



ANTE LOS DESAFÍOS EXTERNOS, FORTALEZAS INTERNAS

Entorno económico de Centroamérica
y República Dominicana

COORDINADORES Arnoldo López Marmolejo y Marta Ruiz Arranz





ANTE LOS DESAFÍOS EXTERNOS, FORTALEZAS INTERNAS

Entorno económico de Centroamérica
y República Dominicana

COORDINADORES Arnoldo López Marmolejo y Marta Ruiz Arranz

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

Ante los desafíos externos, fortalezas internas: entorno económico de Centroamérica y República Dominicana
/ coordinadores, Arnoldo López Marmolejo y Marta Ruiz Arranz.
p. cm. — (Monografía del BID ; 693)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Economic development-Central America. 2. Economic development-Dominican Republic. 3. Inflation (Finance)-Central America. 4. Inflation (Finance)-Dominican Republic. 5. Investments, Foreign-Central America. 6. Investments, Foreign-Dominican Republic. 7. Central America-Economic conditions. 8. Dominican Republic-Economic conditions. I. López Marmolejo, Arnoldo. II. Ruiz Arranz, Marta. III. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Países de Centroamérica, Haití, México, Panamá y la República Dominicana. IV. Serie. IDB-MG-693

Clasificación JEL: E20, E22, E31, E44, F30, G10, G20, G21.

Palabras clave: Centroamérica, República Dominicana, inversión extranjera directa, sistema financiero, bancos, mercados financieros, inflación, inflación de alimentos, producción de alimentos.

Copyright © [2019] 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-NCND) (<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.



INDICE

ANTE LOS DESAFÍOS EXTERNOS, FORTALEZAS INTERNAS

Entorno económico de Centroamérica
y República Dominicana

	Agradecimientos	IV
	Prólogo	V
	Resumen ejecutivo	VI
1	Una región resiliente frente a un entorno internacional incierto	10
	Recuadro 1.1: El efecto de la crisis nicaragüense en las economías de CARD	11
	¿Está la región preparada para menores flujos de capital y de inversión?	18
	Tareas pendientes en un entorno incierto	21
2	La inflación de alimentos en Centroamérica: promover la provisión local para mitigar la volatilidad externa de precios	22
	Recuadro 2.1 La inflación de alimentos en Panamá: efectos distributivos	23
	Evolución y características de la inflación de alimentos en CARD	26
	Determinantes de la inflación de los alimentos	33
	Consideraciones finales	35
3	Las condiciones bancarias en la región se mantienen estables a pesar de un entorno financiero internacional más restrictivo	38
	Índice de desempeño macroeconómico	39
	Índices de condiciones bancarias	41
	Consideraciones finales	45
4	La inversión extranjera directa y la estabilidad en los mercados financieros de la región se ha mantenido a pesar del entorno externo desfavorable	50
	Inversión extranjera directa	51
	Mercados financieros	54
	Consideraciones finales	57
	Bibliografía	59

AGRADECIMIENTOS

Este reporte macroeconómico fue coordinado por Arnoldo López Marmolejo y Marta Ruiz Arranz. Su contenido fue preparado por el equipo de economistas del Departamento de Países de Centroamérica, Haití, México, Panamá y la República Dominicana del Banco Interamericano de Desarrollo. Los autores que contribuyeron con esta edición fueron Marta Ruiz, Osmel Manzano y Jennifer Linares (capítulo 1), André Martínez y José Solorzano (capítulo 2), Carlos Garcimartín y Jhonatan Astudillo (Recuadro 2.1), Arnoldo López

y Carolina Pagliacci (capítulo 3) y Arnoldo López, Elizabeth Ochoa y Carolina Pagliacci (capítulo 4). Se agradecen los comentarios y sugerencias de las autoridades participantes en el conversatorio regional llevado a cabo el 25 de octubre de 2018 en Washington, D.C., y en la 284 reunión del Consejo Monetario Centroamericano en Punta Cana, República Dominicana. Asimismo, se agradece el apoyo de Ximena Ríos en la edición y Duare Pinto en el diseño y diagramación.

PRÓLOGO

ANTE LOS DESAFÍOS EXTERNOS, FORTALEZAS INTERNAS

Entorno económico de Centroamérica
y República Dominicana

Después de un período prolongado de alta liquidez impulsado por la Reserva Federal de Estados Unidos, la mejora progresiva en el desempeño económico de su economía ha justificado el inicio del proceso de normalización monetaria vigente. Por otra parte, diversas economías a nivel global han venido impulsando medidas en favor de la búsqueda de reequilibrios comerciales y de apoyo a la producción interna.

En este contexto, la economía de Centroamérica y República Dominicana ha continuado creciendo, si bien con una importante heterogeneidad entre países. La región se ha beneficiado de un buen desempeño económico de su principal socio comercial —Estados Unidos—, que ha sido el principal canal externo de la actividad económica de la región. De esta manera, el ciclo económico en aquel país podría representar una fuente favorable para el crecimiento de la región en 2019. No obstante, el entorno imprime también importantes retos a través del canal financiero. Destacan, en el contexto actual, los incentivos externos para una recomposición de los flujos de inversión en favor de activos de los países desarrollados y la diferenciación de los flujos entre países en función de sus fundamentos económicos. Esta coyuntura hace necesario que los países de la región tomen medidas para fortalecer sus fundamentos económicos e institucionales que los hagan más atractivos para la inversión tanto nacional como extranjera, lo que a su vez contribuiría a mejorar

el ambiente en el que se desenvuelve la población aumentando su nivel de vida.

Por estas razones, me complace presentarles el presente reporte que aborda con detalle estos temas. En él, se describe la coyuntura que está viviendo la región y su perspectiva para 2019. Además, se analiza la reducción reciente en el patrón de precios de los alimentos y su relación con los mayores precios internacionales que se prevén y la producción local. Finalmente, se examinan los canales a través de los cuales la reducción de la liquidez global podría trasladarse a la región; en concreto, el canal bancario, la inversión extranjera directa y los mercados financieros. Vale la pena destacar que hasta la fecha no se han registrado efectos sustanciales en la región. No obstante, es importante seguir vigilando el desempeño de los diversos canales de transmisión al mismo tiempo que se fortalecen los fundamentos para estar mejor preparados ante este u otros elementos de aversión al riesgo.

El presente reporte busca contribuir al análisis sobre los retos de la coyuntura económica externa que enfrenta la región toda vez que invita a la reflexión y al debate sobre las potenciales políticas que esta debe asumir para enfrentarlos con mayor eficacia, beneficiándose al mismo tiempo de la integración comercial y financiera internacional que ha venido construyendo a lo largo del tiempo.

Verónica Zavala
Gerente General

Departamento de Países de Centroamérica, Haití, México,
Panamá y República Dominicana



RESUMEN EJECUTIVO

Las economías de la región de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (CARD) han venido enfrentando importantes desafíos. En el ámbito externo, destaca una reducción en los precios internacionales de importantes productos de exportación para la región, como el azúcar y el café, el inicio de un ciclo de alzas monetarias aún en proceso en Estados Unidos y una reducción de la tasa a los ingresos corporativos en aquel país. Asimismo, se ha mantenido la incertidumbre sobre la posibilidad de un escalamiento de políticas comerciales proteccionistas que podrían generar una ralentización de la economía global y un endurecimiento de la política migratoria en Estados Unidos. En el ámbito interno, se registra un menor espacio fiscal y eventos climáticos y sociopolíticos en diferentes países.

A pesar de este entorno, la región ha mantenido su crecimiento. Se estima que habrá crecido **3,8% EN 2018,**

NIVEL SIMILAR AL **3,9% REGISTRADO EN 2017.**

Parte de su resiliencia se debe al impulso de la demanda externa, resultado del buen desempeño económico de su principal socio comercial e inversionista, Estados Unidos. Para 2019, se estima que el crecimiento en la región volvería a estar por encima del 4% a medida que los efectos de los eventos ocurridos en 2018 se disipen y en consonancia con el crecimiento de Estados Unidos.

La inflación ha tendido a reducirse en la región, y ello se debe en parte al menor precio internacional del petróleo y la disminución de la inflación de alimentos después de 2010. La inflación de alimentos en CARD ha venido cerrando la brecha con la inflación de otras regiones del mundo y con la subyacente. Los precios de los alimentos en la región están determinados por choques externos e internos, donde destaca la influencia de los precios internacionales de los alimentos y el impacto de fenómenos climáticos extremos. En cuanto a la exposición a los precios internacionales, se estima que es posible disminuir su impacto a través de la promoción de una producción agropecuaria local más activa. En este sentido, sería favorable apoyar la competitividad y la productividad de un sector cuya inflación afecta en mayor medida a la población de menores ingresos, aumenta la desigualdad y tiene un importante impacto en la inflación general.

Por otra parte, diversos países de la región continúan enfrentando retos en su posición fiscal, lo que implica un espacio fiscal más estrecho para atender las necesidades de la población e implementar medidas contracíclicas en situaciones adversas. Además, los factores que aumenten la aversión global al riesgo podrían sugerir la necesidad de realizar ajustes fiscales adicionales con el fin de fortalecer los fundamentos económicos. En cuanto a las cuentas externas, CARD se ha visto favorecida por el menor precio internacional del petróleo y el aumento de remesas. No obstante, el efecto del precio del petróleo ha tendido a disiparse y en cualquier caso, resulta muy volátil. Respecto a las remesas, si bien se espera que mantengan su buen comportamiento, una política migratoria más restrictiva en EE. UU. podría reducirlas.

Otro elemento favorable y estable para el financiamiento de las cuentas externas ha sido la inversión extranjera directa (IED). En los últimos años, el monto de IED se ha mantenido, apoyado principalmente por el componente de reinversión de utilidades, lo cual representa un voto de confianza en la economía de los inversionistas que han venido participando en la región. Sin embargo, la contribución de las nuevas inversiones ha tendido a reducirse. Los determinantes de las nuevas inversiones son multifactoriales, entre estos se encuentran elementos macroeconómicos, institucionales y externos. La región mantiene factores favorables para la inversión, como la baja inflación y la apertura al comercio; no obstante, debe continuar haciendo esfuerzos para mejorar la calidad regulatoria y asegurar la estabilidad económica al fortalecer su posición fiscal. Todo esto contribuye a promover la inversión nueva, no solo extranjera, sino local, que es baja en comparación con América Latina. La estabilidad macroeconómica es un elemento necesario más no suficiente para aumentar el crecimiento y la inclusión, por lo que es importante tomar medidas que aumenten la productividad. Finalmente, la región tiene una agenda de fomento al ahorro pendiente, elemento que le permitiría depender menos de los pasivos externos y ser más resiliente en momentos de incertidumbre.

En cuanto a los mercados financieros, tanto en estos como en la IED, los flujos de inversión discriminan sobre la base de los fundamentos de

las economías. Hasta la fecha, los efectos de la normalización monetaria han sido pequeños y de corta duración en la región tanto en los tipos de cambio como en las tasas de rendimiento de los valores gubernamentales. En esto último parece haber influido favorablemente cierta mejora en variables macroeconómicas, como la inflación y las cuentas externas, y una exposición limitada a la volatilidad financiera internacional resultado de una importante tenencia de valores públicos en el mercado nacional.

Finalmente, vale la pena destacar que las condiciones bancarias han mejorado o se han mantenido estables en la mayoría de los países. A nivel regional, la estabilidad de las condiciones bancarias parece explicarse por la relativa constancia del desempeño macroeconómico. De esta manera, **actualmente no se observa que los cambios en la política monetaria estadounidense hayan tenido repercusiones sustanciales en la región** ni en el ámbito bancario ni en el macroeconómico. Sin embargo, es importante seguir monitoreando las condiciones bancarias, macroeconómicas y de los mercados financieros de la región en un mundo donde los sistemas financieros y comerciales están cada vez más interconectados, especialmente en un contexto de reducción de la liquidez en Estados Unidos y que probablemente también tendrá lugar en Europa.

1

CAPÍTULO

UNA REGIÓN RESILIENTE

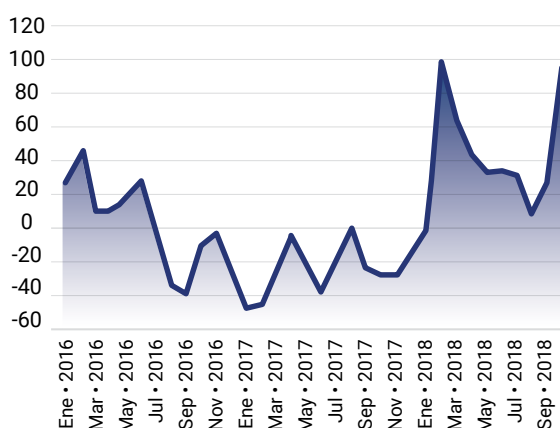
frente a un entorno internacional incierto

L El año 2018 para la región de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (CARD) se caracterizó por un entorno de gran incertidumbre y desafíos económicos. Entre estos se incluyen una menor liquidez, un aumento del costo de financiamiento, una mayor presión fiscal en varios países, retos migratorios y una crisis sociopolítica en Nicaragua con efectos negativos en el comercio centroamericano (véase el Recuadro 1.1). Se estima que CARD se expandió en promedio 3,8%¹ aunque existen marcadas diferencias entre países. Este crecimiento es inferior al promedio de 4,5% observado en los últimos cinco años. Esta desaceleración se debe a tres motivos principales:

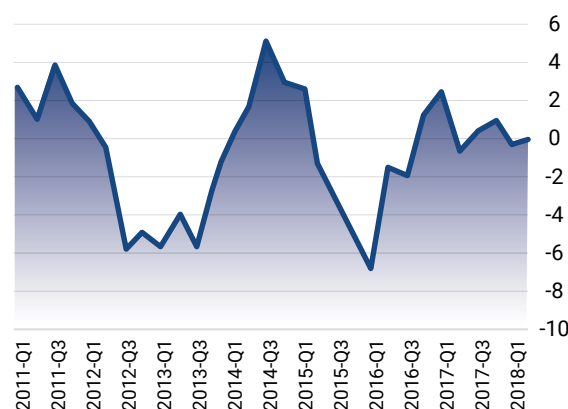
una evolución desfavorable de los términos de intercambio por la caída de los precios del café y el azúcar, y el aumento de los precios del petróleo; la crisis sociopolítica en Nicaragua, que se estima ha resultado en una caída de su PIB del 4% en 2018; y la moderación en el crecimiento de Panamá, que se estima en 4,6% para 2018², principalmente debido al débil desempeño del sector construcción a inicios de año. Si bien el crecimiento de CARD excede el crecimiento promedio de América Latina y el Caribe (ALC) para 2018, esta cifra ha sido constantemente revisada a la baja en las últimas dos ediciones del reporte de Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI).

GRÁFICO 1.1 | Un año de incertidumbre, mayor volatilidad y menor liquidez en el mundo

1.1 VIX: Índice de volatilidad (variación interanual)



1.1 b: Variación interanual en liquidez bancaria mundial



Fuente: elaboración CID/BID con datos de la Reserva Federal de EE. UU. y el Bank of International Settlements (BIS).

¹ Este es un promedio ponderado de las siguientes tasas: Costa Rica (3,3%), El Salvador (2,5%), Guatemala (2,8%), Honduras (3,5%), Nicaragua (-4%), Panamá (4,6%) y República Dominicana (6,4%).

² Comparado con el promedio de 5,8% observado en los últimos cinco años.

En cuanto al crecimiento mundial, se prevé que este se ubique en 3,7%, al igual que en 2017. No obstante, el FMI ha anunciado que una escalada en las tensiones comerciales podría resultar en una caída del crecimiento mundial de alrededor de 1 punto porcentual. La zona del euro se ha mantenido con un crecimiento bastante desacelerado, reflejo del bajo crecimiento observado en Alemania, Francia e Italia.

En ALC se han revisado a la baja las expectativas de crecimiento debido al desempeño de Argentina y Brasil. En China, el crecimiento sigue siendo sólido, ubicándose en aproximadamente 6,6% en 2018. Sin embargo, se prevé cierta desaceleración en otras economías asiáticas en 2019 debido a las medidas comerciales recientemente tomadas por Estados Unidos.

RECUADRO 1.1

El efecto de la crisis nicaragüense en las economías de CARD

A mediados de abril de 2018, el presidente Daniel Ortega aprobó un decreto en el que se estipulaban reformas al Instituto Nicaragüense de Seguridad Social (INSS). Las reformas incluían, entre otras, un aumento del 0,75% en las cotizaciones de los trabajadores, un aumento del 2% en el aporte de los empresarios y un recorte del 5% en el monto de las pensiones. Estas modificaciones se dieron en un contexto de déficits crecientes que el INSS ha experimentado en los últimos cinco años, y el riesgo de que sus reservas se agotaran antes de 2019. Tras la publicación del decreto de reformas, se organizaron protestas que resultaron en enfrentamientos violentos con la Policía Nacional (PN). Algunos días después de estos enfrentamientos, se tomó la decisión de revocar la reforma al INSS, se removió a la primera comisionada de la PN, se liberaron algunos presos asociados con las manifestaciones y se convocó a un diálogo nacional. A pesar de estas medidas, desde entonces se han organizado manifestaciones, aunque estas han tendido a reducirse.

A finales de mayo y durante junio, las protestas resultaron en el cierre y la obstaculización de carreteras en diez departamentos del país, causando el estancamiento de alrededor de 6.000 camiones procedentes de Honduras, El Salvador, Costa Rica, Panamá y el propio Nicaragua. Si bien a partir de mediados de julio no han vuelto a ocurrir eventos que bloqueen masivamente las carreteras, se estima

que los cierres en junio afectaron a un total de bienes valorados en US\$6.3 mil millones o 2,6% del PIB regional. Esto es equivalente a más del 50% del comercio en el istmo centroamericano. Se estima que los países más afectados, debido al volumen de sus bienes que transitan por Nicaragua, fueron Costa Rica, Panamá y Guatemala.

Las exportaciones que podrían haberse visto mayormente afectadas son: químicos, alimentos, calzado, ropa y textiles. Esto se debe a que estos productos son los más transados en la región. El país más afectado por la contracción en productos químicos y conexos sería Panamá, debido a que es el país de origen de la mayoría de estos productos. En cuanto a alimentos, los países más afectados serían El Salvador (US\$355 millones o 23,2% del total de sus importaciones alimenticias), Nicaragua (US\$342 millones o 42,9%), Guatemala (US\$301 millones o 14,1%) y Costa Rica (US\$236 millones o 14,1%).

Respecto al canal financiero, la participación en el sistema bancario de otros países de la región de los bancos con capital predominantemente nicaragüense es limitado (el mayor porcentaje de Lafise y Promerica es de 7,4% y 4,4% de los activos del sistema en El Salvador y Honduras, respectivamente). Ello sugiere que existe un bajo riesgo de contagio al resto de los sistemas bancarios en la región.

Fuente: elaboración CID/BID con datos de Comtrade, SECMCA, WDI.

Estados Unidos, principal socio comercial de la región y principal fuente de remesas para los países CARD, ha crecido de manera robusta en el último año, impulsado por una expansión fiscal procíclica. Este desempeño ha tenido un impacto positivo en la demanda externa y la actividad económica en varios países de CARD. Además, el

desempleo se encuentra en niveles históricamente bajos y la inflación al consumidor se encuentra por encima de la inflación objetivo del 2% de la Reserva Federal. Esta combinación de factores ha llevado a la Reserva Federal (FED) a aumentar su tasa de referencia siete veces entre 2017 y 2018. Sin embargo, declaraciones recientes del presidente de

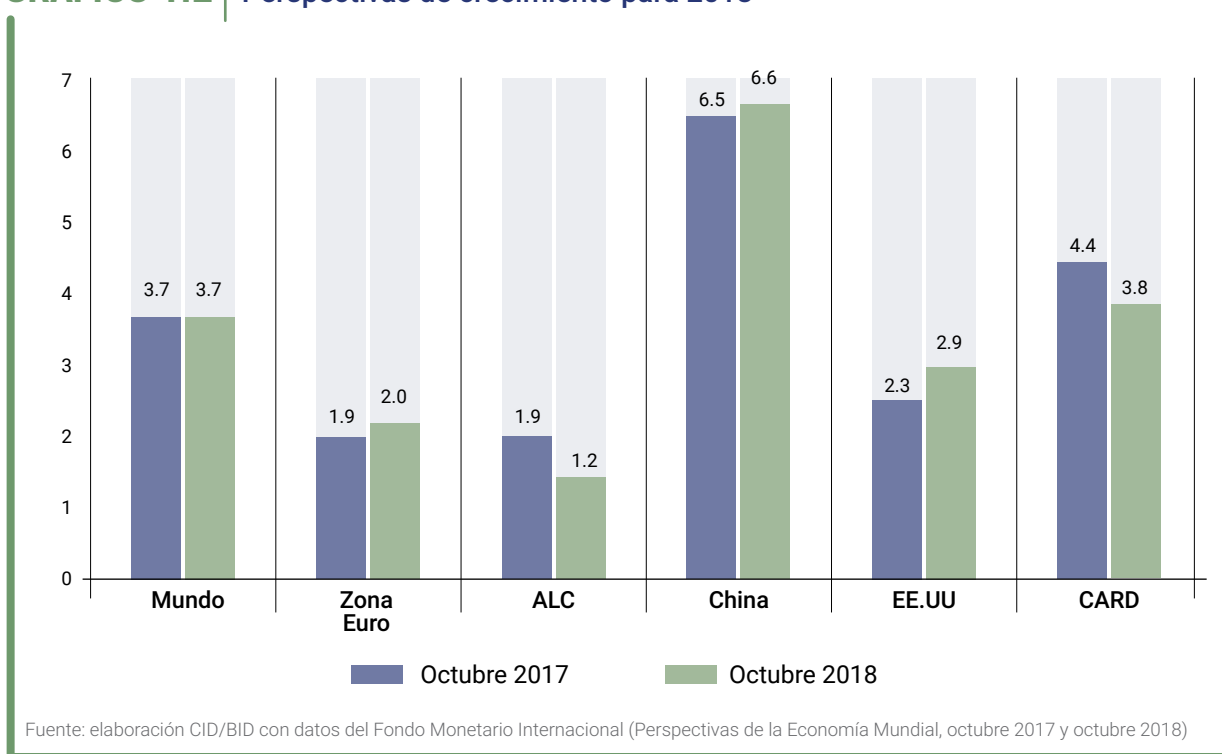
la FED, Jerome Powell, sugieren que esta podría no realizar aumentos en 2019 debido a tres posibles desafíos: a) una desaceleración de la demanda en el extranjero, b) el debilitamiento del estímulo fiscal en EE. UU. y c) el impacto económico rezagado de los aumentos anteriores de las tasas.

A pesar de estos desafíos en el horizonte, el dólar estadounidense se ha fortalecido desde abril de 2018, y podría estar teniendo un efecto positivo en las economías del Triángulo Norte debido a la alta recepción de remesas provenientes de este país. Un dólar fortalecido también estaría asociado con un mejor desempeño del comercio y del turismo en CARD en general, según observan Druck *et al.* (2015). Una mayor demanda de estos servicios por parte de EE. UU. resultaría en mayores ingresos en dólares y, por lo tanto, en una mayor demanda interna en los países de CARD. Siguiendo el argumento de Druck *et al.* (2015), esta mayor demanda doméstica

podría compensar por la caída de precios que se observa en los productos básicos³ (en especial, la caída anteriormente mencionada en los precios del café y el azúcar) y podría motivar el consumo de todo tipo de bienes, incluyendo aquellos importados. Para las economías dolarizadas de la región, El Salvador y Panamá, este fortalecimiento significaría un aumento del poder de compra frente al resto del mundo, pero también, una pérdida de competitividad de sus bienes y servicios debido a su mayor costo, afectando así su déficit comercial.

