interno y externo de la economía, similar al sugerido

Continúa...

por Williamson (1994). Bajo este enfoque, para determinar el valor de equilibrio se modela la cuenta corriente de la balanza de pagos mediante la estimación de dos ecuaciones: i) la cuenta corriente estructural estimada y ii) la cuenta corriente objetivo, que es aquella que si bien puede no encontrarse en equilibrio, es sostenible en el mediano plazo. Este enfoque requiere de juicios normativos que implican que el TCRE varíe en función de las condiciones predeterminadas de equilibrio de mediano y largo plazo.

GRÁFICO 3.4 Desalineamiento promedio del tipo de cambio real: CARD



Fuente: elaboración propia con base en datos de SECMCA (2015), Bruegel (2015).

Nota: la volatilidad corresponde a la desviación estándar por períodos de 12 meses. Los valores positivos (negativos) corresponden a una subvaluación (sobrevaluación).

En términos generales, los tipos de cambio real de CARD presentan bajos niveles de desalineamiento en relación con sus valores de equilibrio de largo plazo, lo cual es coherente con los resultados derivados recientemente por el Fondo Monetario Internacional (véase el Recuadro 3.2). Entre 2001 y 2006 se registra, en promedio, una subvaluación real de las monedas por el orden de 6,2% por año; sin embargo, a partir de 2007, las desviaciones del tipo de cambio real del equilibrio de largo plazo tienden a ser negativas, lo que se traduce en una sobrevaluación real de aproximadamente 1,6% por año. Cabe resaltar que desde 2010, período durante el cual los tipos de cambio real de la región se apreciaron en 1,5% por año, el desalineamiento –es decir, la sobrevaluación– se situó en 1,7% por año⁸.

A nivel de país y en consonancia con los resultados agregados, los tipos de cambio reales presentan una tendencia a la sobrevaluación en los años siguientes a la crisis financiera mundial. En la actualidad, el rango de desalineamiento no supera $\pm 5,0\%$ (equivalente a una desviación estándar del conjunto de desalineamientos estimados para cada país de la región durante el período 2001-2014).

⁸ La subvaluación o sobrevaluación promedio por año se refiere al desalineamiento promedio anualizado para cada período en cuestión.

RECUADRO 3.2 Desalineamientos del tipo de cambio real según metodologías CGER

El Fondo Monetario Internacional (FMI) evalúa los esquemas cambiarios de sus países miembros de acuerdo a tres enfoques metodológicos complementarios desarrollados por el *Consultative Group on Exchange Rate Issues* (CGER):

1. El enfoque de equilibrio macroeconómico (MB): calcula la diferencia entre la cuenta corriente proyectada a mediano plazo para el tipo de cambio vigente y la cuenta corriente de equilibrio estimada. El tipo de cambio de equilibrio es aquel que permite cerrar la brecha entre las dos mediciones de cuenta corriente.
2. El enfoque de sostenibilidad externa (ES): calcula la diferencia entre la cuenta corriente observada y aquella que estabilizaría la posición de activos externos netos. El tipo de cambio de equilibrio es aquel que permite cerrar la brecha entre las dos mediciones de cuenta corriente.
3. El enfoque de tipo de cambio real de equilibrio de forma reducida (ERER): similar al enfoque BEER empleado en este estudio (véase el Recuadro 3.1).

Según las últimas revisiones del Artículo IV llevadas a cabo en la región, el desalineamiento observado es bajo (véase el Cuadro 3.2.A). En Costa Rica, Guatemala, Panamá y República Dominicana se estima que el tipo de cambio real está alineado con sus fundamentos de corto y mediano plazo. En Belice, El Salvador, Honduras y Nicaragua, el desalineamiento no sobrepasa el 11%.

CUADRO 3.2.A Desalineamiento real del tipo de cambio de acuerdo a metodologías CGER

	Diagnóstico	Rango (%)	Año
Belice	Sobrevaluación moderada	5,3 - 9,5	2014
Costa Rica	Alineado con fundamentos de corto y mediano plazo	..	2015
El Salvador	Sobrevaluación moderada	2,0 - 9,0	2015
Guatemala	Alineado con fundamentos de corto y mediano plazo	..	2014
Honduras	Sobrevaluación moderada	7,0 - 11,0	2014
Nicaragua	Sobrevaluación moderada	1,8 - 7,8	2013
Panamá	Alineado con fundamentos de corto y mediano plazo	..	2015
República Dominicana	Alineado con fundamentos de corto y mediano plazo	..	2015

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Más allá del nivel de desalineamiento estimado, es crucial identificar para el diseño de las políticas los factores fundamentales asociados al tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo (véase el Cuadro 3.2).

CUADRO 3.2 Determinantes del tipo de cambio real de equilibrio en CARD

		Belice	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá	República Dominicana
Productividad	Diferencia de crecimiento del PIB real respecto a EE.UU.	-	-	-				-	
	Diferencia de crecimiento del PIB real per cápita respecto a EE.UU.				-		-		-
	Diferencia de crecimiento del PIB real por trabajador respecto a EE.UU.					-			
Competitividad externa	Términos de intercambio (precios exportación/precios importación)	-		-				-	
	Precio real de exportaciones de bienes fob				-	-			-
Flujos externos	Remesas (% PIB)					-			-
	Diferencial de tasas de interés domésticas con tasa Libor a 6 meses		-	-	-	-		-	
	Tasa de interés pasiva	-							
Gasto público	Deuda total del gobierno general (% PIB)	-					+		
	Resultado financiero del gobierno central (% PIB)		-			-		+	

Fuente: cálculos propios sobre la base de datos de SECMCA (2015), Bruegel (2015), Perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015).

Nota: (-) se refiere a coeficientes negativos y significativos a 5%, y (+) se refiere a coeficientes positivos y significativos a 5%.

Respecto a la productividad, cabe resaltar que las diferentes mediciones de productividad relativa son significativas y presentan un signo negativo. Por lo tanto, a medida que la brecha de productividad entre los países de CARD y EE.UU. se reduce, el tipo de cambio real de largo plazo tiende a apreciarse. De igual forma, en relación con la competitividad externa, se observa que las mejoras en los términos de intercambio y en el precio de exportaciones están asociadas a una apreciación real de la moneda.

En lo referente a los flujos externos, destaca la importancia del diferencial de tasas de interés nacionales con la tasa Libor a 6 meses. Esto significa que a mayor diferencial, mayores flujos externos netos, los cuales estimulan, a su vez, la demanda agregada y el consumo de bienes y servicios no

transables, por lo que el tipo de cambio se aprecia en términos reales. Esta variable es significativa para determinar el desalineamiento del tipo de cambio real en Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Panamá.

Finalmente, respecto a la dimensión fiscal, se observa que el resultado financiero del Gobierno Central incide en el tipo de cambio de equilibrio de Costa Rica, Honduras y Panamá, mientras que para Belice y Nicaragua, el endeudamiento total está significativamente asociado con el tipo de cambio de largo plazo. Cabe mencionar que para Nicaragua y Panamá, el signo estimado es positivo, por lo que una menor disciplina fiscal se traduce en una depreciación del tipo de cambio real. Este último resultado es coherente, por un lado, con el rápido crecimiento de la inversión pública y la orientación del gasto de capital hacia el sector transable⁹; y por otro lado, con la existencia de factores estructurales que limitan la productividad del gasto público (Caporale *et al.*, 2008).