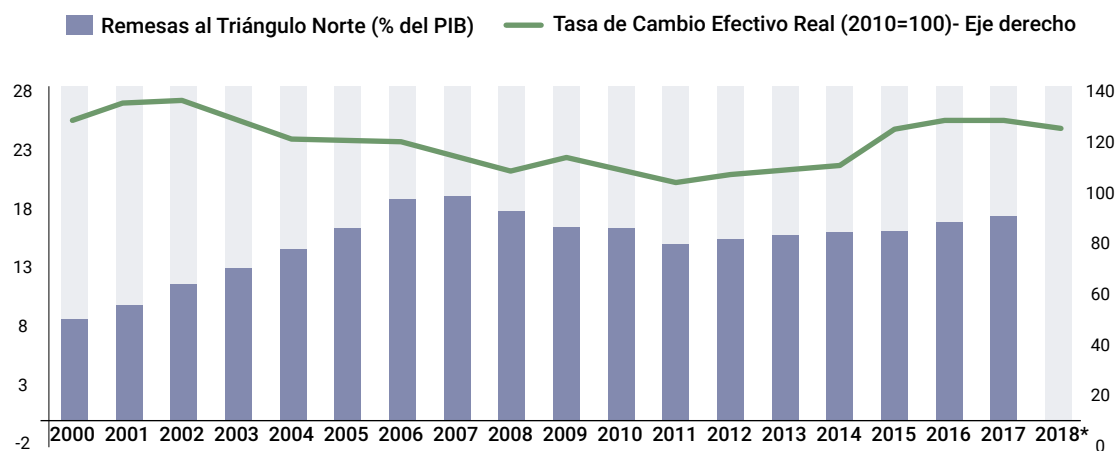
Si bien el fortalecimiento de la economía estadounidense está asociado con ventajas para el crecimiento de CARD, es importante recordar que las recientes alzas en las tasas de interés se han traducido en una menor liquidez y por lo tanto, en deuda más costosa para CARD. Además, cabe hacer notar que varios de los episodios de endurecimiento de la política monetaria de EE. UU. en el pasado

GRÁFICO 1.2 Perspectivas de crecimiento para 2018



³ Debido a que los productos básicos tienen precios en dólares estadounidenses, el fortalecimiento del dólar se da frente a cualquier activo, incluyendo los productos básicos. Para mayor información, véase Frenkel (1986) para un modelo teórico y Akram (2009).

GRÁFICO 1.3 | Relación entre la tasa de cambio efectivo real de EE. UU. y las remesas hacia el Triángulo Norte



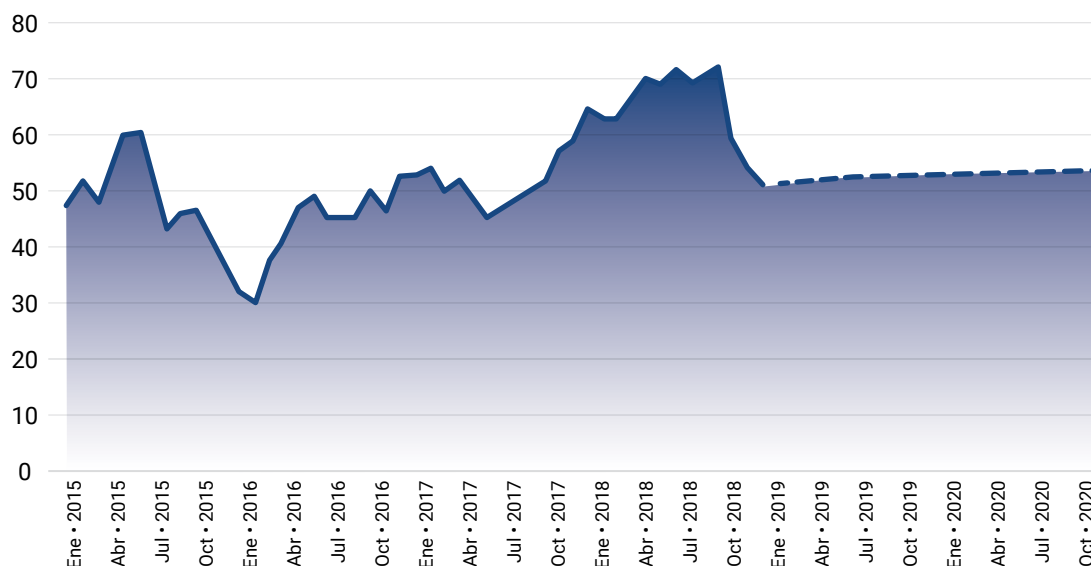
Fuente: elaboración CID/BID usando datos de la Reserva Federal de EE. UU. y el Banco Mundial.

Nota: los aumentos de la tasa de cambio efectivo real indican una depreciación, mientras que las caídas indican una apreciación. El Triángulo Norte se refiere a los países de Guatemala, Honduras y El Salvador.

han sido seguidos por una aversión al riesgo de los mercados emergentes y por caídas en los flujos de capital y de inversión (la capacidad de CARD de enfrentar una caída de estos flujos será planteada con mayor detalle al final del presente capítulo). No

obstante, en CARD, el impacto del desempeño de EE. UU. en lo que concierne el crecimiento domina el efecto de una mayor aversión al riesgo (para un análisis de los efectos de estos choques, véase BID, 2018).

GRÁFICO 1.4 | Precio del petróleo (USD por barril)



Fuente: EIA (precios históricos) y CME Group (futuros). Última actualización: martes 11 de diciembre.

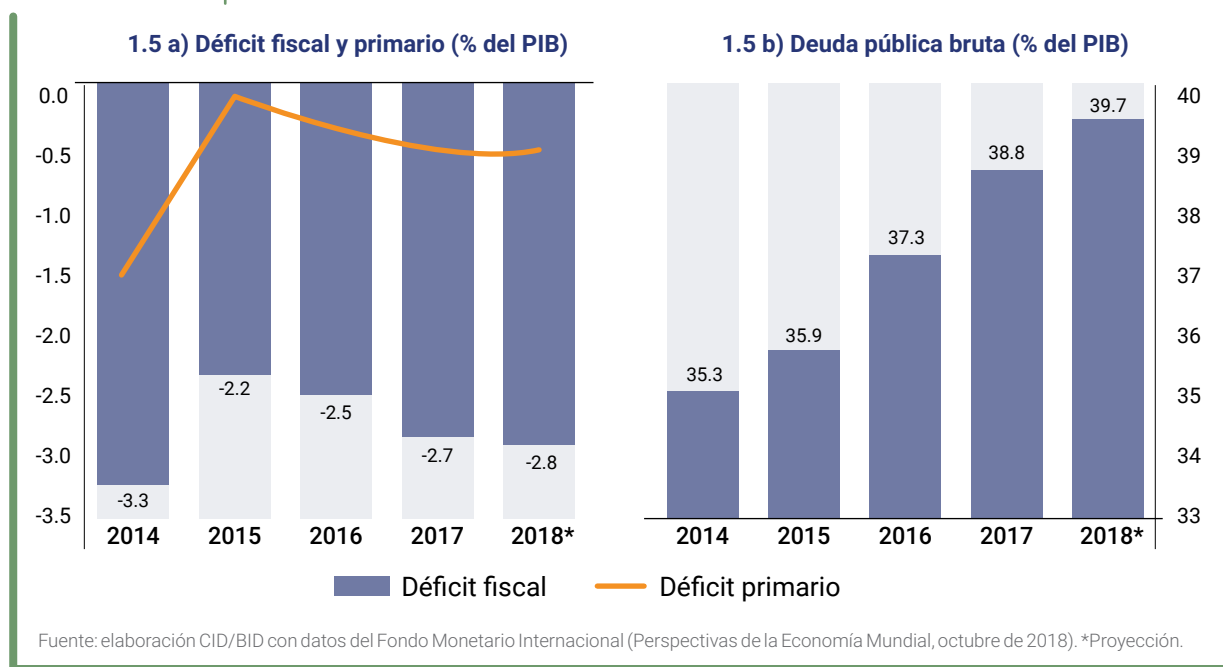
En lo que respecta al área comercial, la actividad económica y las perspectivas de crecimiento de CARD se han visto afectadas por la evolución desfavorable de los términos de intercambio. Los precios de los principales productos básicos que CARD exporta se han contraído en el último año; entre ellos, el café y el azúcar han sufrido caídas sustanciales. Por otro lado, el precio del petróleo, producto básico que ejerce presión sobre la cuenta corriente de los países de la región por tratarse de países no productores, ha aumentado, en promedio, 27,2% interanual desde el 2016. Sin embargo, este aún se encuentra por debajo de los precios históricamente altos observados entre 2011 y 2013. Es posible que ciertos factores, tales como un deterioro aún más profundo de la producción por parte de Venezuela y una reducción en las exportaciones de crudo de Irán debido a las sanciones por parte de EE. UU., ejerzan presión sobre los precios del petróleo. No obstante, estos podrían ser contrarrestados por un aumento en la producción de petróleo por parte de EE. UU., acción que resultaría en una mayor oferta y por lo tanto, en una caída en los precios. En diciembre de 2018, los contratos de futuros estimaban una caída de los precios en comparación con el promedio de 2018,

seguido por una estabilización en el precio hasta diciembre de 2020.

En cuanto al sector fiscal, la región enfrenta en promedio un déficit fiscal y una deuda creciente y, por ende, cada vez menos holgura para realizar ajustes en el gasto público. Si bien la región redujo su déficit fiscal promedio en 2015, este se ha ampliado entre 2016 y 2018, y el FMI espera que esta tendencia continúe hasta 2022. La deuda bruta también seguiría esta misma senda. Cabe destacar que existe heterogeneidad en la región respecto al desempeño de estos indicadores: pocos países cuentan con una deuda en exceso del 50% del PIB, y el déficit fiscal de la mayoría de los países de CARD se ubica por debajo del 3% del PIB. Sin embargo, el deterioro de la situación fiscal es un factor común en varios de los países, y por consiguiente, existe cada vez menos capacidad para reaccionar ante situaciones adversas.

Además, nuevos factores, tales como el aumento en las tasas de interés de EE. UU. anteriormente mencionado, podrían requerir de ajustes fiscales adicionales. Se estima que un aumento de 100 puntos básicos de interés (un escenario de mediano

GRÁFICO 1.5 | Desempeño fiscal de CARD



plazo) estaría asociado con un incremento del servicio de deuda adicional de entre 0,3% y 0,9% (BID, 2018).

A propósito del sector externo, CARD había logrado reducir su déficit de cuenta corriente entre 2015 y 2017, llegando a ubicarse en 1,6% del PIB en 2017. No obstante, el déficit volvió a ampliarse en 2018 para llegar a niveles cercanos al 3% del PIB. Ello se debió principalmente a la ampliación del déficit comercial, seguido del aumento en el déficit de ingreso primario. Los términos de intercambio de CARD se deterioraron con el aumento del precio del petróleo y la caída de los precios de exportaciones agrícolas anteriormente señalados. En cuanto a la ampliación del déficit de ingreso primario, este comportamiento es de esperarse de la región al tratarse de países receptores de altos niveles de inversión extranjera directa (IED). Debido a que las inversiones, gran parte de las cuales son utilidades reinvertidas, han pagado dividendos, han resultado en una cuenta de renta deficitaria.

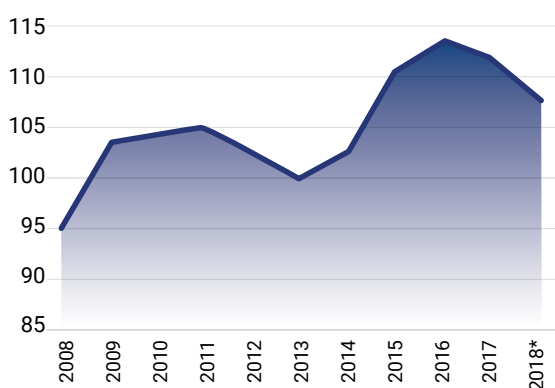
Desde hace más de quince años, el déficit de cuenta corriente de CARD ha sido mitigado por

dos “colchones”: las remesas y la IED. El primero representa en promedio 10,1% del PIB para la región y el segundo equivale a 4,4% del PIB (aunque, al igual que la situación fiscal, estas cifras varían considerablemente entre países). Por lo tanto, resulta de importancia monitorear su desempeño y los factores que puedan afectarlos.

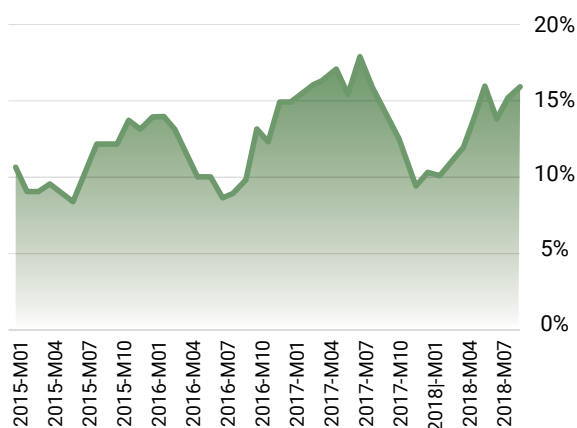
Una serie de posibles cambios en la política migratoria de EE. UU. podrían impactar de manera directa el envío de remesas hacia países de CARD, en especial hacia los países del Triángulo Norte. Los datos disponibles de envío de remesas hacia la región muestran una aceleración desde inicios de año. Este comportamiento es cuestión de debate. No está claro si esto se debe al buen desempeño de la economía estadounidense y su efecto positivo sobre el desempleo hispano o si ha sido influido por el temor de las familias hispanas y el resultante envío de mayores cantidades de remesas en preparación a su posible “retorno a casa”. Este posible temor podría ser el resultado de la incertidumbre sobre el futuro de los programas *Temporary Protection Status* (TPS, por sus siglas en inglés) y *Deferred Action for Childhood Arrivals* (DACA) en Estados Unidos.

GRÁFICO 1.6 | Desempeño de algunos rubros del sector externo

1.6 a) Términos de intercambio de CARD (2005 = 100)



1.6 b) Variación interanual de los ingresos de remesas familiares al Triángulo Norte (promedio móvil de 6 meses)



Fuente: elaboración CID/BID con datos de SECMCA y el Fondo Monetario Internacional (Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2018). *Proyección.

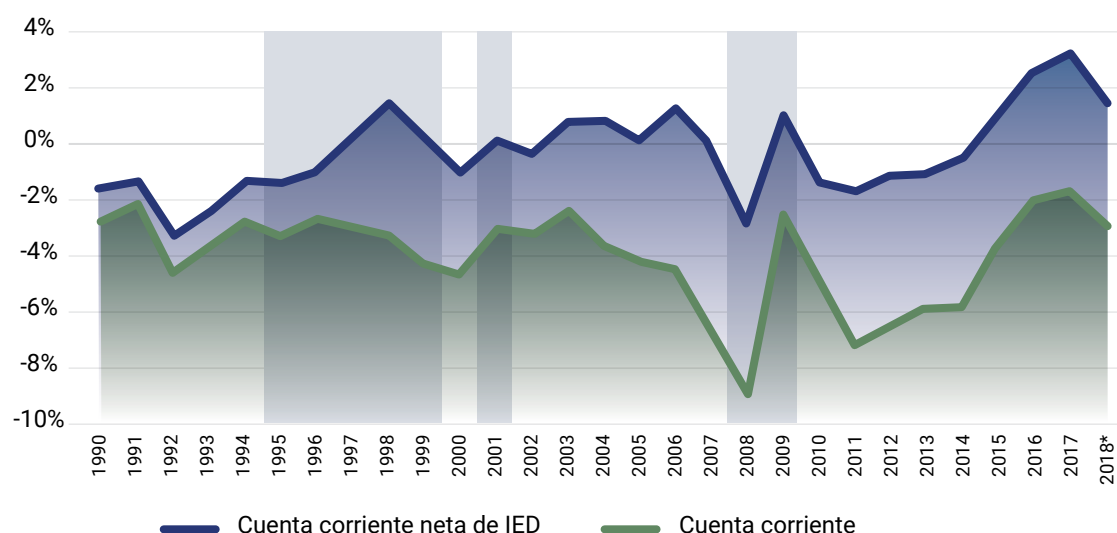
Se estima que si estos programas terminaran, las remesas hacia el Triángulo Norte podrían verse afectadas en aproximadamente 7% entre 2019 y 2020, asumiendo que los migrantes regulares de estos países que residen en EE. UU. no compensen la caída aumentando el monto de sus remesas (Abuelafia, 2018). Como referencia, durante la Gran Recesión de 2008, las remesas se redujeron en 10%.

En el caso de la IED, en los últimos 28 años, la mayoría de los países de CARD parecen haber sido exitosos en su atracción, y esta sigue financiando más del 100% del saldo de la cuenta corriente en cinco de los siete países de la región. De hecho, la IED ha sido un colchón para la región, incluso durante diferentes crisis (por ejemplo, en la Gran Recesión de 2009, la del tequila entre 1994 y 1997, la crisis financiera asiática, la de Rusia y de Argentina entre 1997 y 2002, y la crisis *puntocom* en 2001). Al restarle a la cuenta corriente el porcentaje financiado por la IED, el déficit más amplio de la cuenta corriente en CARD desde 1990 es de apenas 2,8% del PIB.

No obstante, el actual entorno internacional de mayor incertidumbre y de menor retorno a la inversión, aunado a la reducción en la tasa impositiva al ingreso de las corporaciones en los Estados Unidos que entró en vigor en 2018, podría estar asociado con una moderación o caída en los flujos de IED en las economías emergentes y, por lo tanto, en la región. Si bien el último reporte de Inversión Mundial (2018) de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD por sus siglas en inglés) proyectó un aumento en los flujos mundiales, el aumento de tensiones comerciales, la implementación de políticas proteccionistas y la incertidumbre sobre ciertos mercados emergentes podrían estar afectando los flujos. Además, la tasa de retorno de inversión ha caído a nivel mundial, con las mayores caídas observadas en África y ALC, de acuerdo a la UNCTAD.

Las tendencias observadas en la IED a nivel mundial son también consistentes con el desempeño del ahorro nacional neto de inversión, que actualmente se encuentra en niveles positivos y que, si bien

GRÁFICO 1.7 | Cuenta corriente neta de IED
(% del PIB)



Fuente: elaboración CID/BID usando datos del FMI.

*Proyección.

Nota: se estimó un promedio ponderado por tamaño de la economía para la región.

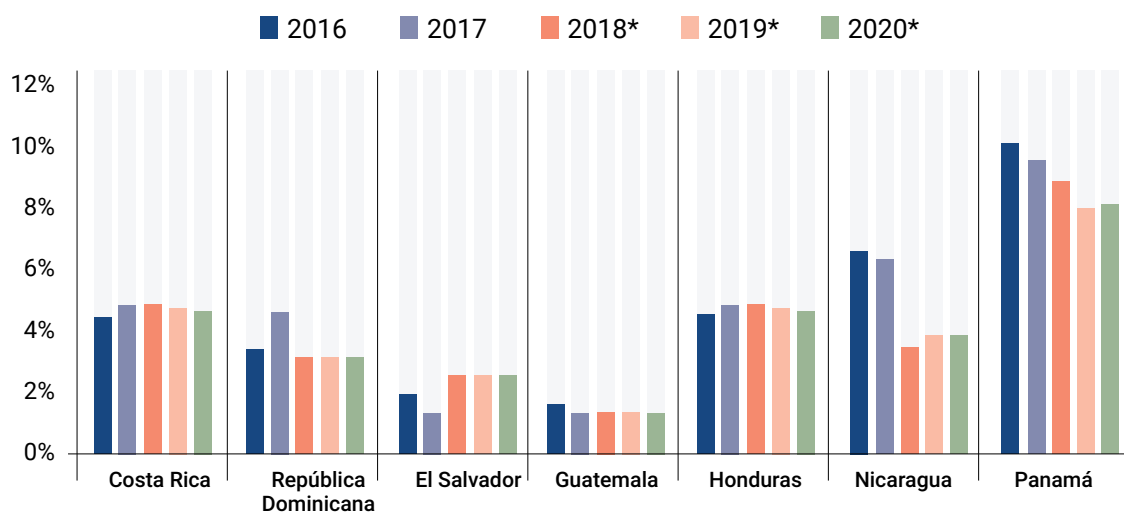
Las barras grises muestran diferentes crisis de importancia para la región: entre 1994 y 1999: La crisis del tequila y de Asia, en el 2001, la crisis *puntocom*, y entre 2008 y 2009, la Gran Recesión.

se espera que siga una senda decreciente en los próximos años, seguirá siendo positivo, reflejando una menor propensión a la inversión real (BID, 2017). Estas tendencias tienen importantes implicaciones

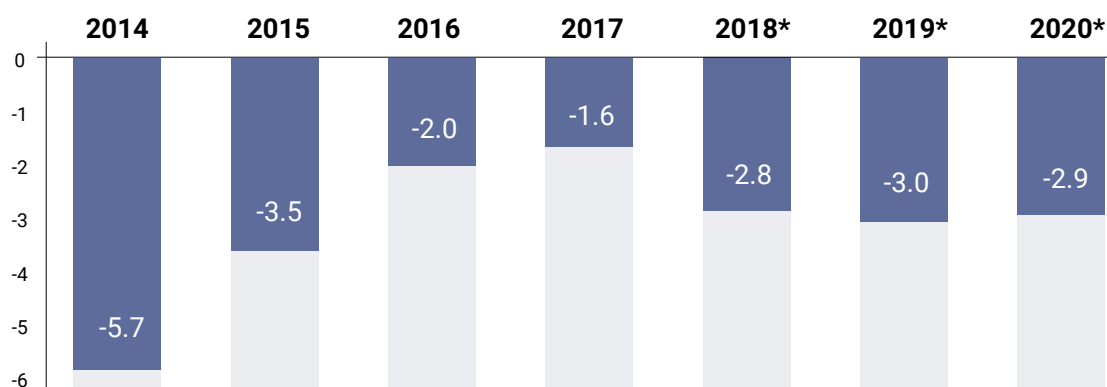
para el financiamiento de los déficits de cuenta corriente de los países de CARD que, como ya se ha explicado, se han ampliado en este último año.

GRÁFICO 1.8 | La IED se modera, mientras que el déficit de cuenta corriente se amplía

1.8 a) Tendencias de inversión extranjera directa en CARD (% del PIB)



1.8 b) Déficit de cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: elaboración CID/BID usando datos del FMI (Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2018)

*Proyecciones.

De hecho, el FMI, en sus más recientes proyecciones, muestra que solo espera un aumento en flujos de IED para El Salvador y Honduras en 2018. Si bien los flujos de IED a la región seguirán siendo altos en comparación con el resto de ALC, es importante considerar esta tendencia en un contexto en donde el déficit de cuenta corriente de la mayoría de los países de CARD se ha vuelto a ampliar recientemente. Además, cabe destacar que los flujos de IED a nivel país pueden tener importantes variaciones, y la mayoría de estos en la región están compuestos de utilidades reinvertidas y en menor medida, de nuevas inversiones, según se explicará en el capítulo 4 de la presente publicación.

El resto de los flujos que componen la cuenta financiera, como son la inversión de cartera y otra inversión, representan en conjunto menos del 3% del PIB regional. La inversión de cartera está compuesta casi enteramente de títulos de deuda, y cada vez es de menor importancia como porcentaje del PIB. De hecho, el FMI espera que esta represente en promedio alrededor de 0,7% del PIB en 2019 y 2020.

¿ESTÁ LA REGIÓN PREPARADA PARA MENORES FLUJOS DE CAPITAL Y DE INVERSIÓN?

El actual contexto de una cuenta financiera decreciente y un déficit de cuenta corriente que se amplía en CARD, el endurecimiento de la política monetaria de EE. UU. y la incertidumbre en general en los mercados nos lleva a considerar si la región de CARD se encuentra preparada para hacer frente a episodios de menores flujos de capital y de inversión. Estos episodios son poco influenciados por las autoridades locales. De hecho, una extensa literatura (Fratzscher, 2011; Forbes y Warnock, 2012; Ghosh *et al.*, 2014) señala que los principales factores asociados con las salidas de capital son factores globales, en especial aquellos relacionados con incertidumbre económica, además de cambios en aversión al riesgo y crecimiento global. Estos factores difícilmente pueden ser evitados por los gobiernos de CARD⁴.

Para compensar por dichas salidas, la repatriación de activos acumulados en el extranjero podría desempeñar un papel importante (Adler *et al.*, 2014; Cifuentes y Jara, 2014). De hecho, según Cavallo *et al.* (2017), durante la Gran Recesión de 2008, la repatriación de capitales por parte de los inversionistas latinoamericanos contribuyó a compensar por la caída en la entrada de capital de los inversionistas extranjeros, demostrando que, bajo las condiciones adecuadas, los inversionistas locales estarían dispuestos a repatriar su dinero para aprovechar las oportunidades dejadas atrás por los extranjeros. Parte de esto encuentra explicación en que, durante los períodos de crisis, los inversionistas se vuelven más adversos al riesgo, y optan por colocar sus inversiones en su país ya que pueden ser evaluadas a un menor costo debido a una menor asimetría de información (Gianetti y Laeven, 2012). Además, los inversionistas locales pueden beneficiarse al cambiar sus actuales tenencias de moneda extranjera por una moneda local más debilitada, aumentando el retorno de sus inversiones.