En términos de la importancia relativa de cada determinante, las mediciones de productividad y de flujos externos están generalmente correlacionadas de forma significativa con el tipo de cambio de equilibrio de cada país de la región, lo cual resalta la importancia tanto de factores internos como externos en la determinación del desalineamiento real de las monedas de CARD. ¿Qué implicaciones tienen estos resultados en términos del diseño e implementación de políticas? Esta interrogante se abordará en la siguiente sección.

RECOMENDACIONES DE POLÍTICA

Los resultados indican que en CARD las desviaciones del tipo de cambio real en relación con su equilibrio de largo plazo son bajas. Esto significa que, en la actualidad, la política cambiaria no brinda márgenes de acción relevantes para mejorar la inserción internacional, por lo que para cerrar las brechas de competitividad externa identificadas en el segundo capítulo, es indispensable priorizar la agenda de reformas estructurales¹⁰.

No obstante, la reciente apreciación real de las monedas nacionales y la evolución del entorno externo, por su naturaleza incierta, plantean interrogantes sobre los riesgos de registrar desalineamientos significativos en el corto y mediano plazo (por ejemplo, debido al alza de las tasas de interés en EE.UU. y/o a la recuperación del precio de combustibles). De acuerdo a la evidencia empírica sobre el tipo de cambio real en las economías emergentes, estos riesgos están asociados tanto a la aparición de distorsiones en la asignación de factores productivos, las cuales pueden degenerar en bajos niveles de competitividad y crecimiento, como a la obstaculización del manejo eficiente de la política macroeconómica, particularmente en términos del accionar de la autoridad monetaria.

En este contexto, es primordial evaluar el espacio de política interna, si existe, para corregir posibles desalineamientos futuros.

⁹ Desde 2010, la formación bruta de capital del sector público ha crecido, en promedio por año, 6,6% en Nicaragua y 14,9% en Panamá. Durante el período 2000-2009, estas tasas de crecimiento fueron de -1,0% y 12,5% en Nicaragua y Panamá, respectivamente.

¹⁰ Véase la sección Agenda Futura del capítulo anterior.

Los determinantes del tipo de cambio real de equilibrio y, por lo tanto, del desalineamiento cambiario son en parte exógenos y están fuera del alcance del accionar de las políticas nacionales. Tal es el caso de la mayoría de factores asociados a la competitividad externa, como los términos de intercambio y los precios de exportación. En otros casos, la posibilidad de incidir internamente es indirecta y está asociada principalmente a la creación de condiciones regulatorias y de mercado. Tal es el caso de los flujos externos, como la inversión extranjera directa y las remesas. Incluso factores de orden nacional, como la productividad, requieren de políticas cuya efectividad, por demás en el largo plazo, depende ampliamente de la articulación y coordinación con el sector privado.

Por consiguiente, el margen de acción está circunscrito a acciones que se puedan llevar a cabo desde la esfera fiscal y la esfera cambiaria, considerando las características de los marcos de política monetaria.

En la región concurren dos marcos de política monetaria que condicionan la naturaleza de los esquemas cambiarios: i) el anclaje del tipo de cambio nominal con el dólar de EE.UU. y ii) las metas de inflación. En el primer grupo, los regímenes de tipo de cambio están fuertemente anclados con el dólar de EE.UU., como lo ilustran los esquemas de dolarización completa de El Salvador y Panamá, el tipo de cambio fijo en Belice y el mantenimiento de sistemas de paridad móvil en Honduras y Nicaragua. Respecto a los países en transición hacia un marco de política monetaria de metas de inflación, como Costa Rica, o que ya lo implementan, como es el caso de Guatemala y de la República Dominicana, se observan esquemas medianamente administrados de tipo de cambio.

Para los países con marcos de política anclados con el dólar de EE.UU., particularmente aquellos con regímenes de dolarización completa como El Salvador y Panamá o de fijación de tipo de cambio como Belice, las opciones de política se limitan a asegurar el mantenimiento de equilibrios macroeconómicos por medio del manejo responsable y eficiente de la política fiscal, así como a potenciar la productividad y competitividad a través de la promoción e implementación de políticas de transformación productiva.

Para el resto de países –anclados pero con esquemas cambiarios de paridad móvil y aquellos que implementan o buscan implementar metas de inflación– el abanico de opciones de política, además de las enumeradas anteriormente, incluye acciones sobre el mercado cambiario. En ambos casos, una mayor flexibilización de los esquemas cambiarios, vale decir: una menor intervención en la fijación del precio de referencia y/o en las cantidades ofertadas según el marco monetario vigente, puede facilitar el realineamiento progresivo del tipo de cambio real¹¹.

Sin embargo, la flexibilización del esquema cambiario no siempre garantiza el alineamiento del tipo de cambio real con sus fundamentos de largo plazo (Edwards, 2011). Por ejemplo, en los años posteriores a la crisis financiera mundial, las economías emergentes registraron importantes entradas de capital, gracias al mantenimiento de políticas monetarias restrictivas, dados los riesgos

¹¹ La evidencia empírica señala que los países con esquemas cambiarios flexibles asimilan mejor los choques externos que aquellos con esquemas rígidos (Aghion *et al.*, 2009, entre otros).

de sobrecalentamiento e inflación que conllevaron a un incremento del diferencial de tasas de interés con las economías avanzadas y al surgimiento de presiones hacia la apreciación nominal. Recientemente, y en el contexto de CARD, la mejora en los términos de intercambio, debido a la baja del precio del petróleo, ha fortalecido la posición externa de los países de la región. Según los resultados aquí derivados, ello podría incidir en el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo y, por ende, en el desalineamiento de la moneda, independientemente del esquema cambiario en uso.

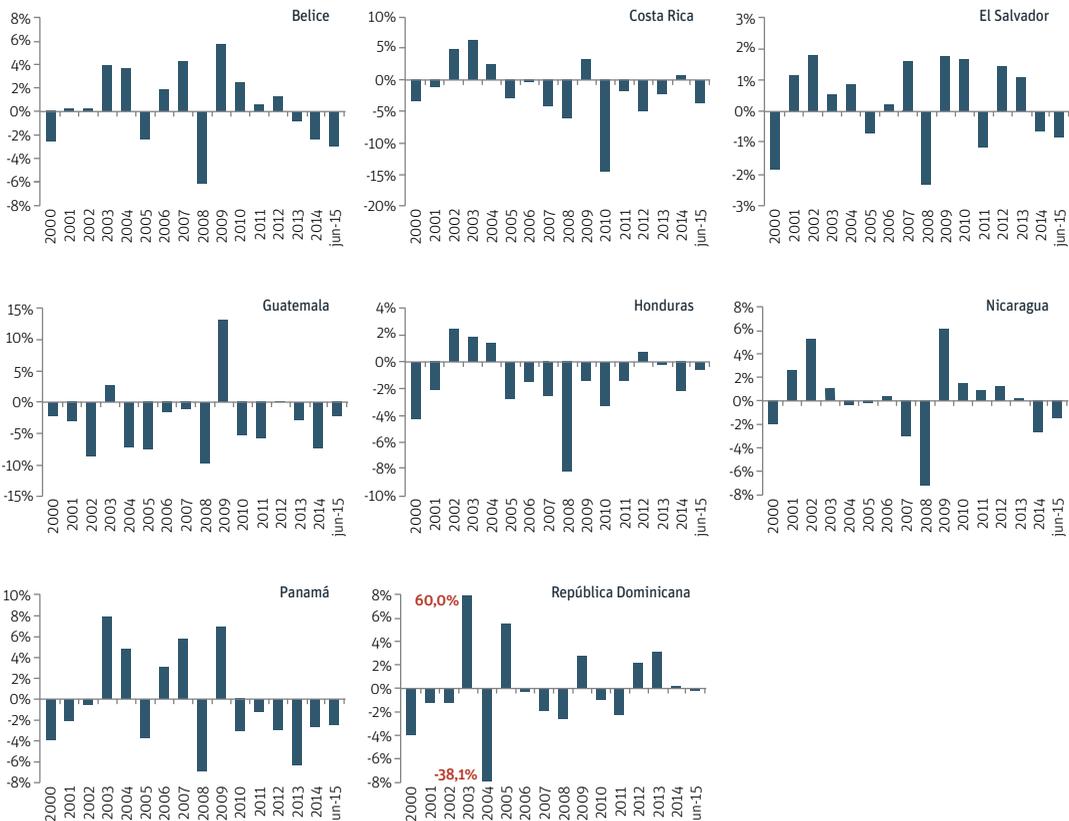
Estos ejemplos dan cuenta del espacio existente para intervenir en algún momento, de forma activa, a través de la política monetaria y cambiaria. No obstante, estas intervenciones pueden generar costos para la autoridad monetaria y para el Estado, en la medida en que dichas intervenciones repercutan negativamente en los balances financieros de los Bancos Centrales y conduzcan a la necesidad de financiar indirectamente la política de intervención con recursos fiscales.

En este contexto, a medida que los esquemas cambiarios medianamente administrados de CARD se vuelvan más flexibles, y de acuerdo a la evidencia empírica internacional (Edwards, 2011), se hace indispensable que las intervenciones contempladas sean puntuales y claramente justificadas a fin de asegurar su efectividad; de lo contrario, el “miedo a flotar” podría acarrear mayores desbalances cambiarios cuyas implicaciones reales y de política económica, como han sido explicadas en este capítulo, son considerables.

ANEXO 3.1 Evolución del tipo de cambio real por país

A nivel de país, la evolución del tipo de cambio real ha sido heterogénea (véase el Gráfico 3.1.A). Por un lado, algunos países han mostrado una apreciación real desde el año 2000, como es el caso de Costa Rica, Guatemala, Honduras y Panamá, con apreciaciones anuales promedio en un rango de 0,35% a 3,11%. Por otro lado, en el caso de Belice, El Salvador, Nicaragua y República Dominicana, la tendencia ha sido hacia la depreciación real, la cual se sitúa entre 0,46% y 1,30%. Es de destacar que desde 2010 las monedas de la región han tendido a apreciarse en términos reales en un rango de 0,1% (El Salvador) a 17,3% (Guatemala), exceptuando República Dominicana (depreciación real de 3,0%).

GRÁFICO 3.1.A Evolución del tipo de cambio real por país



Fuente: elaboración propia con base en datos de SECMCA (2015), Bruegel (2015).

Nota: las variaciones positivas (negativas) corresponden a una depreciación (apreciación) real.

ANEXO 3.2 Metodología

La selección de la metodología BEER, desarrollada por Clark y MacDonald (1998) y Baffes *et al.* (1999) por sobre el enfoque FEER (véase el Recuadro 3.2), se sustenta en cuatro elementos: (i) el enfoque permite evaluar estadísticamente la validez de los resultados derivados (significancia de relaciones de largo plazo); (ii) está sujeto a menos juicios normativos en términos de la evolución esperada del TCR en el largo plazo; (iii) es menos intensivo en términos de la información requerida, lo que permite analizar al conjunto de países de la región; (iv) es metodológicamente más intuitivo al requerir una sola ecuación.

El enfoque BEER consiste en estimar un modelo de forma reducida que relaciona la evolución del tipo de cambio real (TCR_t) con un conjunto de determinantes (F_t^*):

$$TCR_t = \beta' F_t^* + \varepsilon_t [1]$$

donde β es el vector de parámetros de interés, y ε_t es un vector de residuos independientes e idénticamente distribuidos. Esta ecuación puede ser estimada de diversas formas, aunque su valor ajustado no representa el tipo de cambio real de equilibrio, ya que teóricamente éste responde a cambios permanentes en las variables explicativas. Por lo tanto, el TCRE se deriva a partir de los valores de largo plazo de sus fundamentos¹².

En este caso, se obtiene el valor tendencial de los determinantes del tipo de cambio real de equilibrio a partir del filtro de Hodrick-Prescott calibrado para datos trimestrales.

El ejercicio empírico busca estimar un modelo econométrico de cointegración. Esta técnica de series de tiempo supone la existencia de una relación estable en el largo plazo entre la variable dependiente y las variables explicativas, es decir, el TCR y sus fundamentos.

En primer lugar, se determina el orden de integración de las variables por intermedio de pruebas de estacionariedad de Dickey-Fuller Aumentada –DFA– (1979) y Phillips-Perron –PP– (1988), entre otras, para luego analizar, por medio de la prueba de Engle-Granger (1987), la existencia de una relación de cointegración entre las variables explicativas y la variable dependiente. En caso de existir cointegración, esta relación define el comportamiento de largo plazo de las variables bajo análisis.

Posteriormente, a partir de la relación de cointegración y de los valores tendenciales de las variables explicativas, se determina el tipo de cambio real de equilibrio. Finalmente, se deriva el desalineamiento del tipo de cambio real como la diferencia porcentual entre el valor ajustado de la relación de cointegración respecto al TCRE. Es importante acotar que este desalineamiento del tipo de cambio real observado respecto a sus fundamentales teóricos de largo plazo se explica igualmente por el efecto de la relación dinámica de corto plazo, que ajusta el valor del TCR hacia su nivel de equilibrio. En este estudio, el análisis se centra en las relaciones de largo plazo.

¹² Estos valores de largo plazo se obtienen a partir de métodos estadísticos de filtrado que permiten diferenciar fluctuaciones de corto plazo de cambios tendenciales.

¿ESPECTADORES DE LOS VAIVENES EXTERNOS?

Los países de la región experimentaron un desempeño favorable durante el 2015. En principio, como se ha desarrollado previamente en este reporte, la región se benefició con la actividad económica registrada en Estados Unidos, por tratarse del principal socio comercial. Simultáneamente, CARD se vio favorecida con la reducción de los precios energéticos a nivel internacional, dado que la región es un importador neto de hidrocarburos. De este modo, el entorno externo contribuyó a la formación de una cadena virtuosa de condiciones que llevaron a la reducción del déficit en cuenta corriente. Hacia adelante, el entorno externo podría tener vaivenes que continuarían ofreciendo (o no) ventajas a la región. Sin embargo, dado los vaivenes propios de la dinámica internacional, existe siempre la posibilidad de que las condiciones actuales no se mantengan, lo que podría complicar el desempeño económico de CARD. Esto lleva a reflexionar sobre si los países de la región cuentan con la estructura económica y los espacios de políticas adecuados para maximizar los beneficios en escenarios menos favorables. En este sentido, el objetivo de este capítulo consiste en estudiar el desempeño económico de CARD ante condiciones que pudieran poner a prueba el estado de su economía.