Existen dos tipos de reducciones de capital y de inversión extranjera, según Cavallo *et al.* (2017): el primer tipo se refiere a las salidas de flujos de capital y de inversión extranjera. El segundo tipo se refiere a aquellos episodios en donde, además de ocurrir una salida de flujos del extranjero, no ocurre una entrada de capital local en el extranjero para compensar por las salidas. Llamaremos a estos episodios “salidas netas de flujos de capital y de inversión”. Este tipo de salidas resulta más costoso que el primero en términos de pérdidas del PIB, debido a que este requiere un rápido ajuste del saldo de cuenta corriente en el corto plazo, lo que podría representar un gran reto para países con altos niveles de deuda en dólares. Esto no sería tan abrupto si entrasen flujos locales en el extranjero para compensar.

¿Está CARD actualmente expuesta a salidas netas de capital y de inversión? Cavallo y Powell (2018) mencionan los siguientes cuatro factores —todos altamente relacionados con la liquidez— asociados con una mayor probabilidad de estos episodios: a) un déficit fiscal alto, debido a que esto hace que el

⁴ Esta realidad no implica que a los inversionistas extranjeros no les importen las condiciones locales, sino más bien que son más sensibles a las condiciones globales que los inversionistas locales (Cavallo *et al.*, 2017)

país dependa en gran medida de los acreedores; b) un déficit de cuenta corriente alto, puesto que expone al país al crédito extranjero; c) una alta dolarización de pasivos bancarios, ya que estos podrían ser más difíciles de cumplir en caso de una gran depreciación frente a esta moneda, que es una consecuencia común de las paradas súbitas; y d) una baja disponibilidad de reservas internacionales, porque el no tenerlos es una oportunidad de liquidez perdida en momentos de salidas de capital. Sobre este último, Calvo *et al.* (2012) explican que las reservas deben ser vistas como el seguro de un país contra salidas de flujos de capital y de inversión, y que el nivel óptimo de reservas es aquel que logre un balance entre la reducción de la probabilidad de estas salidas y el costo de oportunidad de tenerlas.

Para evaluar la exposición de CARD, se realizó una comparación de los factores anteriormente descritos por quinquenio (véase el Cuadro 1.1). Realizarlo por quinquenio permite suavizar cualquier año de desempeño inusual. La mayoría de los países tuvieron un empeoramiento de su balance fiscal en el período 2008-2012 que estuvo relacionado con la Gran Recesión de 2008 y 2009. Sin embargo, cuatro de las siete economías de CARD redujeron su déficit fiscal entre 2013 y 2017. En cuanto a los déficits de cuenta corriente, todos los países observaron una reducción entre los quinquenios 2008-2012 y 2013-2017. Destacan El Salvador, Guatemala y Nicaragua⁵, que fueron cerrando su déficit de cuenta corriente constantemente en los tres quinquenios.

En el caso de la dolarización de pasivos, todos los países han observado un aumento como porcentaje del PIB. Esto los expone a las depreciaciones de sus monedas frente al dólar. Si bien esta es la medida que se utiliza en Cavallo *et al.* (2017), se calculan también estos valores como porcentaje de los pasivos totales. Al utilizar este método, se observa un progreso en Costa Rica en el último quinquenio. Guatemala permaneció prácticamente igual durante el mismo período. El resto de los países empeoraron su condición⁶. El resultado promedio regional sigue siendo igual al hacerlo como porcentaje del PIB: la región ha aumentado la dolarización de sus pasivos, haciéndola cada vez

más vulnerable a depreciaciones de moneda.

Finalmente, el resultado de las reservas internacionales netas por país es variado: Costa Rica, Nicaragua y República Dominicana observan un constante aumento en los tres quinquenios; El Salvador y Panamá experimentan una caída en el último quinquenio con respecto al anterior; y Guatemala permanece prácticamente igual en los últimos dos quinquenios.

LAS SALIDAS PUEDEN SER INEVITABLES, PERO LA RESILIENCIA SE CONSTRUYE EN CASA

Según Cavallo *et al.* (2017), las condiciones internas para evitar salidas netas de flujos de capital y de inversión están relacionadas con fundamentos: contar con instituciones sólidas y un régimen de metas de inflación, bajos niveles de pasivos en moneda extranjera y bajos niveles de inflación. La existencia de dichas condiciones crearía, *ceteris paribus*, una mayor confianza por parte de los locales para repatriar sus activos a su país. El Cuadro 1.3 muestra el desempeño de CARD con respecto a estos factores en los mismos quinquenios anteriormente mencionados (salvo por los pasivos en moneda extranjera, ya que los pasivos en dólares estadounidenses aparecen en el Cuadro 1.1). Todos los países de la región observaron una considerable mejora en inflación al consumidor durante los últimos dos quinquenios. Destacan Costa Rica y República Dominicana, quienes observaron inflaciones de más del 10% anual entre 2003 y 2007, y que cayeron por debajo del 3%, en promedio, entre 2013 y 2017. En cuanto a la apertura al comercio, la suma del comercio de todos los países de la región se encuentra por encima del 50% del PIB. Algunos países, tales como Costa Rica, Guatemala, Honduras, y República Dominicana, observaron una caída en los dos últimos quinquenios, pero esto se debe en varios casos a un crecimiento del PIB más rápido que el crecimiento del comercio. En cuanto a la calidad de las instituciones, según el índice de riesgo político

⁵ No obstante, es importante recordar que muchos de los países, en especial Nicaragua, han visto su déficit de cuenta corriente nuevamente ampliado en 2018.

⁶ El Salvador y Panamá están dolarizados. Nicaragua está prácticamente dolarizado, con niveles de dolarización de alrededor del 90%. Para más información, véase Bannister *et al.* (2018). El nivel de pasivos dolarizados excede el 90%.

(*Political Risk Index*) de The PRS Group⁷, CARD ha experimentado en promedio un ligero deterioro en la percepción de riesgo político.

Finalmente, un último factor que permite crear resiliencia es la existencia de un tipo de cambio flotante. Este es el caso de todos los países de la región, a excepción de El Salvador y Panamá, que están dolarizados. Esta condición les permite impulsar sus exportaciones y limitar las importaciones durante períodos de depreciación, corrigiendo así las afectaciones a la balanza

comercial y, por lo tanto, la cuenta corriente. Por último, es importante destacar el rol que juega el ahorro nacional para crear resiliencia ante episodios de salidas de capital. Los países de CARD tienen un ahorro promedio de 20% del PIB (2017), por encima del ahorro promedio en América Latina (18%). No obstante, este ha permanecido prácticamente inalterado en los últimos diez años, al ubicarse en 19,9% del PIB en 2007. Un mayor ahorro reduciría el costo de financiamiento externo y la necesidad de acumular pasivos externos.

CUADRO 1.1 Desempeño de factores de riesgo de salidas de flujos de capital y de inversión por quinquenio (% del PIB)

País	Balance fiscal			Balance de cuenta corriente			Dolarización de pasivos			Reservas internacionales		
	2003-07	2008-12	2013-17	2003-07	2008-12	2013-17	2003-07	2008-12	2013-17	2003-07	2008-12	2013-17
Costa Rica	-2.2	-3.5	-5.7	-4.6	-4.8	-3.7	26.4	25.1	29.5	12.4	12.8	13.8
El Salvador	-3.3	-4.8	-3.3	-5.2	-4.9	-3.9				13.1	14.8	12.2
Guatemala	-1.8	-2.6	-1.6	-4.9	-2.0	-0.4	17.0	15.7	18.1	13.6	13.3	13.4
Honduras	-1.8	-3.0	-2.0	-6.1	-8.0	-5.1	12.5	14.4	17.8	20.5	15.8	18.3
Nicaragua	-0.2	-0.3	-1.3	-13.2	-11.4	-7.9				9.7	16.3	18.3
Panamá	-1.6	-1.1	-2.2	-5.3	-8.8	-8.2				7.0	8.4	6.9
Rep. Dominicana	-2.2	-3.7	-2.5	0.0	-7.1	-2.1	5.3	4.6	7.1	3.5	5.6	7.8
CARD*	-1.9	-2.7	-2.7	-5.6	-6.7	-4.5	19.1	18.8	22.8	11.4	12.4	12.9

Fuente: elaboración CID/BID usando datos del FMI (Perspectivas de la Economía Mundial, octubre 2018) y de SECMCA.

Notas: se utilizó el balance fiscal del gobierno general, según lo reporta el FMI.

Panamá y El Salvador son economías dolarizadas. Nicaragua tiene más del 90% de sus pasivos en dólares, pero en SECMCA se reporta el 100% durante los tres quinquenios. El 10% restante puede deberse a deuda en córdobas con mantenimiento de valor, por lo que el SECMCA lo trata como dólares. En todo caso, la dolarización es muy alta, representando un factor de vulnerabilidad.

Reservas Internacionales= Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central (o equivalente, en el caso de Panamá).

Para los últimos dos factores (dolarización de pasivos y RIN) se utilizó el monto al final de cada año.

*Promedio simple de los valores anteriores.

CUADRO 1.2 Crédito en dólares americanos (como % del crédito total)

País	2003-07	2008-12	2013-17
Costa Rica	49.8	41.4	39.7
Guatemala	37.6	33.9	34.8
Honduras	25.0	23.2	25.5
Rep. Dominicana	17.6	16.3	20.9
CARD*	46.0	43.0	44.2

Fuente: elaboración CID/BID usando datos de SECMCA.

Nota: se utilizó el monto al final de cada año.

*Promedio simple de los valores anteriores.

⁷ Se trata de índice ponderado de los siguientes doce subíndices: estabilidad económica, condiciones socioeconómicas, perfil de inversión, conflictos internos, conflictos externos, corrupción, participación militar en la política, tensiones religiosas, ley y orden, tensiones étnicas, rendición de cuentas y calidad de la burocracia. Los primeros cinco subíndices tienen mayor peso.

CUADRO 1.3 | Fundamentos para prevenir salidas de flujos de capital y de inversión

País	Inflación (variación interanual)			Apertura al comercio (% del PIB)			Calidad de instituciones (0-100)		
	2003-07	2008-12	2013-17	2003-07	2008-12	2013-17	2003-07	2008-12	2013-17
Costa Rica	11.3	7.3	2.4	87.2	72.6	65.5	72.8	72.6	71.5
El Salvador	4.0	3.2	0.6	71.8	75.4	75.5	66.5	67.3	64.4
Guatemala	7.1	5.4	3.8	67.2	61.7	51.8	64.4	61.2	61.5
Honduras	7.4	6.7	4.2	132.5	117.1	107.9	60.1	59.0	60.1
Nicaragua	8.7	8.8	4.9	76.3	102.2	101.8	63.7	62.9	61.7
Panamá	2.0	5.2	1.7	132.3	154.9	110.9	73.9	73.8	71.0
Rep. Dominicana	19.4	6.1	2.7	70.6	57.1	54.7	64.1	66.1	67.9
CARD	8.6	6.1	2.9	91.1	91.6	81.2	66.9	66.1	65.0

Fuente: elaboración CID/BID usando datos del FMI, Banco Mundial y PRS Group.

TAREAS PENDIENTES EN UN ENTORNO INCIERTO

El presente capítulo mostró que CARD enfrenta un entorno internacional en donde hay una mayor incertidumbre y una menor liquidez, y en donde el menor espacio fiscal de varios países de la región nubla el panorama de financiamiento. A pesar de este entorno internacional y de desafíos internos, tales como la crisis sociopolítica en Nicaragua y los ciclos electorales en varios países de la región, CARD ha mantenido un crecimiento razonable (promedio de 3,8% en 2018), que representa una desaceleración marginal en comparación con su desempeño en 2017 (3,9%). Parte de su resiliencia se debe al buen desempeño de su principal socio comercial e inversionista, Estados Unidos. Sin embargo, algunos retos en el horizonte relacionados a una caída en la demanda del exterior y tensiones comerciales de EE. UU. podrían generar presiones sobre el crecimiento en 2019.

Uno de los retos más importantes de la región es el de mejorar su desempeño fiscal. Si bien existe heterogeneidad respecto a los niveles de déficit fiscal y deuda pública, la situación fiscal se ha ido deteriorando en el último quinquenio en varios de los países. Esto resulta en un espacio fiscal cada vez más estrecho, con menos capacidad para reaccionar ante situaciones adversas. Además, factores nuevos podrían requerir de ajustes fiscales adicionales.

En cuanto al sector externo, CARD ha demostrado ser resiliente ante períodos de contracción económica mundial debido a sus altas entradas

de remesas e inversión extranjera directa, sus dos colchones ante choques externos. Estos colchones podrían estar enfrentando desafíos en el corto plazo. Las remesas podrían verse potencialmente afectadas por cambios en las políticas migratorias en EE. UU., que forzarían a los hispanos que envían remesas desde EE. UU. a regresar a su país de origen. En el caso de la IED, se proyecta estable como porcentaje del PIB en los próximos años, mientras que el déficit de cuenta corriente se ha ampliado y se espera que se mantenga en un nivel similar.

CARD tiene la oportunidad de buscar mejoras que disminuyan su vulnerabilidad a una reducción en los flujos de capital e inversión, tales como una menor dolarización de sus pasivos y déficit fiscal. Para lograrlo, se podría evaluar una mayor efectividad del gasto, incluyendo la focalización de programas sociales y reformas en varios de sus subsidios energéticos.

En cuanto a factores que hacen atractivo al país para el retorno de inversión de locales en el extranjero, en general CARD ha hecho un buen trabajo en reducir sus niveles de inflación en los últimos quinquenios y mantenerse abierta al comercio mundial. No obstante, sería favorable que continúe mejorando la calidad de sus instituciones. Avanzar en este frente resulta de gran importancia para promover la inversión, no solo extranjera, sino local, que es baja en comparación con el resto de ALC. Finalmente, CARD tiene pendiente una agenda para fomentar el ahorro. Aumentar el ahorro le permitiría a la región depender menos de los pasivos externos, tornándola más resiliente a épocas inciertas como la actual.

2

CAPÍTULO

LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS

EN CENTROAMÉRICA Y REPÚBLICA DOMINICANA:

promover la provisión local para mitigar
la volatilidad externa de precios

La inflación de alimentos es una variable relevante en términos de bienestar social, principalmente en países donde el consumo relativo de alimentos es elevado. Asimismo, al interior de los países, la población con menores ingresos destina un mayor porcentaje de su gasto a estos productos (véase el Gráfico 2.1) que los hogares ricos; por eso, los cambios en el nivel de precios de los alimentos los afecta en mayor medida. Si bien el consumo de estos bienes es inelástico para todas las personas debido a que satisface necesidades básicas, los más pobres son los más afectados ante cambios en el precio relativo de los alimentos. De hecho, es relevante considerar la canasta de consumo entre los diferentes niveles de ingreso para determinar la inflación que cada grupo de ingreso enfrenta (véase el Recuadro 2.1). Cuando, por ejemplo, hay un aumento súbito en los precios de los alimentos, las personas pueden reaccionar de dos maneras: ya sea destinar el mismo presupuesto para el consumo de estos productos con una disminución de la cantidad

demandada, o bien mantener la cantidad de alimentos al incrementar su presupuesto para ese fin, disminuyendo el de otros bienes o su ahorro. En cualquiera de los dos casos, el consumo real total disminuye y así, el bienestar de las personas, disyuntiva que afecta en mayor medida a los hogares de menores ingresos. De esta manera, el incremento de los precios de los alimentos tiene como consecuencia un aumento en la incidencia y la profundidad de la pobreza, pues la disminución del consumo hace que algunos hogares caigan por debajo de la línea de la pobreza. En cuanto a la pobreza, Martin e Ivanic (2016) estiman que un aumento de 10% en los precios de los alimentos provoca un aumento neto de la tasa de pobreza en 0,8 puntos porcentuales (pp)⁸. Sin embargo, estos resultados varían en sentido y magnitud según las características del país⁹. De igual manera, una mayor inflación de alimentos genera un aumento en la desigualdad, por el impacto diferenciado sobre los hogares según su nivel de ingresos¹⁰.

8 El efecto de los precios de los alimentos a nivel de hogar depende si son compradores netos de alimentos o vendedores netos. Por tanto, un incremento de los precios incide de manera positiva en los hogares vendedores netos de alimentos. Los resultados del estudio de Martin e Ivanic (2016) implican que existen más hogares perjudicados por incrementos en los precios de alimentos que hogares beneficiados. No obstante, también encuentran evidencia de que un incremento exógeno en los precios de alimentos puede llevar, en el largo plazo, a una disminución neta en la pobreza a nivel mundial debido a que el aumento de precios conlleva a un incremento en los salarios de trabajadores poco calificados en muchos países, lo que redundaría positivamente en la pobreza.

9 Países como Albania, Camboya, China y Vietnam experimentan una reducción de la pobreza al incrementarse los precios de los alimentos. Entre los países de Centroamérica considerados en el modelo, se observa un aumento de la pobreza pero con diferencias en la magnitud; un incremento del 10% en los precios repercute en un aumento de la pobreza en 0,3 pp en Panamá, 0,5 pp en Belice, 1,1 pp en Nicaragua y 1,4 pp en Guatemala.

10 Supongamos que hay dos familias en nuestra economía, una con un ingreso de 100 dólares y otra de 200 dólares, y cuyo ingreso es igual al consumo. El hogar con ingresos bajos destina 35 dólares a alimentos y el resto a otros bienes, mientras que el hogar rico destina 50 dólares a comida y 150 a otros productos. Supongamos que hay un choque que lleva a que el precio de los alimentos se duplique, sin que se afecte el de los otros bienes. Para mantener el consumo de alimentos, el hogar pobre pasaría de consumir 65 dólares a 30 dólares de otros bienes, es decir, una disminución superior al 50%, mientras que el de mayores ingresos tendría una disminución de 150 a 100 dólares, una caída del 33% en el resto del consumo. Esto muestra que ambas familias se vieron afectadas negativamente por el choque, pero particularmente la de menores ingresos, incrementando la desigualdad: la razón de consumo de otros bienes del hogar rico al pobre pasó de 2.3 antes del choque a 3.3 después del incremento del precio mencionado.

RECUADRO 2.1

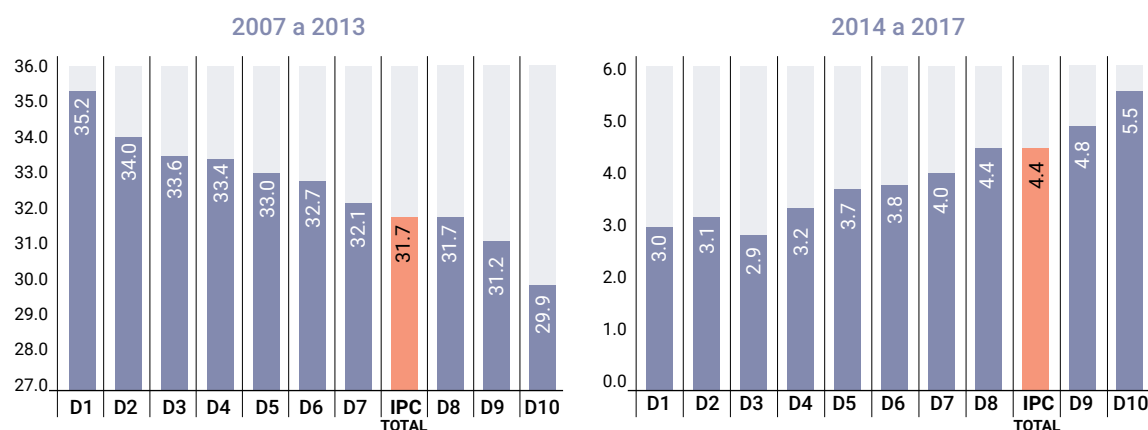
La inflación de alimentos en Panamá: efectos distributivos¹¹

En comparación con otros países de la región, Panamá ha tenido unas tasas de inflación bajas y estables. Mientras la tasa promedio de Panamá entre 1989 y 2017 ha sido 2,0%, la media de los países de CARD fue 9,8% en el mismo período. Pese a ello, en los últimos años la inflación y el costo de la vida han ocupado un lugar cada vez más importante en las preocupaciones de los panameños. Es cierto que en algunos años de finales de la década pasada y principios de la actual la tasa de inflación llegó a situarse cerca del 6% e incluso del 9%, pero aún en julio de 2016 una encuesta realizada por Dichter y Neira (2016) indicaba que hasta el 20% de la población identificaba el costo de la vida como el problema principal del país, cuando la inflación anual de ese mes era de apenas el 0,1% y el promedio del año 0,8%.

Lo cierto es que, aunque en general la inflación ha sido relativamente baja en Panamá, existen diferencias importantes entre los diversos productos que componen la canasta de consumo, lo que ayuda a entender por qué existe una notable discrepancia entre la inflación percibida por los ciudadanos y la tasa general. Esta última mide la evolución de los precios de la canasta de consumo promedio. Sin embargo, ciudadanos con ingresos distintos tienen canastas de consumo distintas y, por tanto, la inflación que les afecta será diferente si los precios de los diversos bienes no siguen la misma dinámica. En particular, si los precios de los alimentos crecen por encima del resto, la inflación de los hogares en cuya canasta de consumo aquellos tengan mayor peso —los más pobres— será más alta que la de los hogares donde

dicho peso sea menor —los más ricos—. Se estimó la tasa de inflación particular de cada grupo de hogares por decil de ingresos en Panamá y, de acuerdo a las estimaciones, la tasa de inflación de los últimos diez años del 10% más pobre fue 2.3 puntos superior a la del 10% más rico y 1.9 puntos superior a la tasa global. La razón es que, además del transporte, alimentos y bebidas ha sido la única división de la canasta de consumo con un crecimiento promedio anual superior al índice de precios al consumidor (IPC) en esos años. En realidad, existe una diferencia muy nítida entre dos subperíodos. Entre 2008 y 2013, la tasa de inflación claramente disminuía a medida que aumentaba el nivel de ingreso de los hogares. Tal era este efecto que la tasa global de inflación apenas representaba al 30% de los panameños: los de mayor ingreso. Para el 70% restante, la inflación era superior. A partir de 2014, la situación se revirtió y la inflación afectó más a los hogares de mayor poder adquisitivo. La razón de este cambio estriba en la política de control de precios aplicada por el Gobierno de Panamá, por la que se establecieron precios máximos de venta al por menor a 22 productos de la canasta básica familiar de alimentos. Antes de su implementación, el diferencial promedio entre el decil más pobre y el más rico era de 0,9 puntos porcentuales por año; posteriormente, pasó a ser -0,6. Sin duda, la inflación de alimentos ha tenido un doble efecto importante en Panamá, sobre todo hasta 2014: por un lado, la tasa oficial dejó de ser representativa para buena parte de la población; y por otro, estos diferenciales de inflación a causa de los alimentos perjudicaron a los hogares más pobres.

Tasa de inflación acumulada en Panamá por deciles de ingreso



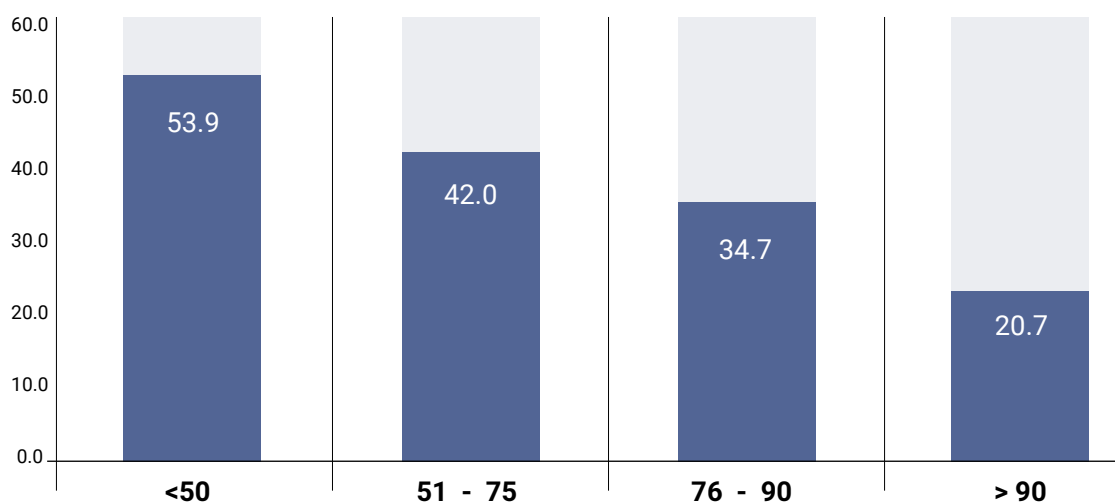
Fuente: cálculos propios

11 Carlos Garcimartín y Jhonatan Astudillo.

Con frecuencia, el incremento de los precios de alimentos está asociado a choques de oferta, es decir, a episodios de escasez. En casos extremos, estas situaciones pueden llevar a que parte de la población no tenga acceso a alimentos, causando hambruna y crisis humanitarias, y acarreando a veces disturbios sociales. Según Lagi *et al.* (2011), varias protestas violentas en el norte de África y el Medio Oriente en el período 2008-2011 coincidieron con altos niveles de precios de alimentos a nivel internacional. Los autores contabilizaron en 2008 más de 60 protestas por alimentos en 30 países diferentes y estimaron que la probabilidad de que los disturbios en el norte de África y el Medio Oriente ocurran en períodos de altos precios de alimentos es mayor a 94%. Por otra parte, Bellemare (2014) demuestra que los episodios de disturbios sociales se asocian con incrementos en los precios de alimentos, mientras que no se puede determinar alguna asociación entre estos eventos y la volatilidad de los precios.