La magnitud con la cual los vaivenes externos pueden beneficiar o perjudicar a la región está relacionada con la apertura financiera y comercial. En el primer caso, la región no cuenta con una gran integración en los mercados de capitales internacionales. Esto se refleja en el grado de apertura de la cuenta financiera, en donde los países de Centroamérica se colocan en la posición 52 de 192, por detrás de países como México, Chile, Colombia y Brasil¹. De este modo, la inversión de portafolio es secundaria –aunque no menos importante– para el financiamiento de las cuentas externas². En el caso de la apertura comercial, los países de la región cuentan con acuerdos bilaterales de libre comercio; por ejemplo, el CAFTA-DR de República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos. Por el lado de las fortalezas, existe evidencia de que, desde la concepción del CAFTA-DR, el valor agregado de las exportaciones ha visto incrementos importantes (los factores que explican esto son

¹ Medido como la suma de flujos de entrada y salida de la inversión de portafolio en el 2011, reportado en la base de datos actualizada y extendida de "External Wealth of Nations" construida por Lane y Milesi-Ferretti (2007).

² La inversión de portafolio en la región creció, en promedio, cerca de 60% anual durante 2010-2013. En buena medida, los estímulos monetarios en las economías avanzadas generaron excesos de liquidez que fueron aprovechados por los países de CARD. De esta forma, la inversión de portafolio contribuyó, en promedio, 24,5% anual al financiamiento de la cuenta corriente en ese período.

varios, pero las mejoras de productividad han propiciado precios de exportación más competitivos en algunos productos³). Sin embargo, existe una gama de bienes agrícolas cuya producción no se ha beneficiado de las mejoras de productividad. Estos sectores productivos son los que se encuentran más expuestos a choques externos en el proceso de desgravamen del CAFTA-DR. Asimismo, la matriz de bienes de exportación no se ha diversificado lo suficiente, lo que ha podido contribuir a la ampliación de algunos choques, en especial en países como Guatemala, Honduras, El Salvador y Nicaragua⁴. Estos hechos sugieren que, a pesar de los avances en el sector exportador de la región, existen aún importantes retos. Para esto se hace imprescindible comprender cuáles serían las potenciales trayectorias económicas para la región de permanecer como espectadores del entorno externo, así como debatir sobre aquellas políticas que otorguen beneficios duraderos y conduzcan a la región a contar con mejores alternativas para responder a los vaivenes externos.

En este capítulo, se preparan algunas simulaciones de choques que buscan emular aquellos eventos que pudieran revertir el entorno favorable del 2016. Con la finalidad de comparar las trayectorias simuladas con las expectativas actuales, los resultados se presentan en términos del crecimiento del PIB y efectos sobre la cuenta corriente.

CONDICIONES EXTERNAS CAMBIANTES A FAVOR DE LA REGIÓN

CARD se ha beneficiado con la recuperación experimentada en Estados Unidos. Gran parte de la resiliencia observada en este país, sobre todo en el consumo privado, puede atribuirse a una sostenida creación de empleo y a un aumento del ingreso personal⁵. Cabe destacar que la caída de los precios del petróleo ha contribuido a mejorar el ingreso disponible de los hogares, impulsando consecuentemente el consumo privado⁶. Sin embargo, este ímpetu positivo de la demanda ha sido neutralizado por una disminución de la inversión relacionada al petróleo, toda vez que los precios del crudo cayeron por debajo de los umbrales de equilibrio para muchos yacimientos. En este marco, las proyecciones de crecimiento de Estados Unidos que el FMI estimó para 2016 y 2017 se ubican en torno a 2,6%.

Por otra parte, aunque los acontecimientos señalan que la recuperación de Estados Unidos avanza, existen condiciones cambiantes. En primer lugar, las correcciones observadas en los mercados de valores en los últimos meses son el reflejo del itinerante entorno externo, a saber: i) la incertidumbre sobre la economía china, ii) el desempeño heterogéneo de los países de Europa y iii) el comportamiento de los precios de las materias primas que, en conjunto, podrían incrementar la aversión al riesgo. En segundo lugar, es posible que el dólar siga apreciándose debido a las

³ Véase BID (2015, borrador), donde al analizar las políticas públicas agrarias para Centroamérica y la República Dominicana en el marco del CAFTA-DR se plantea de manera descriptiva esta posibilidad.

⁴ El caso de Panamá es atípico: es un país cuya balanza comercial está respaldada por exportaciones de servicios y en menor cuantía, de bienes.

⁵ La tasa de desempleo ha caído a 5,1% y el ingreso personal disponible real crece a una tasa cercana al 3% anual (véase FMI, 2015b).

⁶ Esto se observó a partir del segundo semestre de 2014.

divergencias cíclicas entre su economía y las de sus principales socios comerciales, debilitando la rentabilidad y la producción en el sector transable interno y también ampliando el déficit de cuenta corriente. A su vez, no hay que olvidar la posibilidad de que la caída de los precios del petróleo haya sido provechosa para ese país, al incrementar el ingreso disponible de los hogares y reducir los costos en las cadenas productivas. En cualquier caso, este entorno podría prolongar la incertidumbre y deprimir la confianza del sector privado, generando efectos en la economía real.

El inicio de 2016 ha sido turbulento en muchos sentidos. China continúa mostrando signos de debilidad, los precios del petróleo han caído aún más con la liberación de las sanciones a Irán, la economía en la Zona Euro continuará con estímulos y los mercados han experimentado sin cesar correcciones en sus índices. No obstante esta realidad, es posible que los riesgos respecto del escenario de referencia se inclinen al alza en Estados Unidos. De hecho, al tomar en cuenta tanto la volatilidad y la nueva caída en los precios del petróleo durante el mes de enero de 2016 con respecto a diciembre de 2015 (32,7% y -15,2%, respectivamente), nuestras proyecciones apuntan a que el crecimiento de Estados Unidos podría elevarse hasta en 0,15 y 0,08 puntos porcentuales del PIB en 2016 y 2017, respectivamente. Este potencial aumento se descompone en los siguientes elementos: 14,5% como resultado de la caída en los precios del *West Texas Intermediate* (WTI), 22,4% por la apreciación del tipo de cambio real, 12,3% debido al incremento en la volatilidad, 6,5% como resultado del incipiente desempeño de la economía europea, 4,2% como resultado de la menor actividad económica en China y un 40% asociado a condiciones del país.

Ahora bien, ¿qué representa esto para CARD? Sin lugar a dudas, siempre que Estados Unidos registre crecimiento, esto será beneficioso para la región. Sin embargo, el escenario externo actual combina una serie de elementos que pueden actuar tanto a favor como en contra del desempeño regional. Por un lado, la caída a nivel mundial de los precios de la energía durante el inicio del presente año es un factor clave para el cálculo de este balance. En el mismo sentido, el continuo fortalecimiento del dólar resulta potencialmente beneficioso para el sector exportador de la región. En cambio, aquellos eventos vinculados al sector financiero podrían estar incidiendo en una mayor incertidumbre para los inversionistas y, con ello, afectando los flujos de fondos hacia la región. Al combinar estos factores, el balance para CARD resulta positivo. De acuerdo a nuestras estimaciones (véase el Cuadro 4.1), la región podría ver su tasa de crecimiento mejorar en 0,2 puntos porcentuales del PIB para 2016 y mantenerse con relación a las proyecciones del FMI en 2017.

CUADRO 4.1 Estimaciones base: CARD y EE.UU.

	Fondo Monetario Internacional		Banco Interamericano de Desarrollo (Reporte Macroeconómico)	
	2016	2017	2016	2017
EE.UU.				
Crecimiento anual del PIB real	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%
CARD				
Crecimiento anual del PIB real	4,0%	4,1%	4,2%	4,1%
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	5,2%	5,3%	5,1%	5,3%

Fuente: Perspectivas económicas mundiales (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015 y enero de 2016) y cálculos propios.

¿QUÉ PODRÍA LLEVAR A CARD A ZONAS DE MENOR HOLGURA?

La cadena virtuosa de condiciones no se encuentra necesariamente libre de riesgos. Por ejemplo, las estimaciones propias indican que la región crecerá 4,2% en 2016, lo cual es ciertamente positivo si se compara con el resto de América Latina⁷. Sin embargo, siendo este ritmo de crecimiento mayor a lo antes esperado pero todavía inferior a su potencial⁸, es posible esperar una presión al alza sobre la inflación durante el año 2016. Por otra parte, en el caso de las cuentas externas, se prevé que el menor déficit en las cuentas corrientes se revierta parcialmente a mediano plazo. Ello debido a una leve recuperación de los precios energéticos internacionales y a la disipación del ahorro precautorio de los ingresos extraordinarios del sector privado. Asimismo, existen focos de vulnerabilidad, puesto que las necesidades de financiamiento externo siguen siendo considerables (al tiempo que se prevé que la IED se modere en algunos países). Finalmente, es poco probable que el entorno externo favorable por sí mismo se traduzca en mejoras fiscales en todos los países de CARD. Por ejemplo, la participación de impuestos de importación sobre productos derivados del petróleo, cuya recaudación es relativamente fácil, se reduciría conforme el valor de las importaciones ceda espacios. Esta caída de ingresos podría no verse compensada por medio de los impuestos internos sobre la actividad económica, que son más difíciles de recaudar. Lo anterior es de suma importancia debido al importante papel que desempeña el sector público en los países de la región.

Por otra parte, los cambios en las condiciones de los mercados financieros internacionales pudieran tener implicaciones para la región. Los mercados financieros han mostrado ser receptivos a las condiciones internacionales cambiantes. En particular, el inicio de 2016 se ha caracterizado por continuas correcciones en las bolsas de valores del mundo y un notable incremento en la volatilidad; lo anterior en respuesta al comportamiento económico de China y los menores precios del petróleo.

⁷ Para 2016, el FMI estima que Latinoamérica y el Caribe crecerá, en promedio, -0,3%.

⁸ El crecimiento potencial del PIB se estima en 4,4% de acuerdo a las perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (octubre de 2015).

La incertidumbre global ha repercutido en la región, tal y como reflejan los indicadores de riesgo país. Tan solo durante enero de 2016, los diferenciales de las tasas de la deuda soberana subieron, en promedio, hasta cerca del 13% (magnitud similar al incremento acumulado entre 2014 y 2015 de 17%). En el mismo orden de ideas, el reciente incremento de las tasas de interés en Estados Unidos pudiera influir negativamente en el comportamiento de los flujos de inversión, siempre y cuando la prima de riesgo no sea suficiente para retenerlos. Finalmente, con tasas globales de interés más altas, es probable que los mercados de crédito locales también se encarezcan y afecten los patrones del otorgamiento y uso del crédito bancario por parte del sector privado.

Por último, queda la posibilidad de que el sector transable se vea afectado debido a un giro de las condiciones externas. Entre los escenarios que pudieran conducir a esto, se encuentra una nueva ralentización de la economía estadounidense o la evolución desfavorable de los términos de intercambio. Estos dos factores, junto a una política monetaria poco flexible, podrían afectar negativamente las cuentas externas.

PROYECCIONES ANTE ESCENARIOS ALTERNATIVOS

Para analizar los efectos de escenarios alternativos se llevan a cabo simulaciones que consisten en la reversión de algunos de los factores que han contribuido al entorno favorable actual. En primer lugar, se considera una situación en donde el comportamiento de la demanda global de bienes induce incrementos importantes en los precios de las importaciones de CARD. En segundo lugar, se simula un evento en donde la economía de Estados Unidos reduce abruptamente su ritmo de crecimiento por cuestiones domésticas, desencadenando una serie de efectos hacia otras variables externas que posteriormente afectan a la región. Finalmente, se consideran los recientes incrementos en la volatilidad de los mercados como respuesta a una serie de incidentes externos, como lo que ocurre en China, Europa y en el mercado petrolero. A continuación, se tratarán con detalle estos casos.

El primer escenario se construye sobre la base de un repentino cambio en los patrones de consumo en el mundo que inducen el abrupto incremento en los precios de las importaciones. Esto pudiera ser el caso de observarse una recuperación en la demanda externa proveniente de China y/o si Europa presentara signos de uniformidad en el crecimiento económico de sus países⁹. Este panorama generaría nuevos incrementos de demanda de bienes y, con ello, la posibilidad de nuevos aumentos en precios de materias primas (incluido el petróleo). El supuesto clave es que son los bienes importados los que ven incrementos en sus precios en relación con aquellos de las exportaciones.

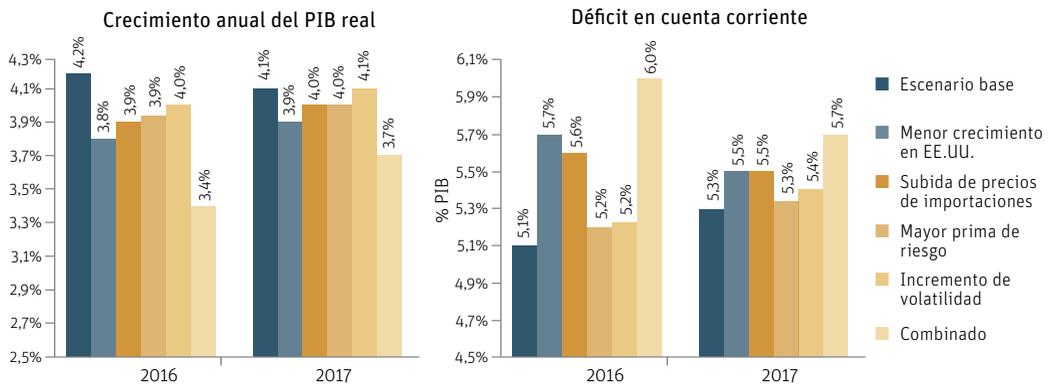
Pero, ¿cómo cambian las expectativas de crecimiento para CARD si los precios de los bienes importados por dicha región se elevan? En ausencia de producción doméstica para proveer los bienes comprados en el exterior, los mayores precios de importaciones afectarían al ingreso real disponible de los hogares. Quizá el ejemplo más sencillo sea una espiral de costos inducida por la recuperación