La inflación en alimentos también puede tener consecuencias macroeconómicas. En la inflación general tiene impactos directos e indirectos. En el efecto directo, la inflación general depende del peso de los alimentos en la canasta del índice nacional de precios al consumidor¹². El impacto indirecto se observa a través de su efecto sobre los precios de los demás rubros de consumo. El efecto sobre el resto de la inflación se puede dar al incidir en los salarios que usualmente se ajustan según estas variaciones de precios. Según el FMI (2007), en un análisis realizado a diez países de diferentes grupos de ingresos, se encuentra que para las economías avanzadas, la inflación de alimentos no parece tener un impacto sobre la inflación de otros rubros, mientras que en las economías emergentes y las economías de bajos ingresos, un punto porcentual de aumento en la inflación de alimentos genera un incremento de entre 0,1 y 0,6% y de entre 0,1% y 0,9% en la inflación de otros rubros, respectivamente.

GRÁFICO 2.1 | Consumo de alimentos como proporción del consumo total por percentiles en países en vías de desarrollo*, 2010 (%)



Fuente: cálculos propios con base en *Global Consumption Database* del Banco Mundial.

Nota: * corresponde al promedio de 92 países, que suman alrededor de 4.500 millones de personas.

¹² Según analistas del grupo de servicios financieros Nomura, el incremento en los precios de los alimentos tiene un impacto mayor en las economías emergentes que en las economías avanzadas por su mayor peso de los alimentos en el índice de precios de consumo (IPC). Mientras países desarrollados muestran un peso de entre 10% y 20%, países como Nigeria y Bangladesh tienen un peso de 64% y 58%, respectivamente (<http://uk.businessinsider.com/how-food-prices-impact-inflation-in-different-economies-2015-8>).

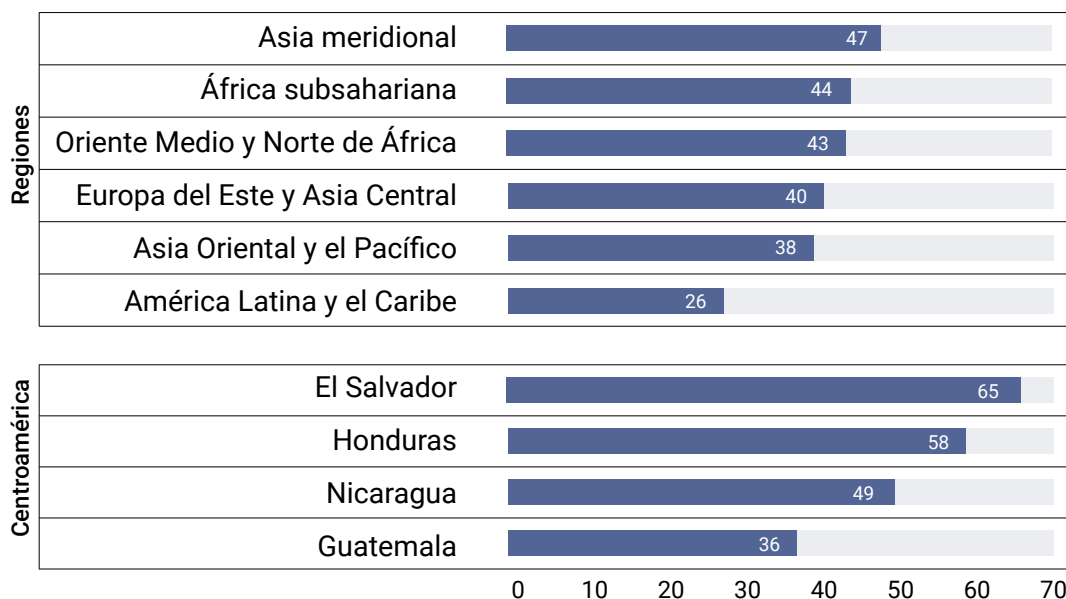
Por otro lado, los precios de alimentos pueden tener consecuencias sobre el sector real, externo y fiscal, dependiendo de la estructura productiva de los países. En cuanto al sector real, el incremento de los precios generalmente tiene efectos negativos debido a la disminución en el consumo. Sin embargo, el impacto del aumento de precios también puede ser positivo. En los países exportadores netos de alimentos, los precios impulsan la producción, atraen inversión extranjera directa,¹³ incentivan exportaciones¹⁴ y por tanto, redundan en un mayor crecimiento económico. Según una simulación realizada por UNEP (2016), la duplicación repentina en los precios de los productos primarios afecta negativamente el PIB de 101 países de los 110 analizados, mientras que los otros 9 países, entre los que se encuentran Paraguay, Uruguay, Brasil y Estados Unidos, se ven beneficiados.

En cuanto al sector externo, el efecto depende del balance comercial de alimentos de cada país. En países importadores netos, el incremento de

precios de los alimentos desmejora sus términos de intercambio, impactando negativamente en las balanzas de pagos. Según el Banco Mundial (2018), en la mediana de los países de bajos ingresos, de los cuales más de tres cuartos son importadores netos, los términos de intercambios disminuyeron 2% y 4% en los períodos 2007-2008 y 2010-2011, respectivamente.

Además, los precios de alimentos tienen implicaciones fiscales según las políticas estabilizadoras de precios que se apliquen. Un aumento en los precios de alimentos puede provocar la implementación de subsidios al consumo, mientras que una disminución puede provocar subsidios a la producción. De acuerdo al FMI (2008), entre 2006 y 2008 se redujeron los impuestos a los alimentos, principalmente a las importaciones en 84 países, y se incrementaron los subsidios a los alimentos entre 2007 y 2008 en 22 países.

GRÁFICO 2.2 Consumo de alimentos como proporción del consumo total (%)



Fuente: cálculos propios con base en *Global Consumption Database* del Banco Mundial.

13 Según la FAO (2014), el incremento de los precios en el período 2007-2008 causó que países dependientes de importaciones de alimentos invirtieran en países con tierra y recursos naturales abundantes. Además, el tipo de inversión ha ido evolucionando, pasando de inversión destinada a proveer acceso a mercado o mano de obra barata a adquisición de tierra y manejo de la producción.

14 Según el Banco Mundial (2014), América Latina y el Caribe (ALC), que es una región exportadora neta de alimentos, incrementó su participación en las exportaciones agrícolas mundiales de 11% en el período 1995-1999 a 14% en el período 2006-2009.

La inflación de alimentos es un tema relevante para los países de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (CARD) debido a que una fracción considerable del consumo de alimentos en la región está dirigida a estos bienes (véase el Gráfico 2.2). En la región aún existen retos en materia de combate a la pobreza y la desigualdad, y como se mencionó anteriormente, el comportamiento de los precios de alimentos puede agudizar dichos desafíos.

La relación entre la evolución de los precios de alimentos locales y sus factores asociados, como los precios internacionales y las características de la producción así como el comercio de alimentos, resulta relevante para el diseño de políticas públicas que generen resiliencia a choques y a la cantidad ofertada a nivel nacional de alimentos.

Por todas razones, este capítulo tiene como objetivo analizar el comportamiento de la inflación de alimentos en la región. Con este fin:

- i) se identifican hechos estilizados sobre esta variable y otros indicadores del sector en CARD durante los últimos 15 años. El énfasis de este análisis descriptivo se dará a la evolución de la inflación de alimentos y su volatilidad en la región, así como su desempeño relativo a otras regiones del mundo y a la inflación subyacente. Asimismo, se ilustrará la evolución de variables reales del sector alimentos, como su producción y comercio exterior, las cuales proveen información sobre la dependencia alimentaria de cada país;
- ii) se estiman, entre otras variables, los determinantes de la inflación de alimentos en los países de la región. En particular, se consideran los precios internacionales de alimentos, el nivel de producción interna y los choques climatológicos.

Finalmente, a manera de consideraciones finales, se debate sobre la implementación de potenciales políticas públicas que permitan a los países mitigar las variaciones en los precios internos de los alimentos.

EVOLUCIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS EN CARD

En esta sección se presentan algunas características de la evolución de la inflación y otros indicadores del sector de los alimentos en CARD. El análisis también incluye la evolución de la volatilidad, así como un análisis comparativo de la inflación de alimentos y bebidas con otros grupos de países y con la inflación de otro grupo de bienes y servicios, en particular de la subyacente. De la misma manera, se presentan estadísticos sobre el comportamiento del sector real y el comercio exterior del sector alimentos en cada país, lo cual ilustra el tipo de retos y oportunidades que se enfrentan de manera individual y agregada.

1. La inflación de alimentos ha disminuido en la región

La inflación¹⁵ de alimentos en CARD disminuyó de 10,5% en el período 2003-2009 a 4,5% en 2010-2017, presentando su nivel más alto en 2008. En el período de análisis, uno de los picos de la inflación fue a mediados de 2004, debido a una situación particular para República Dominicana, que estaba atravesando por una crisis financiera que repercutió en el PIB, la inflación general y en una devaluación¹⁶. Posteriormente, se observa un incremento generalizado, que ocurrió el último trimestre de 2008, que se debió al fuerte aumento en los precios internacionales del petróleo y los alimentos. En 2011, nuevamente se tuvieron presiones inflacionarias producto del aumento de los precios internacionales de los alimentos. Por último, a finales de 2017 se observa una aceleración asociada a la recuperación de los precios del petróleo (véase el Gráfico 2.3)¹⁷.

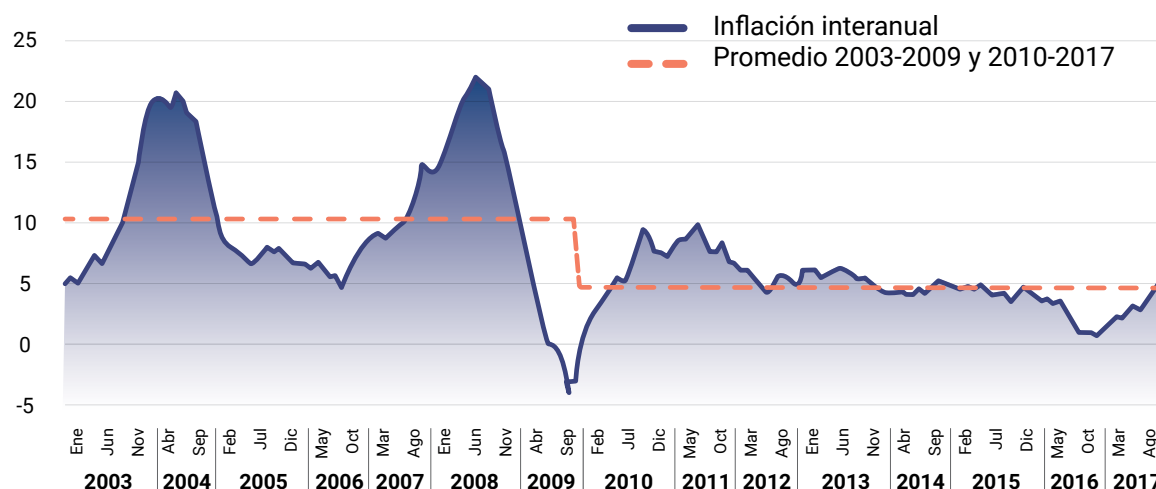
Esta tendencia se observa en todos los países, aunque con diferentes magnitudes en las caídas; destacan República Dominicana, que pasó de una

¹⁵ La medida de inflación que se utilizará a lo largo de todo el capítulo es la interanual, que compara el índice de precios al consumidor (IPC) en cada mes con respecto al mismo mes del año anterior.

¹⁶ <https://acento.com.do/2016/opinion/8372550-la-crisis-del-2003-2004-modelo-acumulacion/>

¹⁷ SECMCA (2018).

GRÁFICO 2.3 | Inflación interanual de alimentos en CARD (%)

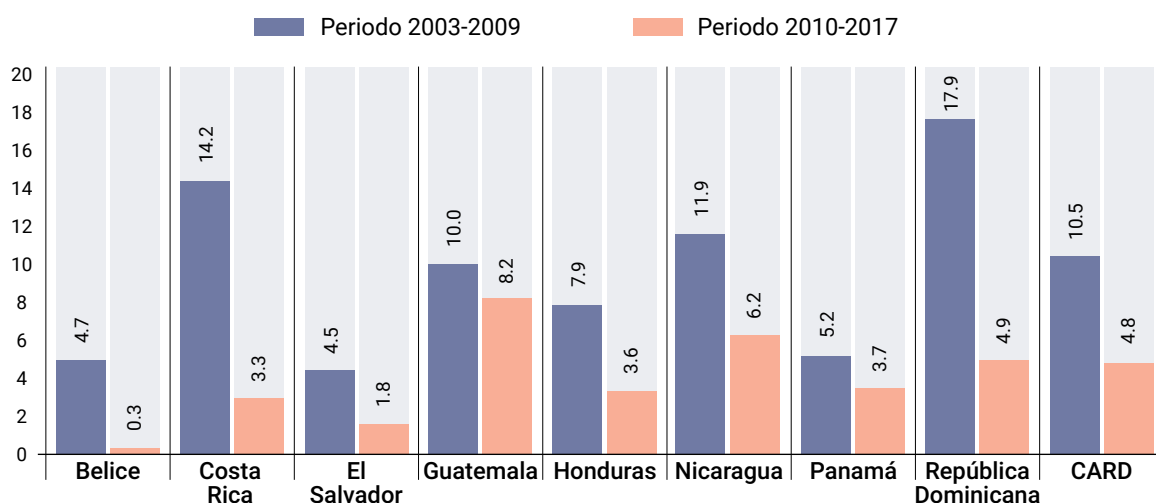


Fuente: elaboración propia con datos de CEPALSTAT y SECMCA.
Nota: no incluye a Belice por falta de información continua antes de 2011.

inflación de 17,9% a 4,9%, y Costa Rica, que pasó de 14,2% a 3,3% (véase el Gráfico 2.4). Ambos países tuvieron disminuciones en la tasa de devaluación de su moneda con respecto al dólar¹⁸. Por otro lado, países como Panamá y Guatemala experimentaron disminuciones más modestas.

Si bien el promedio del primer período está influenciado por el dato de 2008, que alcanzó 18,5% debido al choque de los altos precios internacionales, la conclusión de que la inflación de estos productos ha venido disminuyendo se mantiene, ya que el promedio 2003-2009, excluyendo 2008, es de 9,1%.

GRÁFICO 2.4 | Inflación anual por país, promedio por períodos (%)



Fuente: elaboración propia con datos de CEPALSTAT y SECMCA.

¹⁸ Un simple análisis de correlación muestra que, entre los cinco países no dolarizados, únicamente en Costa Rica y República Dominicana se tiene correlación positiva entre la inflación de alimentos y la devaluación anual.

Asimismo, si excluimos a República Dominicana, el promedio es de 9,4%, siendo más del doble que el promedio de la inflación en el período 2010-2017.

A pesar del comportamiento común en las tendencias de la inflación de alimentos en la región, se pueden distinguir dos grupos de países según sus niveles promedio de inflación. Los países que se mantienen con mayores tasas de inflación son Guatemala, Nicaragua, Costa Rica y República Dominicana. Cada uno de estos países ha estado entre los tres primeros países de mayor inflación en más del 45% del período. Por otro lado, los países con menores tasas de inflación de alimentos son Honduras, Panamá, El Salvador y Belice¹⁹. Cada uno ha permanecido entre los tres países de menor inflación en más del 46% del período. Esto sugiere que existen diferencias estructurales en los países en cuanto a los factores que determinan los precios como, por ejemplo, el régimen cambiario, donde destacaría el caso de la dolarización en El Salvador y Panamá.

Esta disminución se observa también a nivel internacional, en particular en las economías desarrolladas. La inflación de alimentos promedio de los países de la OCDE pasó de 2,9% en el período 2003-2009 a 1,9% en el período 2010-2017. Cabe destacar que las tasas de inflación para estos países son menores debido a un mayor anclaje en las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, así como a una mayor participación de productos procesados en la canasta de alimentos (Furceri *et al.*, 2015). Debrew (2008) indica que en países en vías de desarrollo el peso de productos procesados en la canasta alimenticia es pequeño, por tanto, hay un mayor peso de productos sin procesar, que son más susceptibles a los aumentos en los precios internacionales de productos primarios.

Para el caso de México, Colombia y Ecuador, la inflación de alimentos disminuyó al comparar estos períodos, siguiendo la misma tendencia que los países desarrollados y CARD, mientras que en países como Brasil, Chile y Perú, aumentaron levemente, y en Argentina esta inflación se duplicó con creces²⁰.

2. La inflación de alimentos es volátil, aunque se ha reducido

La volatilidad de la inflación de alimentos en la región, medida como el promedio de las desviaciones estándar de los países en cada año con respecto al promedio anual, se ha reducido después de su máximo en 2009 (véase el Gráfico 2.5). En este año, la volatilidad fue alta porque la inflación en casi todos los países de la región pasó de dos dígitos en el primer trimestre del año a deflación a finales de ese año. Desde 2011, la volatilidad se ha estabilizado a un nivel menor al registrado antes de 2009.

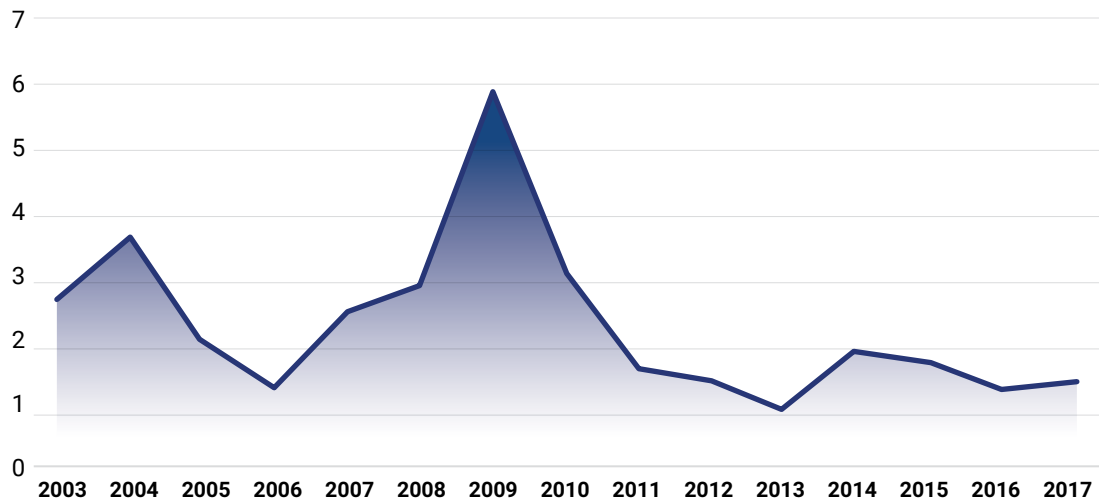
Asimismo, al observar la volatilidad de cada país, medida como la desviación estándar de los períodos 2003-2009 y 2010-2017, con respecto a sus respectivas medias, esta cayó en todos los casos (véase el Gráfico 2.6). Se destaca la gran reducción de 5,1 pp entre ambos períodos en la volatilidad de República Dominicana, mientras que, por otro lado, Costa Rica tuvo una reducción modesta de 0,3 pp. El promedio regional de la volatilidad disminuyó casi a la mitad al pasar de 3,1pp a 1,8pp. Los resultados agregados y por país se mantienen al excluir 2009, el año de la mayor volatilidad del período analizado. Los países con mayor volatilidad en el período 2003-2009 tuvieron mayores reducciones, resaltando una convergencia en este indicador.

La reducción de la volatilidad es también un fenómeno internacional. En los países de la OCDE, la desviación estándar de la inflación se redujo casi a la mitad, al disminuir de 0,9pp a 0,5pp. Asimismo, en todos los países del resto de América Latina, se observa una tendencia decreciente en este indicador. En promedio, la variabilidad en la inflación en esta región disminuyó de 2,7pp a 1,5pp. Se destaca que entre las tres regiones analizadas, la inflación de alimentos en CARD exhibe la mayor variabilidad. Esto contrasta con el nivel de inflación, donde la región exhibe una menor tasa que la del resto de América Latina.

¹⁹ Aunque Belice no es comparable porque solo se tiene la serie de inflación mensual hasta 2011, en este período exhibe una de las tasas de inflación más bajas, incluso con períodos de deflación.

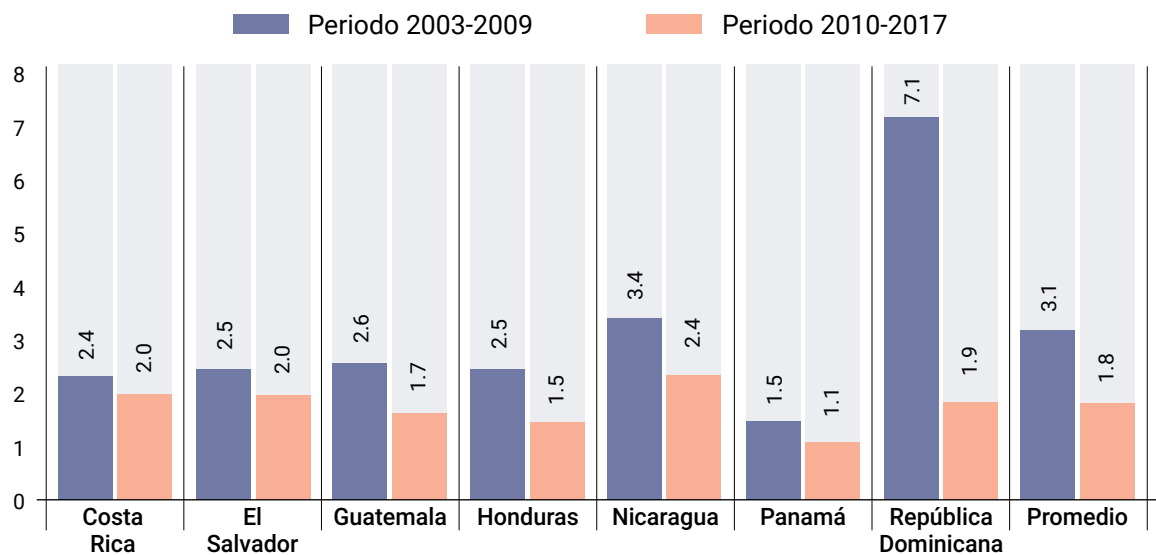
²⁰ Esta inflación más atípica en el resto de América Latina se concentra en los países sudamericanos y obedece, al menos, a dos factores. Por un lado, la frecuencia de choques climáticos ha aumentado desde 2014 (Banco Central de Reserva del Perú, 2017), incidiendo en la inflación de alimentos. Por otro lado, en el caso de Argentina, los altos niveles inflacionarios del rubro de alimentos han estado asociados a la depreciación de la moneda, en particular a partir de 2016.

GRÁFICO 2.5 Promedio de la desviación estándar de la inflación de alimentos por países (PP)



Fuente: elaboración propia con datos de CEPALSTAT y SECMCA.

GRÁFICO 2.6 Desviación estándar de la inflación de alimentos por países (PP)



Fuente: elaboración propia con datos de CEPALSTAT y SECMCA.

3. La inflación de alimentos está correlacionada en la región

Si bien los niveles de la inflación de alimentos entre países son distintos, parecieran moverse hacia la misma dirección. Esto indica que hay una correlación significativa entre países, que puede estar determinada por factores comunes. Con relación a los factores comunes, no sería de extrañar que una variable relevante sea el precio internacional (fuera de la región) de los alimentos, pero los países también comparten otros elementos como los fenómenos climáticos. La relación comercial entre los países también es un factor que puede determinar la sincronía en las fluctuaciones inflacionarias de alimentos. Esta sincronía se observa con el cómputo de las correlaciones de esta variable entre los países de la región de 2003 a 2017 (véase el Cuadro 2.1). La mayoría de las correlaciones bilaterales son mayores al 0,5, alcanzando su mayor valor en 0,93 entre Honduras y Nicaragua. Sin embargo, República Dominicana, el único país que no comparte frontera con ninguno de los otros, solo tiene una correlación cercana a 0,3 con Costa Rica y el Salvador. Honduras y Nicaragua son los que tienen, en promedio, la mayor correlación con sus pares de la región (0,68 en ambos casos); mientras que República Dominicana y Panamá tienen el menor promedio de correlación, un 0,14 y 0,48, respectivamente.