⁹ Dentro de los países de la Unión Europea, existe una gran dispersión de crecimiento. Algunos, como España, estarán creciendo un 3%, mientras que en otros países como Francia e Italia cerca de 1%.

de los precios de hidrocarburos o algún evento de la naturaleza que afecte a la cadena de bienes de importación. No hay que dejar de lado que el incremento en el precio de los energéticos tendría un efecto negativo sobre el crecimiento de Estados Unidos. De hecho, de experimentar un incremento en los precios del petróleo y el de otros bienes de tal magnitud que el índice de precios de las importaciones retome los niveles observados al cierre de 2013 (aproximadamente un incremento de 7,6%), el crecimiento del PIB se encontraría cercano al 3,9% en 2016, cifra inferior a la estimación base de 4,2%. Para el 2017, el crecimiento se habría recuperado prácticamente al acercarse a un 4,0% comparado con el 4,1% de nuestro estimado actual. Asimismo, la ampliación del déficit de la balanza comercial impactaría a la cuenta corriente, la cual se elevaría hasta 5,6% del PIB en 2016 y hasta 5,5% del PIB en 2017.

Un segundo escenario considera un choque negativo que tiene como origen la reducción en las expectativas de crecimiento para Estados Unidos. Este panorama está fundamentado en el largo y a veces itinerante proceso de recuperación observado desde la crisis financiera. Ciertamente, los indicadores de desempeño de la actividad económica de ese país han sido optimistas: el crédito al consumo ha crecido, las ventas al menudeo han regresado a territorio de crecimiento, el desempleo ha bajado y el ingreso disponible de los hogares se ha expandido gracias a los bajos precios de los combustibles. Incluso, recientemente la Reserva Federal alzó las tasas como señal de que hay evidencia de un nuevo ciclo de actividad económica favorable. Sin embargo, el ajuste que está experimentando la economía de China, la inestabilidad del Oriente Medio, la esquivada recuperación económica en Europa o, incluso, la degradación de la deuda soberana de Brasil pueden por sí solas ocasionar una mayor aversión al riesgo. Esto, a su vez, podría traducirse en un debilitamiento de la demanda agregada y en un menor crecimiento.

El panorama descrito se representa al suponer que Estados Unidos crece, en 2016, 2,5% en lugar de nuestro estimado actual de 2,7%. Las estimaciones basadas en este escenario sugieren que un contexto de crecimiento menos optimista en Estados Unidos tiene importantes efectos negativos en CARD, presumiblemente por medio del canal de exportaciones (véase el Gráfico 4.1, panel izquierdo). Por ejemplo, en respuesta a esta reducción en el crecimiento de Estados Unidos, las importaciones desde Centroamérica caerían 6,5%. Esto afectaría el crecimiento promedio de la región, el cual se revisaría a la baja (de 4,2% a 3,8% en 2016). El efecto se prolongaría incluso hasta 2017, cuando el crecimiento rondaría 3,9%, por debajo del 4,1% que actualmente se prevé. Un segundo efecto que se presentaría sería el deterioro de la cuenta corriente (véase el Gráfico 4.1, panel derecho). El efecto de una menor demanda de bienes importados en Estados Unidos impactaría el saldo de la balanza comercial. En ausencia de una política cambiaria flexible, el déficit comercial se trasladaría, en su mayoría, a la cuenta corriente. ¿Cómo modificaría esta dinámica las expectativas actuales? De acuerdo a nuestras proyecciones, el déficit promedio en cuenta corriente se elevaría desde 5,1% hasta 5,7% en 2016 y, en 2017, se mantendría 0,2 puntos porcentuales por encima del estimado actual de 5,3% del PIB.

GRÁFICO 4.1 Efectos de choques seleccionados en CARD*

Fuente: Cálculos propios.

Nota: *el escenario base corresponde a las estimaciones realizadas en este reporte.

Por su parte, queda por argumentar cuáles serían los efectos de los vaivenes en los mercados financieros. Como es usualmente aceptado¹⁰, los cambios en los mercados se reflejan, en buena medida, a través de la volatilidad de los activos financieros. Además, tras la crisis financiera, se sabe con certeza que los mercados financieros pueden magnificar los choques del sector real y, con ello, pudieran neutralizar el entorno favorable.

En retrospectiva, haciendo un recuento de los últimos meses, se observa que la volatilidad global medida por el Índice de Volatilidad de los Mercados (VIX, por sus siglas en inglés) creció 17,6% tan solo en el último año y, en enero de 2016, creció 32,7% (comparado con diciembre de 2015). Este último pico internaliza, entre otras cosas, la variabilidad reciente en el mercado accionario de China. Sin embargo, también recoge un efecto indirecto: las expectativas que agentes de otros países podrían formarse sobre el impacto negativo de China en la demanda global de materias primas y otros bienes; lo que facilitaría su transmisión a múltiples sectores de la economía mundial.

Para efectos de este capítulo, la interrogante consiste en conocer cómo esta volatilidad podría perjudicar a CARD, especialmente dado que sus países no se encuentran altamente integrados al sistema financiero global¹¹. Para representar esta posibilidad, se hace uso del VIX y se supone que experimenta movimientos similares a los de 2015, cuando registró un incremento de 17,6% en comparación con 2014. De manera no sorprendente, el efecto sobre el crecimiento es limitado: la expansión para 2016 se estima que baje a 4,0% y que, para 2017, prácticamente ya se haya recuperado. Este resultado es consistente con la relativamente baja integración que existe entre

¹⁰ Existe toda una rama de investigación de valuación de activos financieros que trata este tema, un ejemplo es Cochrane (2009).

¹¹ Una primera posibilidad puede relacionarse con los mercados de productos agrícolas, especialmente conforme exista una mayor integración financiera de la región. Un ejemplo de esto reside en la posibilidad que tienen los exportadores agrícolas de pactar contratos a precios fijos durante las épocas de plantación que eventualmente sean perjudiciales al momento de ejecutar la venta, pues pudiera ocurrir que el precio pactado sea menor al precio de mercado (precio *spot*). Un estudio reciente (véase Robe, 2015) sugiere que las variaciones de los precios de este tipo de productos internalizan factores como variación de inventarios, eventos climáticos o volatilidad macroeconómica. Ahora bien, Panamá es el país con mayores vínculos desde la perspectiva de la cuenta de capitales y, por lo tanto, podría ser la excepción.

la mayoría de los países de CARD a los mercados financieros globales. De igual forma, la cuenta corriente parece no desviarse demasiado de la línea base (0,10 y 0,08 puntos porcentuales del PIB por encima del estimado para 2016 y 2017, respectivamente).

Una segunda forma en la que la volatilidad financiera puede tener efectos en la región es por medio de la prima de riesgo. La prima de riesgo (en relación con los bonos del Tesoro de Estados Unidos) refleja la percepción que tiene el mercado sobre la capacidad de un país para responder a choques de naturaleza económica. Es relevante para la región pues determina, en un amplio sentido, el costo de los fondos prestables para créditos, inversiones y financiamiento del déficit público. Para caracterizar este evento, se simula la elevación de la prima de riesgo en la misma magnitud que lo registrado entre 2014 y 2015 (incremento de 17%, en promedio, para CARD). Al igual que en el caso anterior, se observan efectos limitados en el crecimiento de la región y su cuenta corriente. Esto responde a dos posibles efectos: por un lado, una prima de riesgo mayor incrementa los costos de la deuda y créditos, pudiendo disminuir la actividad económica; por otro lado, un mayor margen pagado atrae más inversiones, contrarrestando hasta cierto punto el efecto negativo en lo que se asimila el choque. De esta forma, la fluctuación en las tasas mantendría al crecimiento entre 3,9% y 4,0% para 2016 y 2017, respectivamente. Finalmente, en estos dos tipos de choques financieros, la cuenta corriente se elevaría entre 0,14 y 0,10 puntos porcentuales del PIB sobre la estimación base para 2016 y 2017, respectivamente.

HACIA ADELANTE: ¿ACTUAR O ESPERAR?

Los resultados de los escenarios alternativos hacen constar lo importante que resultan las condiciones externas para CARD. Destaca el menor desempeño de la actividad económica ante condiciones que se tornen menos favorables, lo cual conduciría a tasas de crecimiento del PIB por debajo del 4% anual en los siguientes dos años. Esto se debe a la elevada correlación que existe entre el sector exportador y el desempeño de los distintos sectores económicos en cada país. En el mismo tenor, los efectos de un panorama menos favorable afectarían a la cuenta corriente, deteriorándose hasta promediar niveles cercanos al 6% del PIB. De los escenarios alternativos, los dos eventos que podrían impactar a la región con una mayor magnitud son la desaceleración económica de Estados Unidos y un incremento en los precios de las importaciones. En la misma sintonía, la persistencia de la volatilidad en los mercados financieros o incrementos en las tasas de interés podrían afectar al crecimiento como resultado de la reducción de flujos de inversión hacia la región.

Dado el panorama externo actual, los países de la región deben aprovechar los vientos a favor y buscar la instrumentación de políticas que permitan mejorar las condiciones, tanto en el corto como en el mediano plazo. No debe perderse de vista que con la desgravación estipulada en el CAFTA-DR, la ejecución de políticas que mejoren la productividad, en especial en aquellos sectores cuyas ventajas comparativas actuales son limitadas, será indispensable para reducir vulnerabilidades a choques externos. En todo caso, se debe mejorar la percepción de riesgo de la región. Esto requerirá, a su vez, la instrumentación de políticas que reduzcan los efectos nocivos de la volatilidad de los mercados globales en la región. Para ello, es fundamental contar con una estabilidad macroeconómica y monetaria, y un manejo responsable de las finanzas públicas.

En resumen, la economía mundial ha generado una cadena virtuosa de condiciones para la región, que inició a mediados de 2014 y continuó en 2015. Se espera que el ambiente favorable se extienda a lo largo de 2016, y que se traduzca en una gran oportunidad para reflexionar sobre las fortalezas y debilidades para enfrentar vaivenes externos. La diferencia entre ser protagonista de políticas o espectador de los vaivenes de la economía mundial dependerá de las acciones que la región emprenda en estos períodos favorables.

ANEXO 4.1 Supuestos y metodología para la estimación de los choques externos

La metodología consiste en una estimación basada en Hsiao (2003) aplicada a un panel dinámico de vectores autoregresivos (estacionario) de países de CARD con series anuales desde 1999 hasta 2014. Las series están expresadas en una sola moneda y en términos reales, con lo cual permite prescindir de la inclusión de inflación y tipo de cambio nominal¹². La estimación para cada país i y año t utiliza el cambio del logaritmo del PIB real ($y_{i,t}$), la cuenta corriente como porcentaje del PIB ($CC_{i,t}$), precios de exportaciones ($P_{i,t}$) y/o importaciones ($NP_{i,t}$), el diferencial de tasas de interés ($r_{i,t} - r_{i,t}^{US}$), el proxy para el desempeño de la demanda externa y el VIX, todas incluidas en el vector Y . Las variables independientes incluyen controles de características, entre ellas complejidad de exportaciones y apertura de la cuenta de capital. Estas están representadas por la matriz X . Para robustecer la estimación en el choque de demanda de bienes transables, se hace uso primero del logaritmo del PIB real de Estados Unidos y, posteriormente, del volumen de importaciones provenientes de cada país de la muestra. La ecuación general a estimar tendría la siguiente forma:

$$AY_t = BY_{t-1} + CZ_t + DX_t + EV_t,$$

donde A , B , C , D y E son matrices de coeficientes.

Los choques se realizaron por medio del cálculo del impulso respuesta (IR). La magnitud del choque fue de 1 desviación estándar y luego reescalado para hacerlo compatible con las unidades de las series de crecimiento y cuenta corriente. Los supuestos utilizados se resumen en el Cuadro 4.1.A.

CUADRO 4.1.A Supuestos

Supuestos de los choques	Variación en relación con 2015
Precios de importaciones	Incremento de 7,6%
Caída del crecimiento anual del PIB real de EE.UU.	De 2,7% a 2,5%
Caída de importaciones en EE.UU.	6,5%
Efecto tasa de interés (EMBI)	Incremento de 17%
Precio del WTI	Incremento a 52 dólares por barril
Variación del VIX	Incremento 17,6%
Valores línea base inicial del crecimiento del PIB y cuenta corriente	PIB EE.UU.: 2,6% en 2016 PIB CARD: 4,0% y 4,1%, 2016 Y 2017 Cuenta corriente CARD: -5,2% y -5,3% del PIB, 2016 y 2017

Fuente: Bloomberg, FRED de la Reserva Federal de San Louis, indicadores de desarrollo mundial (Banco Mundial), y perspectivas de la economía mundial (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015 y enero de 2016).

¹² Un sistema más robusto podría incluir estas dos variables monetarias, pero este ejercicio se limita a considerar los efectos reales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aghion, P., P. Bacchetta y R. Ranciere (2009). "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development." *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 12117.
- Aguirre, A. y C. Calderón (2005). "Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance." *Working Paper no.315*, Banco Central de Chile.
- Baffes, J., I. Elbadawi y A. O'Connell (1999). "Single Equation Estimation of the Equilibrium Real Exchange." En L. Hinkle y P. Montiel (eds.). *Exchange Rate Misalignment. Concepts and Measurement For Developing Countries. The World Bank Research Publication*.
- Balassa, B. (1964). "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal." *Journal of Political Economy*, 72: 584-96.
- Balassa, B. (1965). "Trade liberalisation and Revealed Comparative Advantage." *The Manchester School*, 33: 99-123.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2015, borrador). "Análisis de políticas públicas agrarias para Centroamérica y la República Dominicana en el marco del DR-CAFTA." *Documento de Apoyo*. Washington, DC.
- Bello, O., R. Heresi y R. Pineda (2010). "El tipo de cambio real de equilibrio: Un estudio para 17 países de América Latina." Santiago de Chile: División de Desarrollo Económico, CEPAL.
- Bruegel (2015). Base de datos de tipo de cambio real efectivo. Disponible en <http://bruegel.org/publications/datasets>.
- Caporale G. M., D. Ciferri y A. Girardi (2008). "Fiscal Shocks and Real Exchange Rate Dynamics: Some Evidence from Latin America." Working paper 2228. CESifo.
- Carrera, J. y R. Restout (2007). "Determinantes de largo plazo del tipo de cambio real en América Latina." *Documento de Trabajo*. Banco Central de Argentina.
- Carrera, J. y R. Restout (2008). "Long run determinants of Real Exchange Rates in Latin America." *Working paper GATE 08-11 2008*.
- Casco, E. (2012). "Tipo de cambio real de equilibrio y desalineamiento en Honduras." *Unidad de Investigacion Económica del Banco Central de Honduras*.
- Clark, P. y R. McDonald (1998). "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs." *Working Paper*, No.98/67. Washington, DC: International Monetary Fund.