La correlación del crecimiento de los precios de los alimentos de cada uno de los países con el índice de precios internacionales calculado por la FAO es, a su vez, más baja que la que los países tienen con sus vecinos, exceptuando República Dominicana. Esto corrobora la afirmación de que existen otros factores, además de los precios internacionales, que determinan la relación entre los precios de los países de la región.

4. La inflación de alimentos ha sido mayor que la subyacente, pero la brecha ha caído

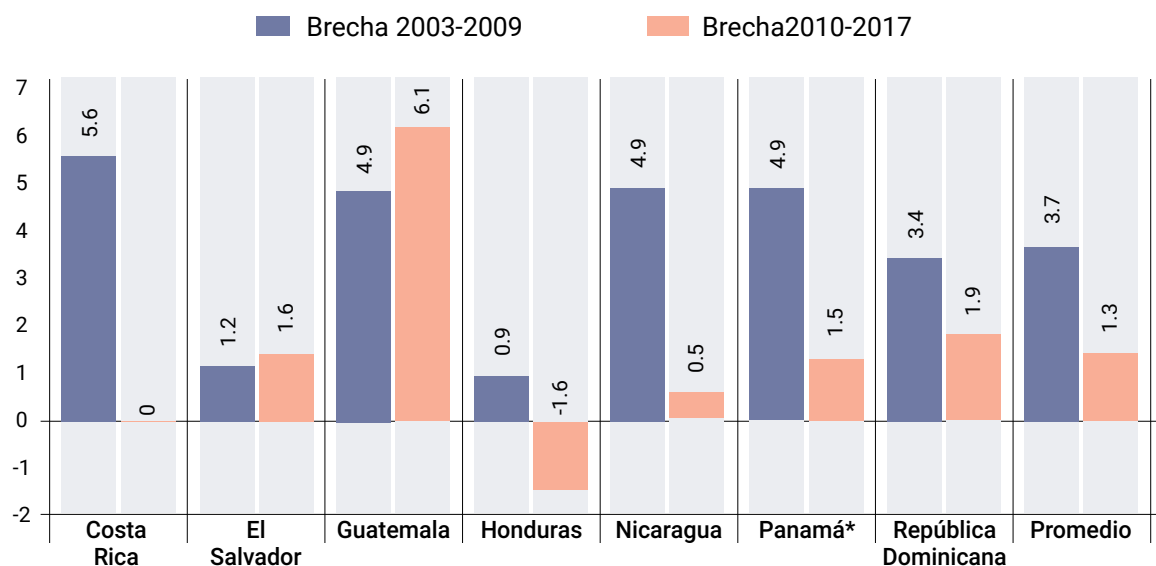
Al comparar la inflación de alimentos con la subyacente, se identifican varios patrones. En primer lugar, la inflación de alimentos usualmente ha sido mayor. En el caso de CARD, esto es cierto para todos los países, con excepción de Honduras en el período 2010-2017. Sin embargo, a medida que se ha disminuido la inflación de alimentos, la brecha entre ambas se ha reducido. En promedio, en CARD la diferencia disminuyó a casi un tercio al pasar de 3,7 pp a 1,3 pp entre los dos períodos contemplados (véase el Gráfico 2.7).

No obstante, al analizar los países de manera individual, se observan tendencias diferenciadas en

CUADRO 2.1 Matriz de correlación de la inflación anual de alimentos

	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá	República Dominicana
Costa Rica	1,00	0,60	0,46	0,72	0,70	0,57	0,25
El Salvador	0,60	1,00	0,83	0,86	0,83	0,48	0,27
Guatemala	0,46	0,83	1,00	0,74	0,71	0,41	0,16
Honduras	0,72	0,86	0,74	1,00	0,93	0,70	0,13
Nicaragua	0,70	0,83	0,71	0,93	1,00	0,78	0,12
Panamá	0,57	0,48	0,41	0,70	0,78	1,00	-0,08
República Dominicana	0,25	0,27	0,16	0,13	0,12	-0,08	1,00
Promedio	0,55	0,65	0,55	0,68	0,68	0,48	0,14
Índice de precios internacionales de alimentos y agricultura (FAO)	0,48	0,58	0,39	0,38	0,45	0,25	0,21

Fuente: elaboración propia con datos de CEPALSTAT y SECMCA.

GRÁFICO 2.7 Brecha entre la inflación de alimentos y la inflación subyacente (pp)

Fuente: elaboración propia con datos de CEPALSTAT y SECMCA.

Nota: por disponibilidad de datos, para el primer período de Panamá se toma de 2005 a 2009.

este indicador. Mientras en Costa Rica se eliminó la brecha entre ambas inflaciones, Honduras pasó de una brecha positiva a una negativa, es decir, la subyacente fue superior a la de alimentos. En otros países como El Salvador y Guatemala, se incrementó la diferencia entre el crecimiento de precios de los alimentos y el de la inflación subyacente.

La brecha entre la inflación de alimentos y la subyacente también ha disminuido a nivel internacional. En el resto de América Latina, la brecha disminuyó en casi 2 puntos porcentuales, al pasar de 3,3 pp en el período 2003-2009 a 1,4 pp en el período 2010-2017. De igual forma, en la OCDE disminuyó de 0,9 pp a 0,2 pp en el mismo período. En este caso, la inflación de alimentos prácticamente se equiparó a la inflación subyacente.

5. Hay heterogeneidad regional en la producción y balanza comercial alimentarias

Los precios de los alimentos, así como cualquier precio, está determinado por factores de oferta y demanda, por tanto, es importante analizar el

sector real de los países considerados. El sector agropecuario tiene un peso importante en la producción y el comercio exterior de las economías de la región. En 2017, el sector representaba el 6,9% del PIB en la región²¹, a diferencia del promedio de América Latina y el Caribe, que es de 4,8%, y del mundo, que es de 3,5%. Las exportaciones de alimentos en CARD alcanzaron USD\$ 13,973 millones, lo que representa el 46% de las exportaciones totales de la región. Entre el 15% y el 30% del empleo de estos países pertenecen al sector agrícola. No obstante, el sector agropecuario enfrenta retos que inciden en la producción de alimentos y por tanto, en los precios locales. Entre estos retos destacan:

- **Baja productividad agrícola.** CARD exhibe bajos rendimientos agrícolas en comparación con los promedios mundiales, lo que está asociado a falta de financiamiento al sector, debilidad institucional y baja inversión, entre otros²². Por ejemplo, en 2011 el rendimiento del maíz en la región fue de 1,8 toneladas por hectárea (t/ha), mientras que a nivel mundial se situó en 5,2 t/ha (CEPAL, 2013).

21 Para Belice, Guatemala, Honduras y Nicaragua, el sector representa más del 10% del PIB, sobresaliendo Nicaragua con un 15,5%.

22 <http://www.fao.org/in-action/agronoticias/detail/es/c/508096/>

- **Vulnerabilidad climática.** Los países de la región, además de estar expuestos a tormentas y huracanes, se ven afectados por el Corredor Seco²³. Según el Índice de Riesgo Climático Global de Germanwatch 2018²⁴, entre 1997 y 2016 Honduras fue el país más afectado por eventos climáticos extremos, mientras que Nicaragua y República Dominicana ocupan el cuarto y el décimo lugar del *ranking*, respectivamente. Según CEPAL (2013) con un escenario de emisiones crecientes e inacción global, para fines de este siglo, los rendimientos en la región centroamericana de maíz, frijol y arroz se reducirían en 35%, 43% y 50%, respectivamente.

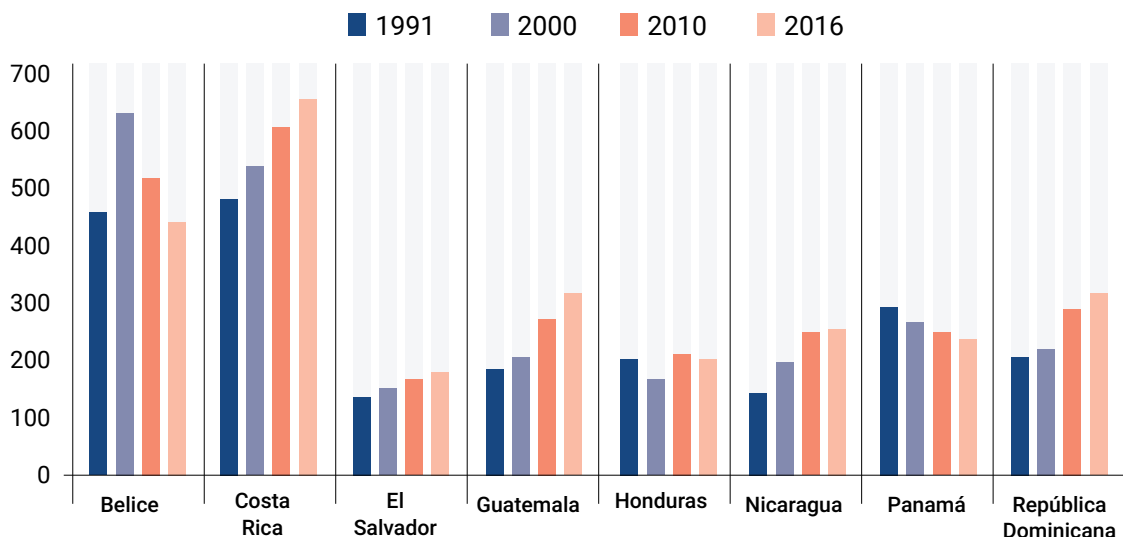
Por otro lado, la dependencia a las importaciones de alimentos también incide en la inflación de alimentos. De manera general, esto expone a la región a choques externos, como los precios del petróleo. En el caso de los alimentos en particular, una mayor penetración comercial incrementaría la transmisión de precios internacionales a locales en determinados rubros. Según CEPAL (2017), en CARD, la tasa de dependencia, es decir, las

importaciones como porcentaje del consumo aparente del maíz, creció de 22% en 1980 a 54% en 2014, del arroz de 12% a 38% en el mismo período, y del frijol de 16% a 18%.

Existe una gran heterogeneidad en la producción de alimentos en los países de CARD, tanto en la cantidad como en la evolución a lo largo del tiempo. Costa Rica y Belice son los países de la región que históricamente han producido más alimentos en términos per cápita (véase el Gráfico 2.8). Asimismo, hay divergencia en la evolución de la producción alimentaria entre los países, ya que mientras que en Nicaragua, Guatemala, República Dominicana, Costa Rica y El Salvador, esta se ha ampliado entre 1991 y 2016 en porcentajes de 78,5%, 72,4%, 52,3%, 36,4% y 32,0%, respectivamente, en Panamá se redujo en 18,9% en el mismo período, y en Belice y Honduras también se experimentaron reducciones más moderadas, en 3,3% y 2,0% en ese orden.

Por otro lado, respecto del balance comercial, el cual puede ser indicador de los excedentes o faltantes de la producción local para satisfacer la demanda doméstica, en este caso de alimentos, se observan

GRÁFICO 2.8 Producción de alimentos per cápita
(dólares internacionales 2004-2006)²⁵



Fuente: elaboración propia con datos de FAOSTAT y FMI.

²³ Grupo de ecosistemas que se combinan en la ecorregión del bosque tropical seco de Centroamérica, entre Chiapas, México y Guanacaste, Costa Rica. En esta zona se presenta sequía de manera cíclica (FAO, 2012).

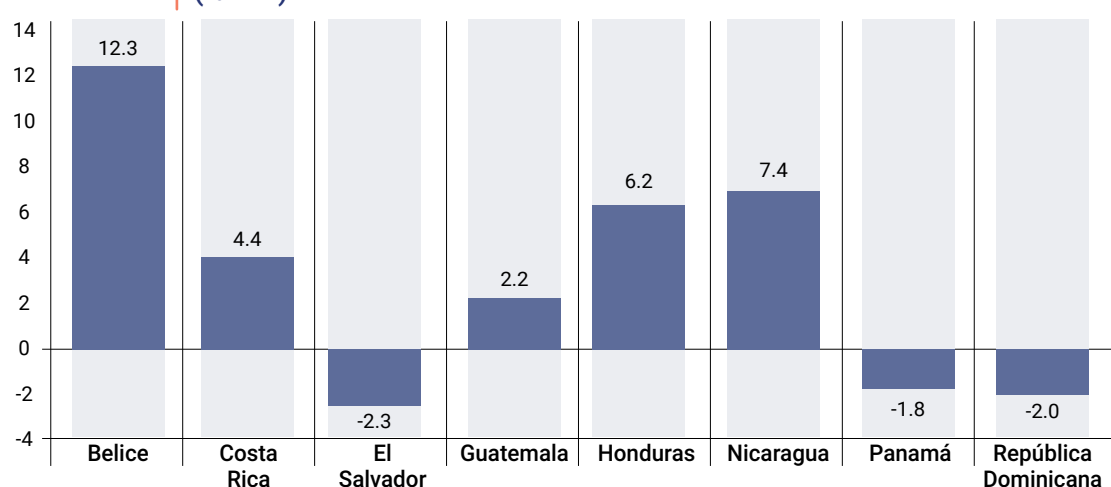
²⁴ Disponible en: <https://germanwatch.org/sites/germanwatch.org/files/publication/20398.pdf>

²⁵ La producción calculada por la FAO utiliza los volúmenes producidos ponderados y precios internacionales con base en el período 2004-2006, calculados por la institución.

diferencias entre los países (véase el Gráfico 2.9). Mientras que Belice, Costa Rica, Guatemala, Honduras y Nicaragua tuvieron superávits comerciales en el sector alimentario, que van del 2,2% al 12,3% del PIB en 2017; El Salvador, Panamá y República Dominicana observaron déficits de 2,3%, 1,8% y 2,0% del PIB, respectivamente, sugiriendo una mayor dependencia del comercio exterior para satisfacer al consumo doméstico.

Sin embargo, un balance superavitario no necesariamente implica baja dependencia del comercio. Por ejemplo, Belice es el país con el mayor nivel de importaciones de alimentos sobre el PIB, alcanzando un 15,4%. Asimismo, Nicaragua tiene importaciones por encima del promedio, a pesar de tener el segundo superávit comercial más alto. Ello se debe a que estos dos países son los que más exportaron en 2017, como porcentaje del PIB entre este grupo de países.

GRÁFICO 2.9 Balance comercial de alimentos 2017 (% PIB)



Fuente: elaboración propia con datos de SIECA, SECMA, INTRACEN y SIB.

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN DE LOS ALIMENTOS

En esta sección se analizan las variables que explican la inflación de alimentos en CARD²⁶ para el período 2003-2017²⁷. La base de datos tiene una frecuencia mensual. La fuente de los datos y el modelo estimado se describen en el Anexo 2.1. La metodología utilizada es un modelo de datos de panel con los datos disponibles para los países de CARD. Los datos de panel son una combinación de datos de corte transversal y longitudinales. Esto implica que, por ejemplo para el caso de la inflación, se tienen los datos para cada país de la región y para cada período de tiempo de la muestra.

La evidencia empírica sugiere que entre los determinantes de los precios de los alimentos se suelen encontrar los precios internacionales de los alimentos²⁸, además de factores de oferta y demanda, como el tamaño del mercado, los costos de insumos y los choques climáticos. De esta manera, el modelo toma como variable dependiente la inflación de alimentos para cada país en determinado mes y como variables independientes las siguientes:

- **Variación de precios internacionales de alimentos.** Se espera que el coeficiente de esta variable sea positivo debido a que una mayor inflación internacional repercutiría en

26 Excluyendo Belice debido a una limitada disponibilidad de datos.

27 Dependiendo de la disponibilidad de datos, las series para algunas variables comienzan en fechas posteriores a 2003.

28 Existen diversos estudios que investigan el impacto de los precios globales de alimentos y la inflación doméstica. Por ejemplo, Furceri *et al.* (2015) estiman el impacto de los precios internacionales y determinan que es mayor en la inflación doméstica de las economías emergentes que en las economías avanzadas. Por otra parte, estos autores concluyen que hay una transmisión significativa de los precios de los productos primarios en los precios de los consumidores locales en la Zona Euro. Asimismo, Bekkers *et al.* (2013) encuentran que el traspaso de los precios internacionales a los precios del consumidor final es mayor en los países de ingresos bajos y medios que en los de mayor ingreso.

un incremento de precios domésticos, ya sea por un costo de oportunidad de los productores locales o por un efecto directo del valor de los alimentos importados.

- **Término de interacción entre variación de precios internacionales y producción agrícola.** Se espera un coeficiente negativo, pues una mayor producción agrícola podría incidir en que la transmisión de los precios internacionales a los locales sea menor, ya que el país sería más resiliente a choques externos debido a que la producción puede indicar una menor dependencia del mercado externo para cubrir la demanda interna de alimentos. En otras palabras, la hipótesis es que la inflación alimentaria en países con una mayor dependencia alimentaria sería más sensible a las fluctuaciones internacionales del precio respectivo.
- **Importaciones de alimentos como proporción del PIB.** El coeficiente debe ser positivo porque un mayor peso de las importaciones en el consumo tendría un efecto directo en la inflación.
- **Desastres naturales.** Se espera un coeficiente positivo porque los desastres naturales afectan la producción de alimentos, por tanto,

disminuye la oferta, repercutiendo en mayores precios de alimentos. La variable que se utilizará es binaria, su valor es 1 en caso de que en ese período de tiempo haya ocurrido un fenómeno climático y cero en caso contrario²⁹.

- **Variación del precio del diésel.** Se espera un coeficiente positivo porque el precio del combustible repercute en el costo del transporte de los alimentos y, por tanto, en su precio final.

La naturaleza de las variables relevantes descarta endogeneidad en la especificación econométrica, ya que ni los desastres naturales ni los precios internacionales (dado que CARD no es un fijador de precios internacionales de estos productos) están determinados simultáneamente por los precios locales.

La estimación del panel considera un efecto fijo por país, con el fin de incorporar diferencias entre ellos que no son capturadas por las variables explicativas, como podrían ser la estructura de mercado, el régimen cambiario, la estructura del consumo alimenticio, entre otras. Los resultados de las estimaciones se presentan a continuación:

CUADRO 2.2 | Determinantes de la inflación de alimentos en CARD

	Regresión 1	Regresión 2	Regresión 3	Regresión 4	Regresión 5
Inflación alimentaria externa (t-6)	0.199*** (0.006)	0.235*** (0.013)	0.229*** (0.013)	0.229*** (0.013)	0.222*** (0.014)
Inflación alimentaria externa (t-6)* Producción agrícola		-0.0002*** (0.000)	-0.0002*** (0.000)	-0.0002*** (0.000)	-0.0002*** (0.000)
Importación de alimentos sobre PIB			0.828*** (0.206)	0.842*** (0.206)	0.819*** (0.206)
Desastres naturales (t-2)				0.815** (0.395)	0.816** (0.394)
Variación del precio del diésel					0.012* (0.007)
Constante	5.350*** (0.120)	5.639*** (0.130)	1.419 (0.951)	1.223 (0.954)	1.327 (0.954)
Observaciones	1,260	1,122	924	924	924
R ²	0.433	0.447	0.485	0.487	0.489

Errores estándar en paréntesis *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

29 En el Anexo 2.1 se proporcionan mayores detalles de esta base de datos.

Los resultados corroboran las hipótesis planteadas: i) hay un significativo traspaso de precios internacionales de alimentos, ii) este traspaso de los precios internacionales a los domésticos es menor según el nivel de producción, y iii) los eventos climáticos atípicos tienen un impacto sobre los precios que enfrentan los consumidores de los productos alimenticios.

Con respecto al traspaso de los precios internacionales, los resultados indican que un aumento en la inflación internacional de un punto porcentual tiene como efecto un aumento de alrededor de 22 puntos base, en promedio, en la inflación de alimentos doméstica, sin considerar el nivel de producción de país. Al hacerlo, y tomando como referencia el promedio muestral de la regresión que es de 193,6 millones dólares internacionales, el traspaso disminuye a 18 puntos base. Asimismo, este coeficiente indica que si el promedio aumentase en una desviación estándar, el traspaso disminuiría aún más, a 16 puntos base.

Un aumento de 1 punto porcentual en la proporción de importaciones sobre el PIB aumentaría alrededor de 0,8 puntos porcentuales la inflación de alimentos. Cabe destacar que un aumento de 1 punto porcentual en las importaciones es un aumento considerable, pues las importaciones de alimentos representan, en promedio, el 6% del PIB. Por otro lado, la ocurrencia de un efecto natural conlleva a un aumento en la inflación en 0,8 puntos porcentuales. En cambio, el coeficiente de la variación de precios del diésel indica un impacto menor en la inflación.

En el Cuadro 2.2, se puede observar que se han utilizado los rezagos para las variables de la inflación internacional y de desastres naturales, lo que se debe a que el impacto de estas variables no es inmediato. El número de rezagos se ha determinado probando diferentes rezagos y dejando aquel que permite un mejor ajuste al modelo, utilizando el criterio de información bayesiano (BIC). Se observa que el rezago para la inflación internacional es de seis meses, lo cual puede estar asociado a rigidices contractuales o inventarios disponibles, entre otros factores. Por otra parte, el rezago de desastres naturales de dos meses indica que el efecto es mucho más inmediato.

CONSIDERACIONES FINALES

La inflación de alimentos ha disminuido en CARD después de 2010, incluso reduciendo la brecha con la inflación de otras regiones del mundo y con la subyacente. Sin embargo, debido a la importancia en términos sociales y económicos de este subgrupo de la inflación, es necesario entender mejor sus determinantes y evaluar medidas de política pública.

Los resultados del análisis muestran que los precios de los alimentos están determinados por choques externos e internos, donde destaca la influencia de los precios internacionales de los alimentos y el impacto de fenómenos climáticos extremos.

En cuanto a la exposición a los precios internacionales, se estima que es posible disminuir su impacto a través de la promoción de una producción agropecuaria local más activa. Es de esperar que un sector agropecuario y agroindustrial sólido contribuya a disminuir las fluctuaciones en la producción de alimentos y por tanto, en los precios finales, por lo que sería favorable apoyar su productividad y competitividad.

Algunas de las políticas para atender los retos de la productividad agrícola están relacionadas con la disponibilidad y el acceso a insumos agrícolas, como semillas mejoradas y fertilizantes. Es fundamental que los gobiernos de la región implementen políticas de acceso a tecnología agropecuaria. Asimismo, las estrategias dirigidas a la implementación de sistemas de riego pueden aportar a la mejora de la productividad, particularmente en los países de Centroamérica que están expuestos al Corredor Seco. Por otra parte, es de vital importancia mejorar la infraestructura productiva y vial, que además de incrementar la competitividad de las exportaciones agrícolas, asegura el abastecimiento a nivel local. En este sentido, se debe impulsar la conectividad vial no solo entre las zonas productivas y los puertos y puestos de frontera, sino también hacia los centros de distribución local.

La exposición a los fenómenos climáticos representa un reto adicional para mitigar las variaciones abruptas de los precios de los alimentos.

Para esto, la política comercial juega un papel clave para la contención de este impacto. Los países de la región requieren políticas comerciales flexibles, que respondan con rapidez ante una eventualidad de este tipo. De igual modo, puede resultar favorable identificar proveedores internacionales con el fin de permitir una importación expedita y evitar escasez.

Por otro lado, es necesario fortalecer los sistemas de monitoreo y prevención de desastres, en particular los mecanismos de alerta temprana y servicios de información climática. La información generada por estos sistemas contribuye con la formulación de políticas y programas dirigidos a la mitigación de los efectos de desastres. Asimismo, en el mediano y largo plazo, esta información contribuye a mejorar la resiliencia productiva. Algunos de los programas que se pueden implementar son asistencia técnica a los productores sobre programas de buenas prácticas agropecuarias, así como planes para la administración de recursos productivos, como semilla para la siembra y sistemas de captación de agua.

Además de asegurar la producción agrícola, se pueden implementar estrategias para garantizar el consumo de alimentos. En este sentido, las medidas deben dirigirse a mecanismos de almacenamiento y abastecimiento de los mercados locales. Es de particular importancia la construcción y mejora de instalaciones de almacenamiento con las características adecuadas para el producto que se desea guardar. Estas medidas influirían en una menor volatilidad de los precios, al mantener una oferta de alimentos adecuada para la demanda. Las medidas complementarias que permitan la mitigación del impacto económico y social de fluctuaciones abruptas en los precios de los alimentos incluyen el desarrollo de instrumentos financieros de aseguramiento de producción agropecuaria y el diseño de mecanismos de apoyo social en circunstancias de elevados precios de alimentos.

ANEXO 2.1

El modelo de panel con efectos fijos que se estima es el siguiente:

$$\pi_{it}^{AL} = \alpha + \beta_1 \pi_t^{AL,M} + \beta_2 P_{it} \pi_t^{AL,M} + \beta_3 X_{it} + \beta_4 I_i + v_{it}.$$

Donde:

- π_{it}^{AL} : Inflación de alimentos en el país i en el mes t.
- $\pi_t^{AL,M}$: Inflación de alimentos a nivel internacional en el mes t.
- P_{it} : Producción agrícola el país i en el mes t.
- X_{it} : Matriz de variables de control: importaciones, costo de combustibles, choques climáticos.
- I_i : Efecto fijo para cada país.
- v_{it} : los errores de estimación.

Datos:

La inflación de alimentos se calcula con base en los datos de Índice de Precios al Consumidor en la base de datos de la CEPALSTAT. Para el caso de Belice, los datos se obtuvieron de The Statistical Institute of Belize (SIB). Cabe destacar que antes de 2011, los datos del IPC para Belice están con frecuencia mensual. Los datos de la inflación internacional corresponden a la variación del índice de precios de alimentos y agricultura de la FAO.

El indicador de producción agrícola mensual se construyó con los datos anuales de producción agrícola anual de la FAO para los años de 2006 o 2007, según disponibilidad de información del país. Esta producción se ajustó a un monto mensual y luego se utilizó el comportamiento del IMAE del sector agrícola publicado en el SECMCA para extrapolar el indicador en los demás períodos. En el caso de Panamá, República Dominicana y Belice, en vez de utilizar el IMAE, se utilizó el comportamiento del PIB trimestral del sector.

Por otro lado, se utilizaron los datos del PIB trimestral de los países en la base del SECMCA, y para Belice se utilizaron los datos de SIB. En todos los casos, se ajustaron los datos trimestrales a mensuales. Con respecto al precio de los combustibles, se utilizó el precio en dólares del galón de diésel para todos estos países, según la información recopilada por el Ministerio de Energía y Minas de Guatemala.

Finalmente, la variable de los desastres naturales constituye una variable binaria que toma el valor de uno si se tiene la ocurrencia de un evento climático extremo en ese período, y de cero en caso contrario. Esta variable se construyó con la información de Emergency Events Database (EM-DAT) elaborada por el Centre for Research on the Epidemiology of Disasters (CRED), que recopila la ocurrencia de más de 22 mil desastres y sus efectos en todo el mundo desde 1900. Los eventos climáticos que se tomaron en cuenta para la variable fueron tormentas, inundaciones, sequía y temperatura extrema.

3

CAPÍTULO

LAS CONDICIONES BANCARIAS

EN LA REGIÓN SE MANTIENEN ESTABLES

a pesar de un entorno financiero
internacional más restrictivo

La política monetaria en Estados Unidos ha iniciado un proceso de normalización. De esta manera, la tasa monetaria objetivo ha comenzado un ciclo de alzas. Como es de esperar, estas alzas se han transferido a la tasa de rendimiento de los bonos gubernamentales de mediano y largo plazo de Estados Unidos, indicando condiciones de financiamiento menos laxas en el país. En este entorno, el financiamiento externo que algunos mercados o sectores reciben de Estados Unidos podría enfrentar tasas más altas. Asimismo, el costo financiero denominado en moneda local podría incrementarse por una depreciación de la moneda en relación con el dólar, dada la reducción de la liquidez en dólares³⁰.

En CARD, un sector que podría estar expuesto a esta alza de tasas de interés en el financiamiento en dólares es el sector bancario. Este sector tiene tanto activos como pasivos en dólares³¹ y puede también estar expuesto a través de líneas de crédito de liquidez o de fondeo de mediano plazo con instituciones financieras del exterior. Un potencial traslado de estas condiciones globales más restrictivas a las condiciones del financiamiento bancario local podría tener efectos en la actividad económica.

Por estas razones, en este capítulo se analiza el desempeño reciente de las condiciones bancarias en la región y se profundiza en sus determinantes.

GRÁFICO 3.1 Tasa efectiva de fondos federales de EE. UU.



Fuente: CID/BID con datos de la Reserva Federal de St. Louis.

GRÁFICO 3.2 Tasa de rendimiento del bono a 10 años de EE. UU.



Fuente: CID/BID con datos de Bloomberg.

³⁰ Para una estimación del efecto de la liquidez generada por la expansión monetaria de la Reserva Federal en una moneda emergente, en concreto en el peso mexicano, véase López-Marmolejo y Ventosa-Santaulària (2018).

³¹ Por ejemplo, el crédito en moneda extranjera como porcentaje del crédito total es de 48% en la región. Por otra parte, es importante reconocer la alta heterogeneidad entre países.

Entre los determinantes de las condiciones bancarias, es de esperar que la valoración de las condiciones macroeconómicas tenga un papel relevante. Con este fin, se calcula un índice sintético de desempeño macroeconómico, que se describe a continuación.

ÍNDICE DE DESEMPEÑO MACROECONÓMICO

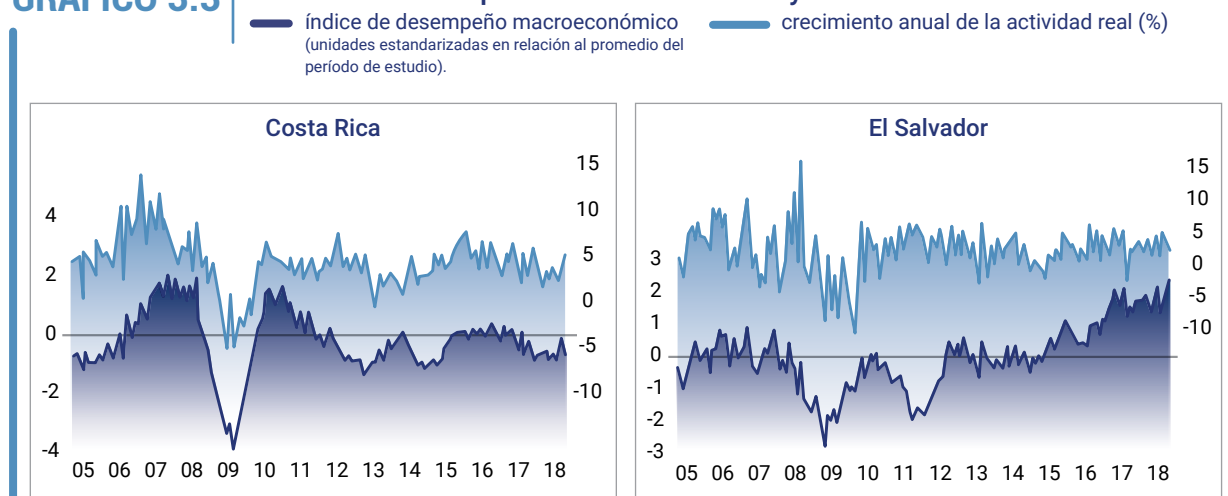
Los aspectos del desempeño macroeconómico que afectan al sistema financiero son múltiples. Por ejemplo, el ritmo de actividad económica y la inflación pueden impactar directamente algunos indicadores bancarios como la rentabilidad, el margen financiero o los porcentajes de cartera vencida. Asimismo, las decisiones financieras están influenciadas por la percepción del estado presente y futuro de la economía, que depende en parte del estado de los fundamentos económicos. Por ello, la valoración del desempeño económico que se relaciona con las condiciones bancarias debe considerar como fundamentos económicos básicos diversos aspectos, tales como el crecimiento y la inflación, y los balances fiscal y externo.

El índice de desempeño macroeconómico construido sintetiza la información de un conjunto

de variables macroeconómicas estandarizadas en relación con el promedio del período de estudio (de enero de 2005 a marzo de 2018), que se combinan para reflejar una valoración —positiva o negativa— del desempeño económico. Esta valoración puede ser muy positiva: si simultáneamente, la economía crece, la inflación se reduce y los déficits comerciales y fiscales disminuyen. Por el contrario, la valoración puede ser extremadamente negativa: si la actividad se contrae, la inflación se incrementa y los déficits comerciales y fiscales aumentan. Por tanto, un aumento del índice por encima de cero refleja una mejora en el desempeño económico respecto al promedio del período de análisis, en tanto que una reducción revela un deterioro³². Las economías tenderán a tener un desempeño estable —alrededor de cero— en la medida en que crezcan a una tasa promedio, mantengan su inflación con pocas fluctuaciones y no desmejoren sustancialmente el balance comercial y el fiscal.

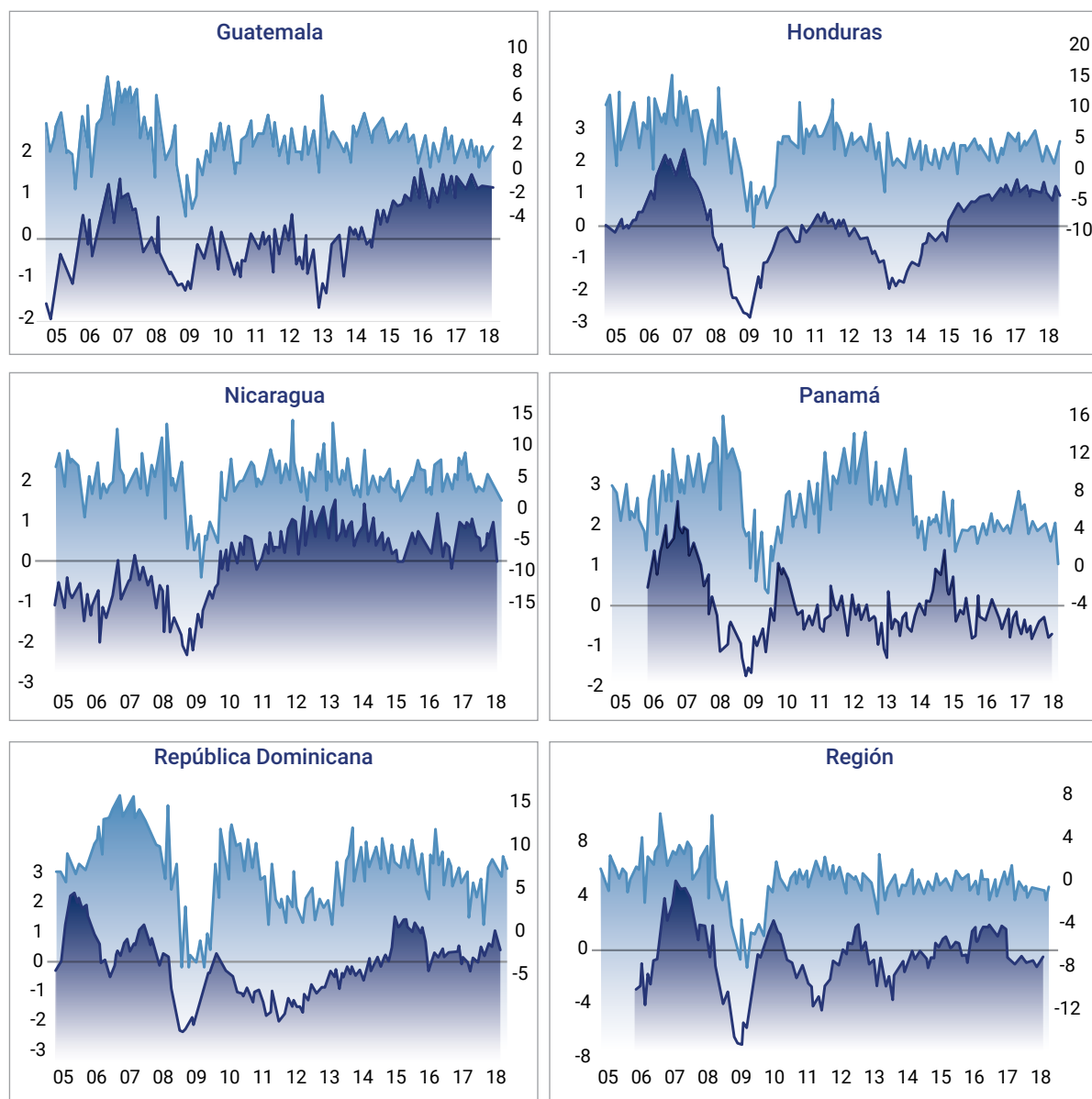
Metodológicamente, la construcción del índice macroeconómico busca representar de forma resumida la percepción sobre la economía respecto a su comportamiento promedio. Los detalles de la construcción del índice se encuentran en el Anexo 3.1. A continuación, se presentan los índices macroeconómicos para los países y la región, y su relación con el crecimiento de la actividad real.

GRÁFICO 3.3 Índices de desempeño macroeconómico y crecimiento de la actividad real.



32 De esta manera, el índice captura cambios en relación con el promedio de enero de 2005 a marzo de 2018, según disponibilidad de datos por país. No obstante, no incorpora una valoración numérica en relación con el nivel de las variables, por ejemplo, si en general la inflación o el déficit en el país ha sido muy alto a lo largo del período.

GRÁFICO 3.3 Índices de desempeño macroeconómico y crecimiento de la actividad real.
— índice de desempeño macroeconómico — crecimiento anual de la actividad real (%)
(unidades estandarizadas en relación al promedio del período de estudio).



Fuente: cálculos propios.

En el Gráfico 3.3 se observa a grandes rasgos que los índices macroeconómicos construidos describen una historia similar, pero no idéntica, a la del crecimiento de la actividad económica. Un mayor dinamismo económico en general se traduce en un mejor desempeño macroeconómico. Esta relación también es clarísima, por ejemplo, durante el período 2008-2009, en el que la mayor contracción de la actividad económica coincide con el peor desempeño para la mayoría de los

países. En países como Nicaragua y Panamá, el deterioro del desempeño se registra meses antes de observar la desaceleración de la actividad a causa de los importantes déficits comerciales que ya se registraban durante el 2008. Asimismo, desde el 2015, países como El Salvador, Guatemala y Honduras presentan sustanciales mejoras en sus índices de desempeño, pese a mantener el crecimiento de la actividad real y la inflación relativamente constantes. Esto ocurre debido a las

importantes mejoras en sus balances comercial y fiscal. En El Salvador, durante el 2011, el mayor crecimiento de la actividad estuvo acompañado de un aumento de la inflación, causando una caída en el índice de desempeño que no tuvo contraparte en la actividad real. En Panamá, su reciente deterioro estuvo influenciado por un menor crecimiento y un mayor déficit fiscal.

Todos estos ejemplos ilustran que la relación entre el crecimiento de la actividad y el desempeño macroeconómico es positiva, pero no es estrictamente lineal. Esto sucede porque altísimas tasas de crecimiento suelen venir acompañadas de mayores tasas de inflación o de la aparición de mayores déficits comerciales y fiscales. En el Anexo 3.3 se muestra la relación entre el crecimiento y el índice de desempeño a través de un gráfico de dispersión y del ajuste de una línea de regresión polinómica. Tal como sugiere la intuición, un mayor crecimiento tiende a mejorar el desempeño macroeconómico, pero en forma decreciente. Incluso, altísimas tasas de crecimiento pueden generar importantes reducciones en la valoración del desempeño. Esto apunta a que, para lograr un buen desempeño económico, la mezcla de políticas que los países empleen para alcanzar o manejar el rápido crecimiento es muy relevante.

A nivel regional, se observa que luego del 2009, el índice de desempeño macroeconómico ha sido más estable. Los mejores desempeños se registran en los años 2010, 2012 y en el período 2015-2016. Desempeños más débiles se observan durante el año 2011, 2013 y en el último año de la muestra (2017-2018). El reciente deterioro del desempeño de la región pareciera tener su origen en la heterogeneidad del comportamiento de los balances comercial y fiscal de los países.

La relación entre el desempeño económico y las condiciones financieras es siempre un fenómeno complejo en el que se producen repercusiones o relaciones de causalidad, en ambos sentidos. Como ocurrió con la crisis subprime, un deterioro de las condiciones financieras puede debilitar —e incluso colapsar— el crecimiento de la actividad económica. Asimismo, un desempeño débil de

la economía puede crear condiciones financieras adversas o derivar en crisis financieras. Tal como se describe en los modelos de acelerador financiero³³, una contracción en la demanda de bienes puede reducir los préstamos por parte de los acreedores financieros y profundizar la recesión. Sin embargo, también durante períodos de relativa estabilidad macroeconómica, pueden surgir condiciones financieras adversas con importantes consecuencias sobre el ámbito real. Por ejemplo, fuertes expansiones de la actividad pueden conducir al relajamiento de estándares crediticios que alimentan los booms de crédito, tal como lo describen Jiménez y Saurina (2006). Igualmente, durante períodos de despegue económico y condiciones monetarias laxas, las instituciones financieras pueden incurrir en una mayor toma de riesgo³⁴.

Estos hallazgos pueden resumirse de la siguiente forma para nuestro análisis: peores condiciones bancarias en general tenderán a deteriorar el desempeño macroeconómico. Sin embargo, la aparición de condiciones bancarias desfavorables puede promoverse a partir de un mal o de un buen desempeño macroeconómico, lo cual se toma en cuenta en la metodología de estimación de los índices de condiciones bancarias, que se describen a continuación. Cabe resaltar que estos índices de condiciones bancarias resumen a su vez una gran cantidad de variables bancarias, lo que facilita el análisis para la región como un todo y cada uno de los países que la conforman.

ÍNDICES DE CONDICIONES BANCARIAS

El índice sintético de condiciones bancarias se construye a partir de las tasas de crecimiento de las principales partidas del balance general del sistema bancario agregado y los indicadores de rentabilidad, capitalización y riesgo típicamente usados en el análisis bancario tradicional³⁵. Metodológicamente, la estimación de los índices se logra a partir de la combinación de los componentes principales del conjunto total de indicadores bancarios, de modo tal que los índices resultantes se relacionen

33 Bernanke y Gertler (1989), y Kiyotaki y Moore (1997).

34 Ejemplos de este caso se encuentran en Adrian y Shin (2014) y Altunbas *et al.* (2010).

35 Las variables consideradas están todas disponibles en la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, y abarcan de enero de 2015 a mayo de 2018.

dinámicamente —a través de un modelo Estructural de Vectores Autoregresivos (SVAR por sus siglas en inglés)— con el índice de desempeño macroeconómico³⁶. Los detalles metodológicos sobre la construcción de los índices de condiciones bancarias están disponibles en el Anexo 3.2.

La forma en que se construyen los índices de las condiciones bancarias asegura que los valores positivos del índice revelen un deterioro de las condiciones respecto al promedio del período. Asimismo, los valores negativos reflejan una mejora en las condiciones. Por ejemplo, un empeoramiento de las condiciones bancarias se puede asociar a un menor crecimiento de los depósitos y del crédito, menor apalancamiento, mayores gastos operativos como proporción de los activos, menor liquidez y mayor proporción de cartera vencida, entre otros, en relación con los promedios del período.

En la región como un todo, el desempeño económico tiene un papel importante para explicar las condiciones bancarias, por lo que la estabilidad macroeconómica tenderá a mantener condiciones bancarias estables³⁷. En concreto, el desempeño macroeconómico explica alrededor del 40% de las condiciones bancarias. El otro 60% estaría

explicado por cambios en las variables financieras que tienen su origen dentro del mismo sistema bancario. Vale la pena mencionar que también se realizaron estimaciones para determinar el impacto de las tasas de interés en Estados Unidos sobre el comportamiento del índice bancario regional³⁸. Estas variables no resultaron significativas, por lo que, hasta el momento, no se encuentra evidencia de que la normalización de la tasa monetaria en Estados Unidos haya tenido repercusiones adversas relevantes en las condiciones bancarias en la región. Una razón podría ser que los bancos de la región acudan a fondearse preponderantemente mediante depósitos, o incluso promuevan cambios en la composición de la captación que aumenten su fondeo. Otras razones pueden ser una importante heterogeneidad entre las condiciones de los países que no logren ser capturadas en el ejercicio y la capacidad del sistema bancario para absorber por determinado tiempo mayores costos, lo que podría implicar un efecto rezagado.

Además, el índice regional de condiciones bancarias estimado sugiere que estas se han mantenido estables en los últimos años. En el Gráfico 3.5 se muestran los índices de condiciones bancarias estimados para cada país.

GRÁFICO 3.4 Índice regional de condiciones bancarias de CARD

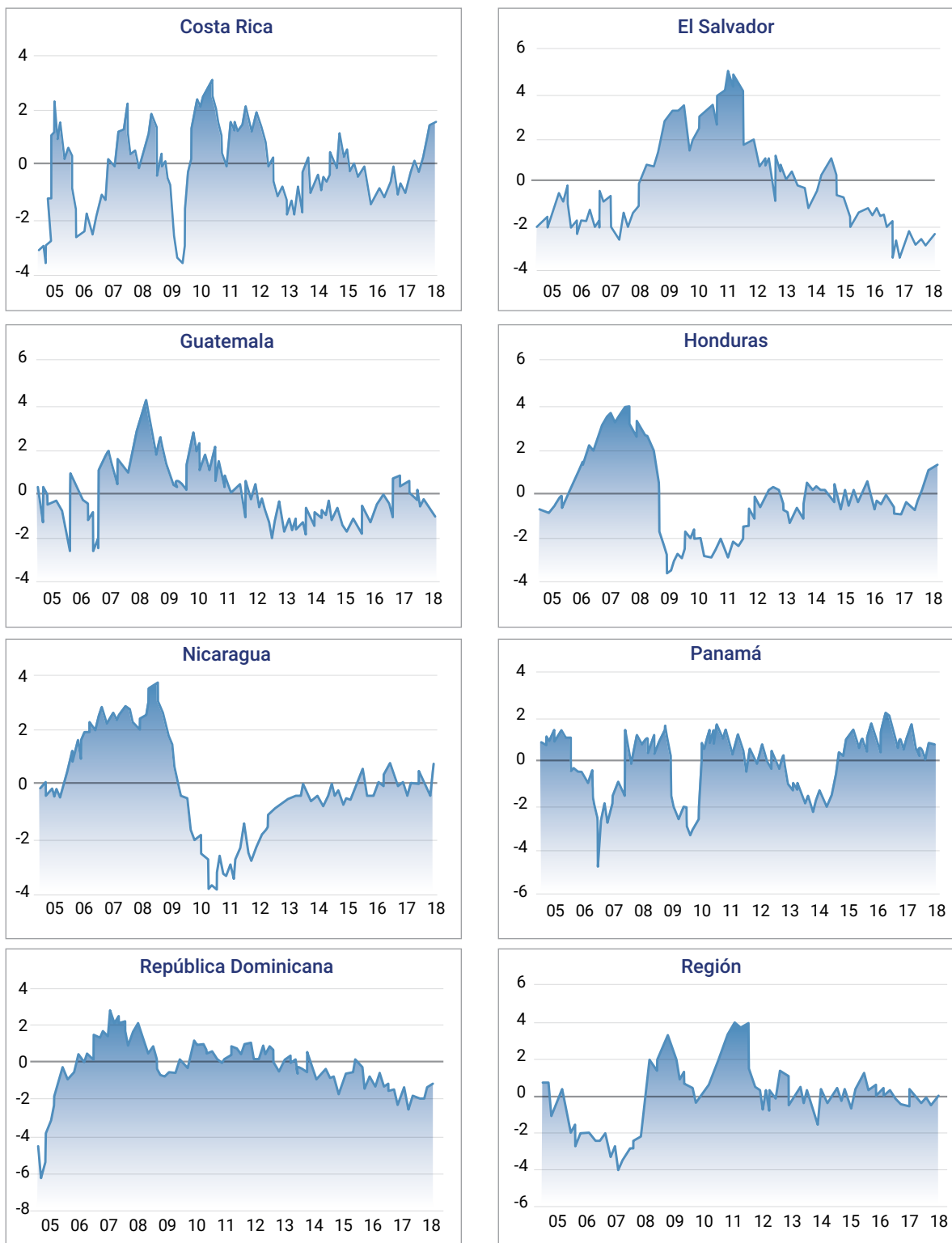


36 Las relaciones dinámicas entre los índices bancarios y el índice macroeconómico están representadas por las funciones de impulso-respuesta del SVAR. Los indicadores bancarios estimados satisfacen las siguientes condiciones: un deterioro inesperado en las condiciones bancarias empeora el desempeño macroeconómico; mejoras inesperadas en el desempeño macroeconómico pueden mejorar o empeorar las condiciones bancarias, según sea el caso de cada país.