- Cochrane, J. H. (2009). *Asset Pricing: (Revised Edition)*. Princeton university press.
- Cuevas, M., O. Manzano y C. Rodríguez (2014). “Promoviendo la transformación productiva: políticas de desarrollo productivo en Centroamérica y República Dominicana.” Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Dickey, D. y W. Fuller (1979). “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root.” *Journal of the American Statistical Association*, 74 (366): 427-431.
- Elbadawi, I. y R. Soto (2007). “Theory and Empirics of Real Exchange Rates in Developing Countries.” *Documentos de Trabajo 324*, Instituto de Economía. Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Edwards, S. (1989). “Real Exchange Rate in The Developing Countries: Concepts and Measurement.” *NBER Working Paper 2950*.
- Edwards, S. (2011). “Exchange Rates in Emerging Countries: Eleven Empirical Regularities From Latin America and East Asia.” *NBER Working Paper 17074*.
- Edwards, S. y F. Losada (1994). “Fixed Exchange Rates, Inflation and Macroeconomic Discipline.” *NBER Working Paper No.4661*.
- Engle, R., y C. Granger (1987). “Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing.” *Econometrica*, 55(2): 251-276.
- Feenstra, R. C. y J. Romalis (2014). “International Prices and Endogenous Quality.” *Quarterly Journal of Economics*, 129 (2): 477-527.
- Ferchen, M., A. García-Herrero and M. Nigrinis (2013). “Evaluating Latin America’s Commodity Dependence on China.” *Working Paper 13/05*. BBVA Research, Hong Kong.
- Fondo Monetario Internacional (2015a). “Annual Report on Exchange Rate Arrangement and Exchange Rate Restrictions”. Washington, DC.
- Fondo Monetario Internacional (2015b). “Western Hemisphere: Adjusting Under Pressure.” *Regional Economic Outlook October 2015*. Washington, DC.
- García, Y. y J. A. Quijada (2015). “Estimación del tipo de cambio real de equilibrio de Honduras.” *Resumen de Políticas IDB-PB-247*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- García-Herrero, A., E. Dos Santos, P. Urbiola, M. Dal Bianco, F. Soto, M. Hernández, A. Rodríguez y R. Sánchez (2014). “Competitividad del sector manufacturero en América Latina: tendencias y determinantes.” *Documento de Trabajo 14/10*. BBVA Research, Madrid.
- Giordano, P. (2012). “Investing in Integration.” *Integration and Trade*, 34(16). Washington, DC: Inter-American Development Bank.
- Gratereaux Hernández, C. (2014). “Tipo de cambio real de equilibrio, fundamentos y desalineamiento en una economía pequeña y abierta: metodología BEER adaptada al caso dominicano.” Banco Central de República Dominicana.
- Gutiérrez, C. (2009). “Tipo de cambio real de equilibrio de Costa Rica: enfoque ‘Behavioral Equilibrium Exchange Rate’ (BEER) Período 1991q1-2009q2.” *Documento de Investigación 08-2009*. Banco Central de Costa Rica.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press.

- Izquierdo, A. y O. Manzano (2012). “El mundo cambió: ¿cambiará el crecimiento en Centroamérica? Desafíos y oportunidades.” *Reporte Macroeconómico CID/BID*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Kitson, M., R. Martin y P. Tyler (2004). “Regional competitiveness: An elusive yet key concept?” *Regional Studies*, 38(9): 991-999.
- Lagarda, G., O. Manzano y J. Prat (2015). “El legado de la crisis: Opciones de política en un entorno favorable.” *Reporte Macroeconómico CID/BID*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Lall, S. (2001). “Competitiveness indices and developing countries: an economic evaluation of the Global Competitiveness Report.” *World development*, 29(9): 1501-1525.
- Lane, P. R. y G. M. Milesi-Ferretti (2007). “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004.” *Journal of International Economics* 73, November, 223-250.
- López, H., L. Molina y M. Bussolo (2007). “Remittances and the Real Exchange Rate.” *Research Working Paper 4213*. Washington, D.C: World Bank.
- Morrissey, O., T. Lloyd y M. Opoku-Afari (2004). “Real Exchange Rate Response to Capital Inflows: A Dynamic Analysis for Ghana.” *CREDIT Research Paper 04/12*, School of Economics, University of Nottingham.
- Nurkse, R. (1945). “Conditions of International Monetary Equilibrium.” *Essays in International Finance*, 4, Princeton University.
- Phillips, P. y P. Perron (1988). “Testing for a unit root in time series regression.” *Biometrika*, 75 (2): 335-346.
- Porter, M. (1990). *The competitive advantage of nations*. New York: Free Press, MacMillan.
- Portugal-Pérez, A. y J. S. Wilson (2012). “Export Performance and Trade Facilitation Reform: Hard and Soft Infrastructure.” *World development*, 40(7): 1295-1307.
- Repetto, A. (1992). “Determinantes de largo plazo del tipo de cambio real: una aplicación al caso chileno.” *Colección de Estudios CIEPLAN*, No 36.
- Robe, M. A. (2015, borrador). “Fundamentals, Derivatives Market Information, and Central American Commodity Price Volatility”.
- Samayoa, H. (2004). “Tipo de cambio real de equilibrio y análisis de la dinámica del tipo de cambio real en Guatemala.” *Banca Central*, No 51. Banco de Guatemala.
- Samuelson, P. A. (1964). “Theoretical Notes on Trade Problems.” *Review of Economics and Statistics*, 46: 145-54.
- Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2003). “Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio en Centroamérica.” San José, Costa Rica: SECMCA.
- Siregar, R. y R. Rajan (2006). “Models of Equilibrium Real Exchange Rates Revisited: A Selective Review of the Literature.” *CIES Working Papers*. University of Adelaide: Centre for International Economic Studies.

- Tervala, H. (2006). "Productive Government Spending and the International Transmission of Fiscal Policy." *Discussion paper 120*. Helsinki Center for Economic Research.
- Urcuyo, R. (2012). "Deslizamiento cambiario y su impacto en crecimiento económico e inflación." *Documento de Trabajo DT-025*. Banco Central de Nicaragua.
- Williamson, J. (1994). *Estimating Equilibrium Exchange Rates*. Peterson Institute for International Economics.