37 Es importante señalar que este análisis está basado en índices que contienen estrictamente información contable bancaria. Por tanto, quedan por fuera las repercusiones provenientes del comportamiento de los precios del mercado inmobiliario, el mercado accionario o el mercado de deuda de los países. Esto se debe a que, en la región, esta información es generalmente de difícil disponibilidad.

38 Se utilizaron como proxys de las tasas de interés en Estados Unidos la shadow rate —estimada por Leo Krippner y disponible en el sitio web de la Reserva Federal de Nueva Zelanda— y alternativamente, la tasa de rendimiento del bono del tesoro a diez años.

GRÁFICO 3.5 | Índices de condiciones bancarias por país



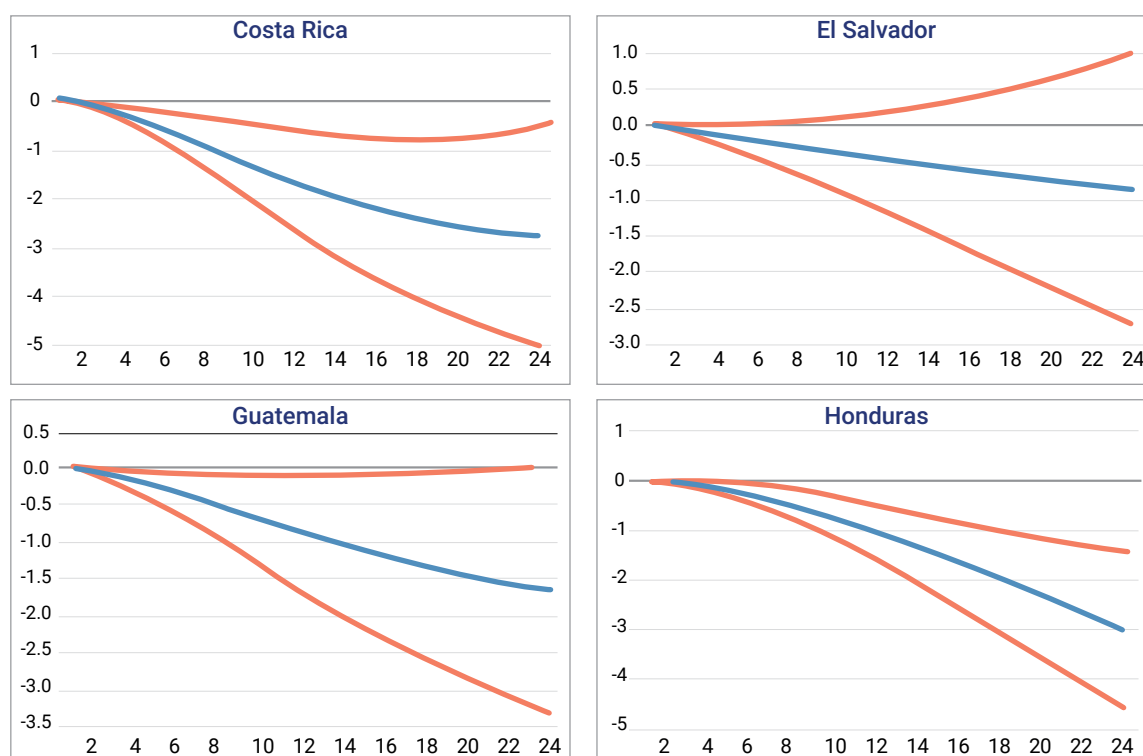
Fuente: cálculos propios. Valores por arriba (abajo) de cero del índice indican un deterioro (mejora) de las condiciones respecto al promedio del período.

Las mayores fluctuaciones de los índices de condiciones bancarias se observan desde el inicio de la muestra hasta aproximadamente finales del 2012. Estas fluctuaciones tienden a reflejar los importantes cambios en el desempeño macroeconómico que también se observaron entre 2005 y 2012. Después de 2013, la mayoría de los países de la región han mantenido o mejorado sus condiciones bancarias. Destacan El Salvador y República Dominicana como los países con mayores mejoras. En estos casos, el fortalecimiento bancario es atribuible al mejor desempeño macroeconómico debido a la reducción del déficit externo y el fiscal. Los países con algún detrimento han sido Panamá, y más recientemente Costa Rica y Honduras. En Panamá y Costa Rica, el deterioro de las condiciones bancarias se asocia a un menor crecimiento de los depósitos y el crédito, mayores porciones de cartera vencida, menores provisiones y menor rentabilidad. En Honduras, el leve desmejoramiento de las condiciones se

relaciona con un mayor apalancamiento por el crecimiento del crédito, menor liquidez y un menor margen financiero³⁹. Sin embargo, estos aumentos en los índices no parecieran ser de magnitud considerable. El diagnóstico para CARD es que las condiciones bancarias se han mantenido estables desde el 2013⁴⁰.

Por otra parte, en el Gráfico 3.6 se observa que el deterioro en las condiciones bancarias siempre desmejora el desempeño macroeconómico. Sin embargo, también existe un alto grado de heterogeneidad en la región en términos de la magnitud de estos impactos. El análisis sugiere que un deterioro inesperado en las condiciones bancarias generaría mayores repercusiones en Costa Rica, Honduras y República Dominicana. En CARD, no obstante, los impactos tienden a ser escasos (estadísticamente poco significativos) y de corta duración.

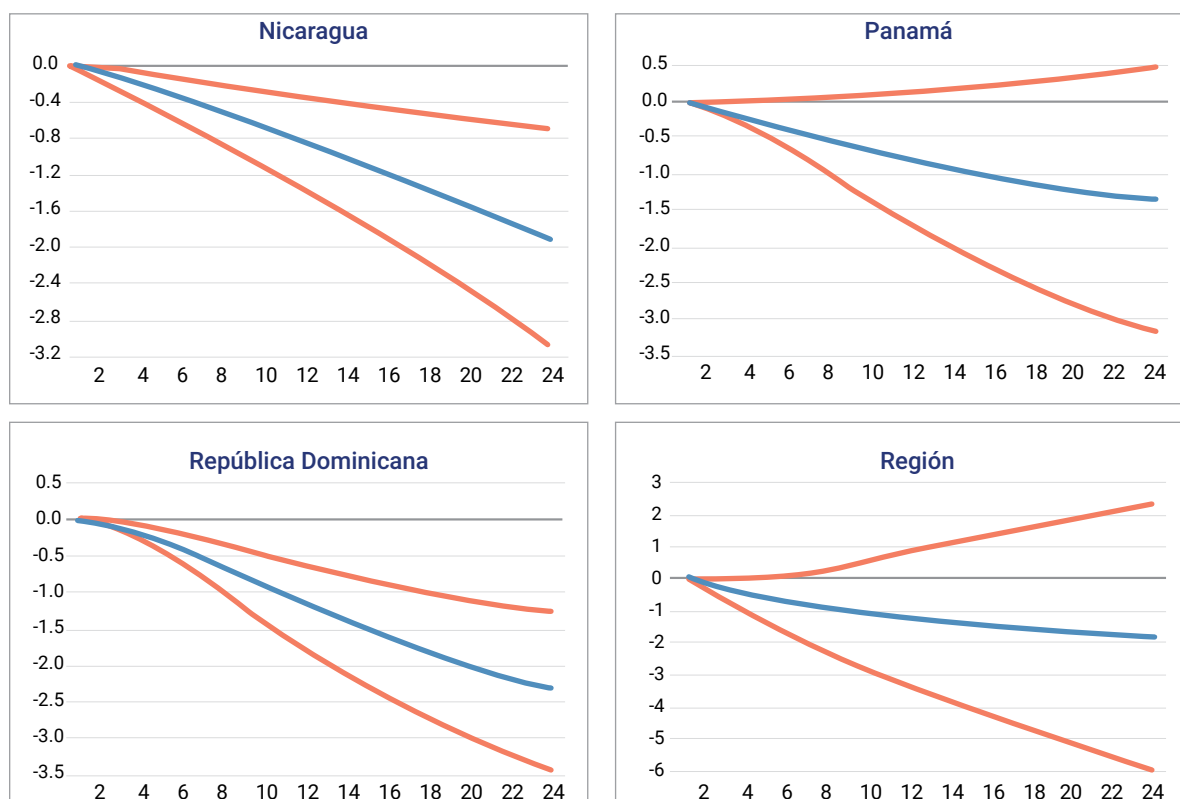
GRÁFICO 3.6 | Impactos sobre el desempeño macroeconómico
(impulso-respuesta acumulada para 24 meses) de un deterioro en el índice
de condiciones bancarias (en una unidad estándar)



39 Este escenario se relaciona teóricamente con la posibilidad de que la expansión de crédito en un período de expansión económica conduzca a una reducción de los estándares crediticios que aumente los factores de riesgo futuros de la gestión bancaria y que termine por deteriorar las condiciones bancarias. Esta posibilidad se incorpora en la estimación de los índices al permitir que la repercusión del desempeño económico sobre las condiciones bancarias pueda ser favorable o desfavorable.

40 Vale la pena mencionar que los datos utilizados en este análisis son hasta mayo de 2018, por lo que los comportamientos posteriores no se capturan, haciendo necesario su seguimiento a través del tiempo.

GRÁFICO 3.6 Impactos sobre el desempeño macroeconómico (impulso-respuesta acumulada para 24 meses) de un deterioro en el índice de condiciones bancarias (en una unidad estándar)



Fuente: cálculos propios.

Notas: la línea azul indica el estimado y las líneas naranja representan las bandas de confianza.

CONSIDERACIONES FINALES

A partir del 2013, la Reserva Federal de Estados Unidos inició el proceso de reversión de la política monetaria no convencional. A finales del 2015, comenzó la normalización de la tasa de interés monetaria con la señalización de un ciclo de alzas que ha proseguido desde entonces.

A pesar de la heterogeneidad entre los países de la región, también a partir del 2013, el desempeño macroeconómico regional se ha mantenido relativamente estable. A partir del 2017, el aumento en el precio internacional del petróleo ha generado un ligero deterioro en las cuentas externas, y en algunos casos se ha registrado una ampliación del déficit fiscal. Por otro lado, las condiciones bancarias —medidas a través de los índices sintéticos

construidos— han mejorado o se han mantenido estables en la mayoría de los países. A nivel regional, la estabilidad de las condiciones bancarias parece explicarse por la relativa estabilidad del índice de desempeño macroeconómico.

Ambos diagnósticos apuntan a señalar que los cambios en la política monetaria estadounidense no han tenido hasta el momento repercusiones visibles sobre el ámbito macroeconómico y bancario en la región. Sin embargo, es importante seguir monitoreando las condiciones bancarias y los cambios que puedan ocurrir debido a la reducción de la liquidez en moneda extranjera o al debilitamiento del desempeño macroeconómico, en especial en el contexto de la reducción del balance de la Reserva Federal, el alza continua de tasas en Estados Unidos, y probablemente la normalización monetaria que también tendrá lugar en Europa.

ANEXO 3.1 | Construcción del índice de desempeño macroeconómico

La estimación del índice de desempeño macroeconómico toma elementos básicos de la metodología de Eickmeier et al. (2014), pero adaptándola a los objetivos de este estudio. El procedimiento usado por estos autores muestra cómo combinar —identificar— un conjunto de componentes principales para crear un indicador sintético que satisfaga algunas propiedades de comportamiento⁴¹.

El procedimiento usado para construir el índice de desempeño es el siguiente. Defina X como el conjunto de M variables macroeconómicas estandarizadas de dimensión T , y F^M como el conjunto de los primeros m componentes principales de X , siendo $m < M$. Sea X_t un vector de variables de dimensión $M \times 1$; F_t^M el vector $1 \times m$ de los componentes principales escogidos; Q^M una matriz de rotación $m \times m$, la cual satisface: $Q^M Q^{M'} = Q^{M'} Q^M = I$. El vector columna q^1 es el primero de la matriz Q^M . Para $t=1,2,\dots,T$, el índice de desempeño macroeconómico (IM) satisface la siguiente ecuación:

$$X_t = \gamma IM_t + \zeta_t$$

donde $IM_t \equiv F_t^M q^1$, ζ_t es el vector $M \times 1$ de errores idiosincráticos y γ es un vector de coeficientes $M \times 1$ que relaciona las variables macroeconómicas con el índice no-observable IM . Algunos elementos del vector γ deben satisfacer ciertas restricciones de signo, es decir, algunos $\gamma_i \geq 0$. Debido a que el índice IM es una combinación lineal de los componentes principales de las variables macroeconómicas, encontrar un vector q^M que satisfaga las restricciones de signo en γ es equivalente a encontrar la rotación de componentes que haga que IM se comporte de la manera esperada. De esta forma, el índice IM adquiere las propiedades requeridas para poder capturar el desempeño macroeconómico de la forma preestablecida⁴².

Debido a que existen numerosos vectores q^M que satisfacen las restricciones impuestas sobre γ , cada vector genera un indicador IM diferente. Esto indica que existe incertidumbre o sobreidentificación en la estimación de IM . El indicador IM que proporcionamos es el estimador mediano de todos los posibles indicadores que satisfacen las restricciones sobre γ .

41 Eickmeier et al. (2014) construyen un índice de condiciones de liquidez global basados en la combinación de componentes principales de variables de cantidad y precios de liquidez globales.

42 En Eickmeier et al. (2014), los autores previamente limpian o "controlan" por el efecto que las variables macroeconómicas puedan tener sobre las variables de crédito, monetarias y financieras con las que calculan los componentes principales. En nuestro caso, no aplicamos ningún procedimiento para controlar por la endogeneidad entre las variables macroeconómicas y las bancarias debido a que esta relación es considerada posteriormente en la estimación de los índices bancarios a través del modelo SVAR.

ANEXO 3.2 | Construcción de los índices de condiciones bancarias

Para cada país, construimos dos potenciales índices de condiciones bancarias: el índice de condiciones procíclicas (*ICP*) y el índice de condiciones contra cíclicas (*ICC*). Mientras que el primer índice recoge el deterioro de las condiciones bancarias cuando el desempeño macroeconómico desmejora, el segundo describe las condiciones que empeoran cuando los países tienen un mejor desempeño macroeconómico. Para el análisis, escogemos el índice (*ICP* o *ICC*) que tiene el mayor impacto sobre el desempeño macroeconómico. A continuación describimos la construcción de los índices *ICP* e *ICC*⁴³.

Sea W el conjunto de N variables bancarias estandarizadas de dimensión T y F^F el conjunto de los primeros f componentes principales de W , siendo $f < N$. Defina W_t como un vector $N \times 1$ de variables; F_t^F un vector $1 \times f$ de los componentes principales escogidos; Q^F es la matriz de rotación $f \times f$, la cual satisface: $Q^{F'}Q^F = Q^FQ^{F'} = I^{44}$. Denote los primeros dos vectores-columna de la matriz Q^F , como q^1 y q^2 respectivamente, los cuales representan potenciales combinaciones lineales de los componentes principales en F^F . Los índices de interés se definen como $ICP_t \equiv F_t^F q^1$ e $ICC_t \equiv F_t^F q^2$. Para $t=1,2,\dots,T$, la dinámica de las variables e indicadores bancarios se resume en el siguiente modelo:

$$W_t = \alpha ICP_t + \beta ICC_t + \xi_t \quad (2)$$

$$V^{-1} \begin{bmatrix} IM_t \\ ICP_t \\ ICC_t \end{bmatrix} = \Gamma_1 \begin{bmatrix} IM_{t-1} \\ ICP_{t-1} \\ ICC_{t-1} \end{bmatrix} + \dots + \Gamma_p \begin{bmatrix} IM_{t-p} \\ ICP_{t-p} \\ ICC_{t-p} \end{bmatrix} + \epsilon_t \quad (3)$$

donde $ICP_t \equiv F_t^F q^1$ and $ICC_t \equiv F_t^F q^2$ son los índices sintéticos no-observables que capturan las condiciones bancarias; α y β son vectores de parámetros $N \times 1$; e IM es el índice de desempeño macroeconómico. La ecuación: $W_t = \alpha ICP_t + \beta ICC_t + \xi_t$ asemeja a la ecuación de factores en los modelos factoriales dinámicos que explica gran parte de la variabilidad de las variables bancarias a través de los índices no-observables. Los coeficientes α y β son análogos a los cargas de los factores y relacionan las variables bancarias con los índices de interés. Estos coeficientes no solo representan el comovimiento entre índices y variables, sino también la importancia que las variables tienen en la explicación de los índices. El vector ξ_t contiene los errores idiosincráticos (débilmente correlacionados) de las variables financieras, que pueden ser interpretados como ruido financiero.

Debido a que los índices bancarios (*ICP* e *ICC*) e *IM* son mutuamente endógenos, su dinámica se representa a través de un SVAR en la ecuación (3). Las matrices V y Γ representan los parámetros estructurales del sistema y el vector ϵ_t contiene los errores estructurales, los cuales por definición son ortogonales y tienen la misma varianza. El SVAR(p) tiene también una representación en forma reducida:

$$Z_t = A Z_{t-1} + e_t \quad (4)$$

43 Una aplicación detallada de esta metodología para Venezuela se encuentra en el trabajo de Guarata y Pagliacci (2017).

44 Rubio-Ramírez *et al.* (2010) usan una matriz similar a Q para implementar las restricciones de signo para la identificación de choques estructurales en un modelo SVAR.

donde Z_t contiene el arreglo requerido $Z_t = A Z_{t-1} + e_t$ empóranas y rezagadas de (3), e_t es el vector de errores de la forma reducida con matriz de varianzas y covarianzas Σ . Las funciones de impulso-respuesta del SVAR en el horizonte h se pueden escribir como:

$$SIR(h) = A^{h-1} V \quad \text{for } h = 1, \dots, T \quad (5)$$

donde:

$$SIR(1) = V \equiv \begin{bmatrix} \frac{\partial IM}{\partial \epsilon_1} & \frac{\partial IM}{\partial \epsilon_2} & \frac{\partial IM}{\partial \epsilon_3} \\ \frac{\partial ICP}{\partial \epsilon_1} & \frac{\partial ICP}{\partial \epsilon_2} & \frac{\partial ICP}{\partial \epsilon_3} \\ \frac{\partial ICC}{\partial \epsilon_1} & \frac{\partial ICC}{\partial \epsilon_2} & \frac{\partial ICC}{\partial \epsilon_3} \end{bmatrix} \quad (6)$$

La matriz V representa los efectos contemporáneos de los choques estructurales. Los errores estructurales están relacionados con los errores de la forma reducida a través de V , siendo $e_t = V \epsilon_t$ y $E(e_t e_t') = VV' = \Sigma$.

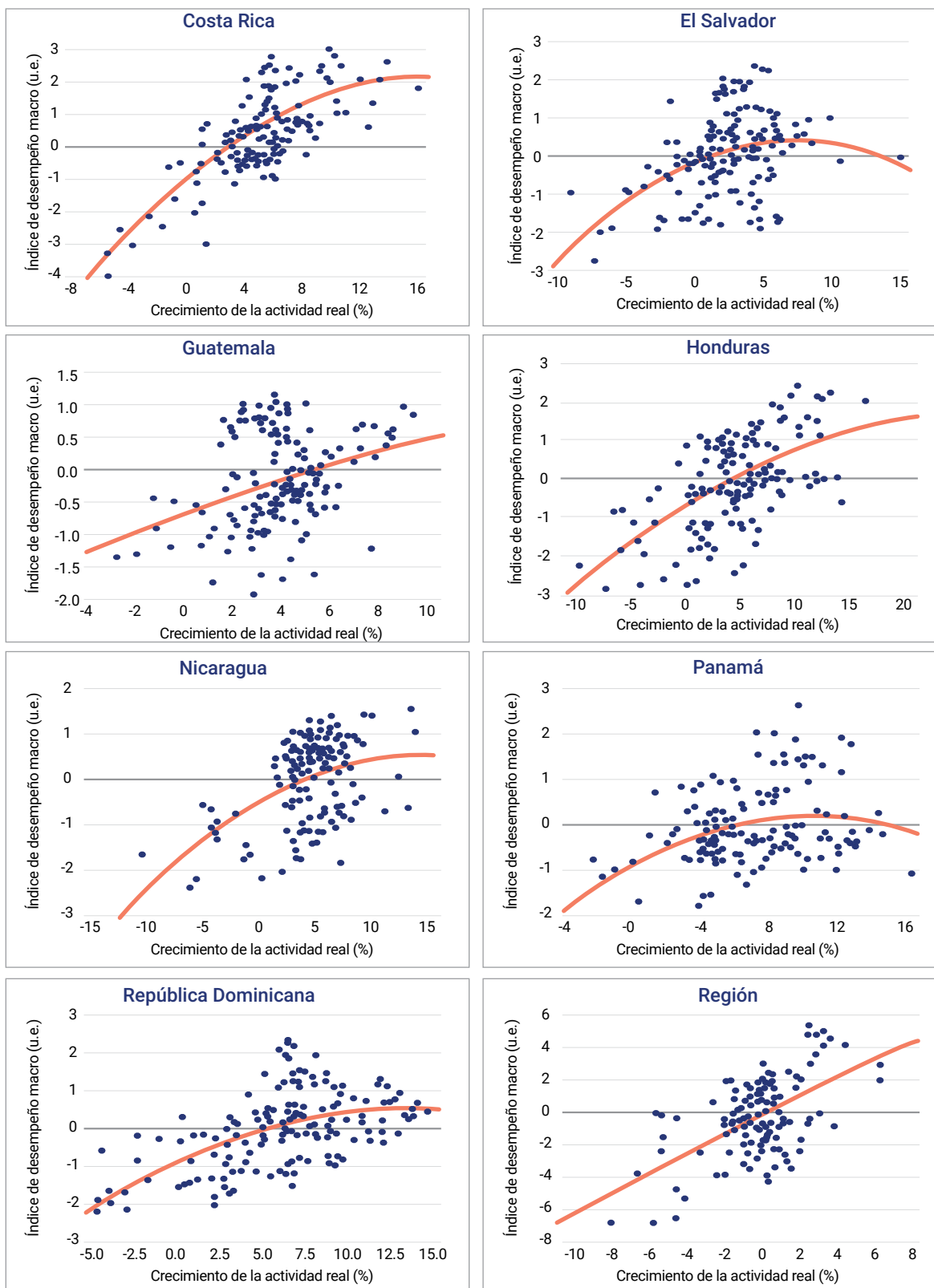
La estimación –identificación– de los índices bancarios (ICP e ICC) se obtiene imponiendo restricciones de cero y de signo a los elementos de V . Esto significa que, los regresores del SVAR (ICP e ICC) son seleccionados –los componentes de F^F son rotados– hasta que todas las restricciones sean satisfechas. Las restricciones impuestas son:

- a) $\frac{\partial MS}{\partial \epsilon_2}, \frac{\partial MS}{\partial \epsilon_3} \leq 0$: Este supuesto indica que deterioros inesperados en las condiciones bancarias (generadas dentro del propio sistema bancario) van a desmejorar el desempeño macroeconómico. Estos supuestos también aseguran que cualquier incremento en ICP o ICC pueda ser interpretado como peores condiciones bancarias.
- b) $\frac{\partial ICP}{\partial \epsilon_1} \leq 0, \frac{\partial ICC}{\partial \epsilon_1} \geq 0$: Este supuesto es el que diferencia a ICP de ICC . Impone que las mejoras inesperadas en el desempeño macroeconómico van a mejorar las condiciones bancarias capturadas por ICP , pero van a empeorar las condiciones recogidas en ICC .
- c) $\frac{\partial ICP}{\partial \epsilon_3}, \frac{\partial ICC}{\partial \epsilon_2} = 0$: Si bien este supuesto no es crucial para la identificación de los índices bancarios, impone que las innovaciones en cada uno de ellos no afecte contemporáneamente al otro índice.

Debido a que en el proceso de estimación los índices bancarios ICP e ICC están sobreidentificados, los índices finales representan la mediana de todos los índices que satisfacen adecuadamente las restricciones impuestas.

La selección del índice bancario que sirve de análisis para cada uno de los países y la región se realiza según la descomposición de varianzas del SVAR (ecuación 3), el cual es reestimado con los índices finales. Se escoge aquel índice (ICP o ICC) cuyas innovaciones tienen mayor impacto sobre el desempeño macroeconómico.

ANEXO 3.3 | Relación entre los índices macroeconómicos y el crecimiento de la actividad real



Fuente: cálculos propios. u.e. se refiere a unidades estandarizadas en relación al promedio del período de estudio.

4

CAPÍTULO

INVERSIÓN EXTRANJERA

DIRECTA Y LA ESTABILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LA REGIÓN

se ha mantenido a pesar del entorno
desfavorable

En el marco de la reducción de la tasa de impuestos a los ingresos corporativos y la reversión de la liquidez en Estados Unidos, la volatilidad en los mercados financieros aumentó en 2018. Por ejemplo, en febrero de 2018, el índice de volatilidad VIX⁴⁵ se incrementó en más de 100% ante la incertidumbre sobre una posible corrección en los mercados accionarios en Estados Unidos. Ello se debió a los precios históricamente altos, la incertidumbre geopolítica global y el alza de tasas monetarias en proceso. Después de algunos meses de estabilidad en este indicador,

en los meses de octubre y noviembre, la volatilidad regresó ante la renovada percepción de alzas en las tasas de interés de EE. UU. Esta percepción podría incentivar un reajuste en las carteras de inversión para reducir el peso de activos de mayor riesgo, como los mercados accionarios y los mercados emergentes en favor de la deuda soberana de este país. Los mercados emergentes están expuestos a través de inversión de cartera y de inversión directa. CARD es una región abierta al comercio, la inversión y el financiamiento externo, con lo que podría estar expuesta a través de estos canales⁴⁶.

GRÁFICO 4.1 Índice de volatilidad VIX



45 Indicador que mide la expectativa de volatilidad del mercado a través de las opciones sobre las acciones del Standard and Poor's 500.

46 Otro canal posible es el bancario, que se analizó en el capítulo anterior.

Se estima que el canal real de la región (por ejemplo, a través del comercio y las remesas) con la economía de Estados Unidos es más importante que el canal financiero⁴⁷. Esto sugiere que la fortaleza del ciclo económico de Estados Unidos podría compensar los efectos de la subida de tasas en aquel país y un mayor coste de financiamiento. En relación con los flujos financieros, el presente capítulo profundiza en la inversión extranjera directa y el mercado de deuda soberana.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

En cuanto a la inversión extranjera directa (IED), se observa que su monto relativo es sustancial en la región con niveles anuales en torno al 4,0% del PIB, lo que se compara favorablemente con América Latina y el Caribe que registra niveles en torno al 2,5% del PIB por año. De esta manera, la IED permite financiar el déficit de bienes y servicios de la región con el exterior.

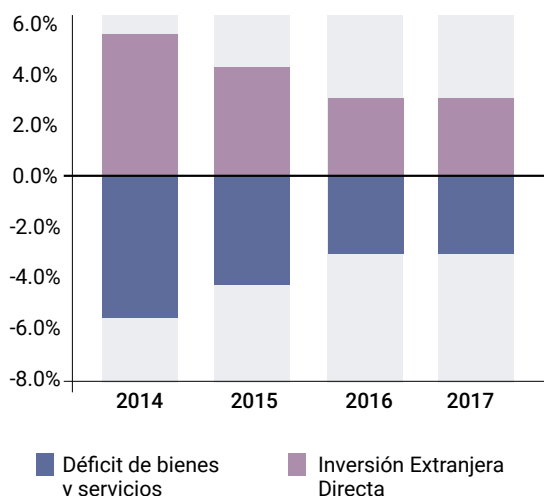
La IED usualmente se divide en nuevas inversiones, reinversión de utilidades e instrumentos de deuda y

otro capital⁴⁸. Esta desagregación permite observar que en la región, la IED se mantiene apoyada por la reinversión de utilidades, que ha venido aumentando su proporción dentro del total. Por lo tanto, las inversiones en los años previos han venido generando retornos y una proporción de ellos se viene reinvertiendo en la propia economía. En relación con las nuevas inversiones, se observa que han perdido un peso importante, mientras que los instrumentos de deuda y capital son los de menor peso y han mantenido cierta estabilidad.

Si bien es favorable que el monto de utilidades que las empresas provenientes del exterior reinvierten en la región haya venido creciendo, es importante destacar que no existe información pública sobre su destino ni estudios sobre su grado de estabilidad.

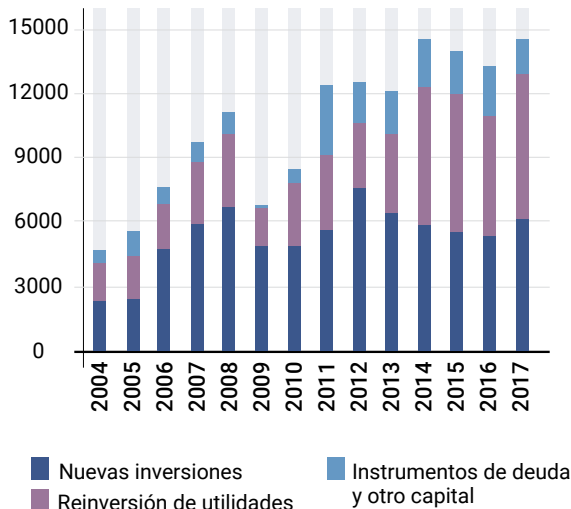
Ante el importante cambio en la composición de la IED en la región en los últimos años, es relevante conocer qué puede estar detrás de este cambio. Con este fin se presenta en esta sección un análisis de los determinantes de los componentes de la IED en la región. Este análisis permite además evaluar de mejor manera los riesgos que enfrenta la región en este rubro en el contexto actual.

GRÁFICO 4.2 Déficit de bienes y servicios e IED en CARD (% del PIB)



Fuente: CID/BID con datos del FMI.

GRÁFICO 4.3 IED por componentes en CARD (millones de dólares)



Fuente: CID/BID con datos de bancos centrales y ministerios de finanzas.

47 Esto sobre la base del importante efecto que se estima tiene sobre el crecimiento del PIB regional el crecimiento del PIB de EE. UU., además del efecto menor que se obtiene de la aversión al riesgo (BID, 2018).

48 En esta sección, se registran los préstamos y otras operaciones entre compañías, por ejemplo, entre la matriz y la subsidiaria.

Existe una importante cantidad de literatura sobre los factores que llevan a las empresas transnacionales (ETN) a invertir en los países receptores. Estos factores se pueden dividir de la siguiente manera:

- Económicos: condiciones macroeconómicas del país receptor o características específicas de los sectores receptores (Boateng *et al.*, 2015). También se suele considerar el impacto del acervo de inversiones externas de la economía (Sánchez-Martín *et al.*, 2014).
- Institucionales: condiciones que describen la estabilidad política, el estado de las instituciones democráticas, la calidad y la efectividad del marco legal y el control de la corrupción. También se ha estudiado la proximidad cultural entre los países inversores y receptores (Lucke y Eichler, 2017).
- Externos: destaca el grado de apertura, la vulnerabilidad externa y la competencia por recursos en los mercados globales.

Otra parte de la literatura intenta discriminar entre los componentes de la IED, aludiendo a las diferencias en los procesos de decisión de las ETN⁴⁹. Se suele considerar que en tanto las nuevas inversiones implican una evaluación multidimensional del país receptor, la reinversión representa una decisión marginal que puede estar más afectada por condiciones económicas coyunturales del país receptor.

En concreto, se estudian los determinantes de la IED en la región y sus dos principales componentes —nuevas inversiones y reinversión de utilidades— como porcentaje del PIB. La metodología consiste en un análisis econométrico de panel⁵⁰ que incluye variables correspondientes a los factores mencionados previamente (económicos, institucionales y externos). Los determinantes evaluados específicamente son:

- Económicos: se capturan diversos aspectos de las condiciones macroeconómicas a través del índice de desempeño sintético presentado en el

capítulo anterior. Asimismo, se evalúa el efecto del acervo de inversiones externas (estimado por UNCTAD).

- Institucionales: se analizan separadamente diferentes aspectos del marco institucional, como las condiciones para hacer negocios, la calidad de la regulación, los indicadores de gobernanza y el índice de libertad económica⁵¹.
- Externos: se evalúan el grado de apertura del país y su vulnerabilidad externa a través del indicador de deuda externa como porcentaje de las reservas internacionales. También se consideran las condiciones de los mercados internacionales a través del cambio en las tasas soberanas a 10 años en EE. UU. y el índice VIX como medida de incertidumbre.

Los resultados de las estimaciones de cada uno de los componentes se presentan en el Anexo 4.1. Las estimaciones muestran que la IED total en la región responde de la forma esperada y de manera significativa a factores de diversa naturaleza (económicos, institucionales y externos). Un mejor desempeño macroeconómico y un entorno regulatorio de mayor calidad atraen inversión. Las condiciones externas son también importantes. Una mayor apertura atrae mayor inversión, pero una mayor vulnerabilidad causada por un endeudamiento excesivo puede reducirla. Una mayor incertidumbre y tasas de interés en los mercados internacionales afectan negativamente las inversiones de las ETN. En la mayoría de los países, la importante acumulación de acervo de capital externo actúa negativamente sobre los nuevos flujos de inversión. Esto pudiera representar rendimientos decrecientes para las nuevas inversiones o limitaciones de escala en los mercados locales, entre otros factores.

Cabe señalar que las nuevas inversiones y la reinversión de utilidades responden de manera diferenciada a los determinantes. Mientras las decisiones de realizar nuevas inversiones están influenciadas por los diversos tipos de factores —económicos, institucionales y externos—, las reinversiones solamente están afectadas por el

49 Por ejemplo, Polat (2017) encuentra que la reinversión está relacionada positivamente con el menor riesgo político, crecimiento del PIB y confianza del consumidor, y negativamente con el riesgo de retraso en los pagos de repatriación. Por otra parte, Lundan (2006) señala que entre los determinantes se encuentran variables macroeconómicas, como el crecimiento del PIB y tipos de cambio, además de los sistemas de gobierno corporativo, el tratamiento fiscal a los ingresos repatriados y el uso de la política de dividendos como medio de control de la administración.

50 Estimación de panel con efectos fijos por país y corrigiendo por correlación de la parte no explicada de las inversiones (errores de la estimación) entre los países. Esto último considerando la posibilidad de efectos comunes no observables entre los países. Véase el Anexo 4.1 para un mayor detalle de la metodología y los resultados.

51 Las fuentes de estos índices son el Banco Mundial y el Heritage Center.

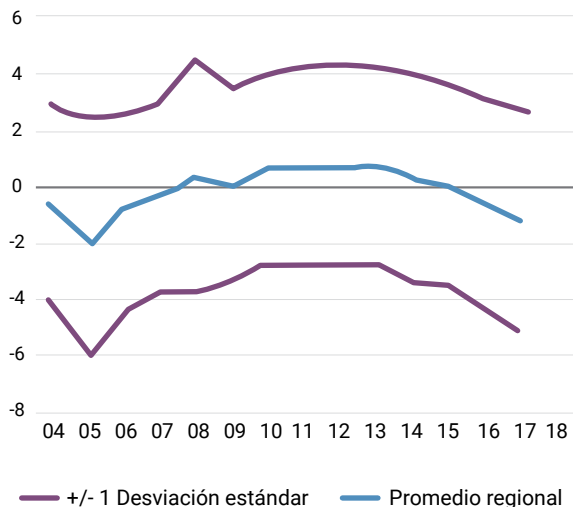
desempeño macroeconómico del receptor y la incertidumbre en los mercados internacionales.

La identificación de los determinantes y su comportamiento reciente sugieren que el comportamiento favorable de las reinversiones pareciera estar asociado a la relativa estabilidad del desempeño macroeconómico desde 2015 y la reducción de la incertidumbre en los mercados internacionales hasta 2017. La desaceleración de las nuevas inversiones se puede asociar a menos comercio⁵² y la menor calidad de la regulación que en promedio se ha observado en la región⁵³. Se estima que el incremento de las tasas de los bonos del tesoro de EE. UU. en 2017 también contribuye a una desaceleración de las nuevas inversiones. Hacia adelante, la reducción en la tasa impositiva a los ingresos corporativos en diciembre de 2017 en Estados Unidos podría también representar un menor incentivo para las nuevas inversiones.

En relación con la calidad de la regulación, la región parece rezagarse. En la ejecución de contratos, otro elemento asociado a la inversión, la región se sitúa por debajo del promedio de América Latina.

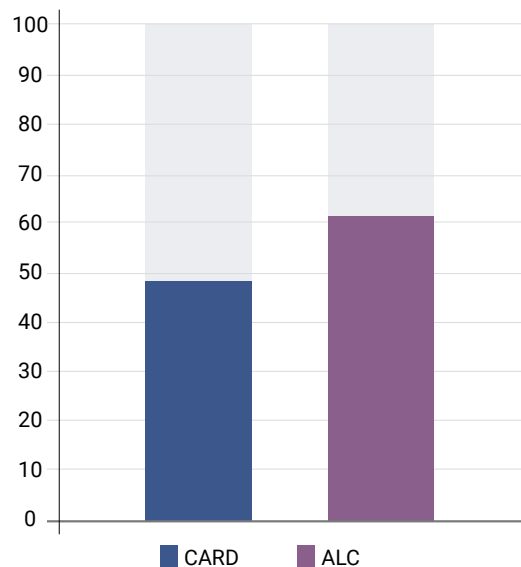
En el contexto de un entorno externo adverso —de menor liquidez en los mercados globales, mayor competencia por los recursos financieros internacionales y potencialmente mayor incertidumbre—, es importante que la región continúe tomando medidas para promover la inversión nacional y extranjera, con énfasis en aquellas bajo el control más inmediato de los responsables de la implementación de políticas como la calidad del entorno regulatorio. Además es necesario que mantenga un desempeño macroeconómico favorable, es decir, con crecimiento e inflación estables y límites a los desbalances externos y fiscales.

GRÁFICO 4.4 Índice de calidad de la regulación



Fuente: Indicadores de gobernanza del Banco Mundial. Este indicador captura la percepción sobre la habilidad del gobierno para formular e implementar políticas y regulaciones que promuevan al sector privado. Incluye entre otras cosas: la facilidad para iniciar un negocio, barreras de entradas a los mercados, eficiencia de la regulación de la competencia y la carga regulatoria.

GRÁFICO 4.5 Índice de ejecución de contratos en 2018 (100=frontera)



Fuente: CID/BID con datos del Doing Business. ALC se refiere a América Latina y el Caribe.

52 Las exportaciones más importaciones como porcentaje del PIB se redujeron en la región de niveles superiores al 90% en 2012 a niveles cercanos a 70% en 2017.

53 Es importante considerar que entre los indicadores de calidad de la regulación, varios de ellos están relacionados con la percepción de distintos agentes económicos sobre la aplicación de la normatividad, con lo que la percepción tiene un peso relevante en el comportamiento de la variable.

MERCADOS FINANCIEROS

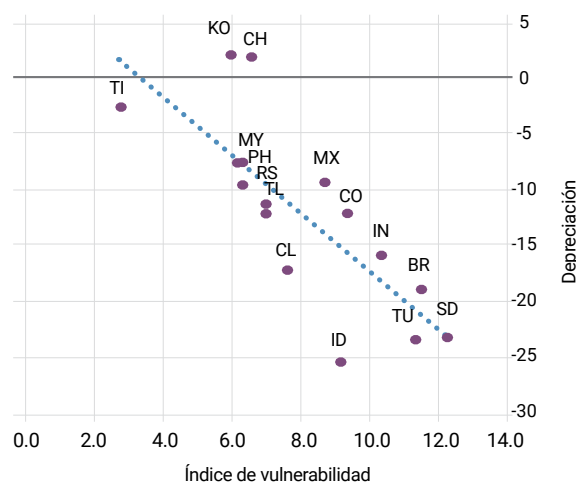
Con el fin de analizar los posibles efectos a través de los mercados financieros, vale la pena evaluar el comportamiento que estos tuvieron cuando se dieron las primeras señales del inicio de la normalización monetaria, en concreto, a partir del mes de mayo de 2013, momento en que la Reserva Federal de los Estados Unidos comunicó que comenzaría a reducir en los siguientes meses el tamaño de su balance, lo que se denominó el período del *tapering*⁵⁴. En este período se registraron depreciaciones cambiarias y mayores tasas soberanas en las Economías de Mercados Emergentes (EME, por sus siglas en inglés). En este caso, las economías con las mayores depreciaciones fueron aquellas con las mayores vulnerabilidades económicas. Esto se constató a partir de que se replicara un estudio de la FED (2014), que calcula un índice de vulnerabilidad económica, utilizando las siguientes variables: (1) cuenta corriente como porcentaje del PIB, (2) deuda pública bruta como porcentaje del PIB, (3) inflación promedio anual en los últimos tres años, (4) cambio en los últimos cinco años del crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB, (5) relación

entre la deuda externa total y las exportaciones anuales, y (6) reservas internacionales de divisas como porcentaje del PIB.

Vale la pena señalar que al incluir a los países de la región en el presente análisis, se observa que estos registraron menores depreciaciones cambiarias en el período en relación con los países emergentes analizados y con su índice de vulnerabilidad. Ello sugiere que estas economías cuentan con elementos que las hicieron menos susceptibles a esta percepción de reducción de liquidez externa, como podrían ser los amplios flujos de remesas que además aumentaron a medida que la economía estadounidense mejoraba.

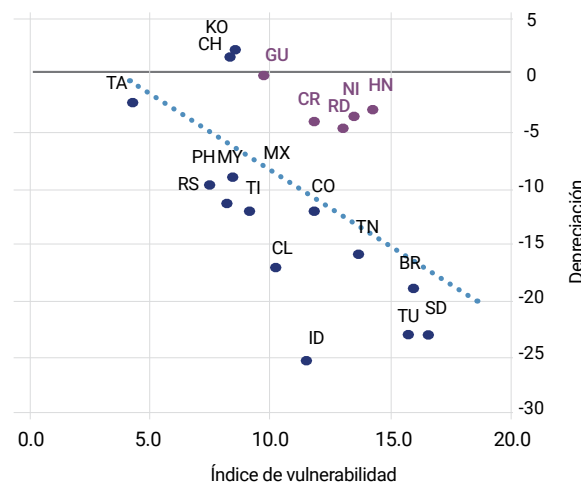
En cuanto a los mercados de deuda gubernamental, se tiene que en el inicio del *tapering* (mayo de 2013) y de la normalización de la tasa monetaria (diciembre de 2015), se produjeron en CARD aumentos temporales (aproximadamente de 3 meses de duración) en los rendimientos de los bonos soberanos. Después de diciembre de 2017, los rendimientos se han venido incrementando ligeramente. Si bien la tasa de rendimiento de los bonos soberanos de países emergentes ha tenido

GRÁFICO 4.6 Índice de vulnerabilidad económica y depreciación cambiaria entorno al *tapering*: EME



Fuente: CID/BID sobre la base de FED (2014). Cálculo del 30 de abril de 2013 al 6 de febrero de 2014.

GRÁFICO 4.7 Índice de vulnerabilidad económica y depreciación cambiaria entorno al *tapering*: EME y CARD



Fuente: CID/BID sobre la base de FED (2014). Cálculo del 30 de abril de 2013 al 6 de febrero de 2014.

54 Término utilizado para señalar la reducción del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

un comportamiento similar al de CARD, a partir de 2018, el aumento es más pronunciado en los EME que en promedio en CARD.

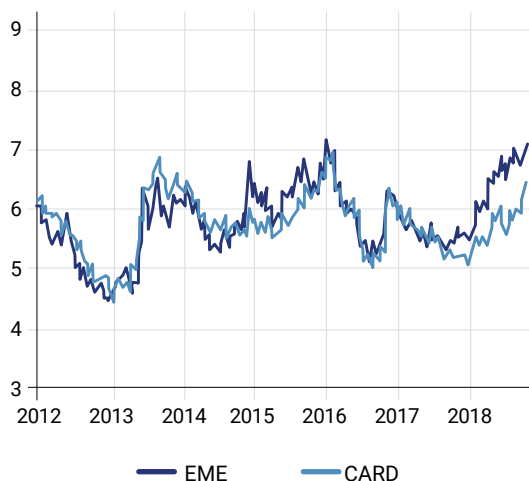
Vale la pena señalar que los datos indican que un mejor desempeño macroeconómico de la región⁵⁵ está asociado a menores tasas de rendimientos de los bonos soberanos en los mercados internacionales. Esto suele estar asociado a menores niveles de riesgo país.

En cuanto al desempeño macroeconómico de la región entre el momento del inicio del *tapering* y el inicio del ciclo de alzas de tasas en Estados Unidos, esto es, entre 2013 y 2016, CARD mejoró en sus variables económicas de cuentas externas e inflación. En buena medida, la cuenta corriente mejoró por los bajos precios internacionales del petróleo⁵⁶ que se transfieren a la gasolina que se importa y el aumento de remesas; y en menor medida, por las exportaciones. La inflación también se vio beneficiada por los bajos precios de la

gasolina y menores precios internacionales de los alimentos⁵⁷. Por su parte, algunos países mostraron un deterioro en indicadores fiscales como el déficit y la deuda públicos, ambos como porcentaje del PIB.

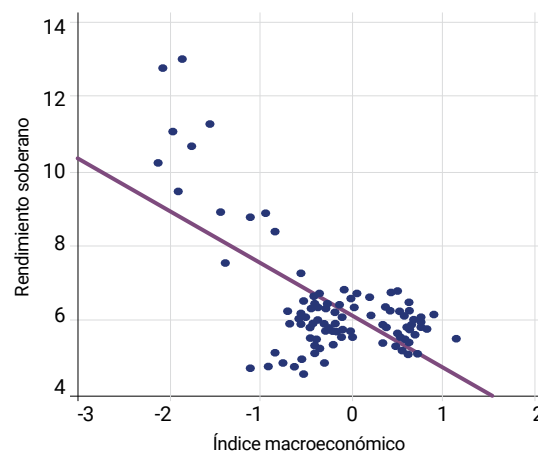
El saldo de la deuda soberana de la región está concentrado principalmente en deuda interna con 45% del total, en promedio. La deuda externa en mercados internacionales representa alrededor del 30% y el restante está dado por deuda externa no transada en mercados internacionales, por lo que provendría de préstamos bilaterales, multilaterales o de la banca comercial, entre otros. De lo anterior se desprende que la deuda soberana en los mercados internacionales es reducida, con lo que el grado de exposición de la región a la volatilidad financiera del exterior es limitada. Como excepción se observan Panamá, y en menor grado República Dominicana, que han tenido un mayor acceso a los mercados internacionales.

GRÁFICO 4.8 Tasa de rendimiento de los bonos soberanos de mercados emergentes y CARD



Fuente: CID/BID con datos de JPMorgan Bond Index. CARD: promedio simple.

GRÁFICO 4.9 Tasa de rendimiento soberano promedio versus índice macroeconómico promedio para CARD para el período septiembre 2008 a junio 2018



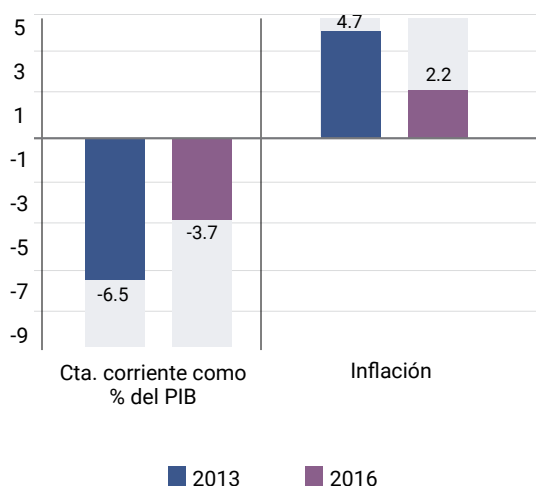
Fuente: cálculos propios.

⁵⁵ Medido a través del índice de desempeño macroeconómico presentado en el capítulo 3.

⁵⁶ El precio internacional del barril de petróleo West Texas Intermediate (WTI) se redujo 56% entre 2013 y 2016.

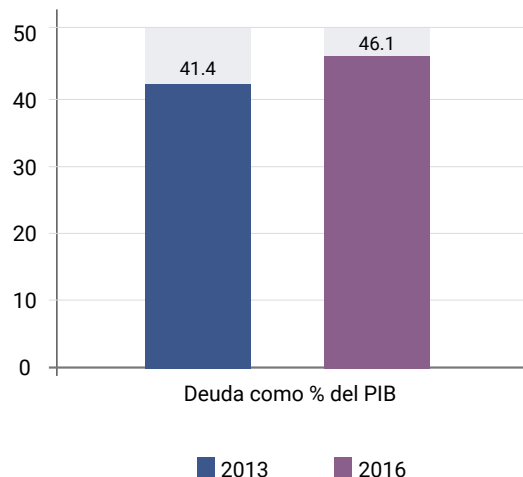
⁵⁷ El índice mundial de precios de productos alimentarios y agrícolas de Naciones Unidas registró una reducción de 24% entre 2013 y 2016.

GRÁFICO 4.10 Cuentas externas e inflación en CARD



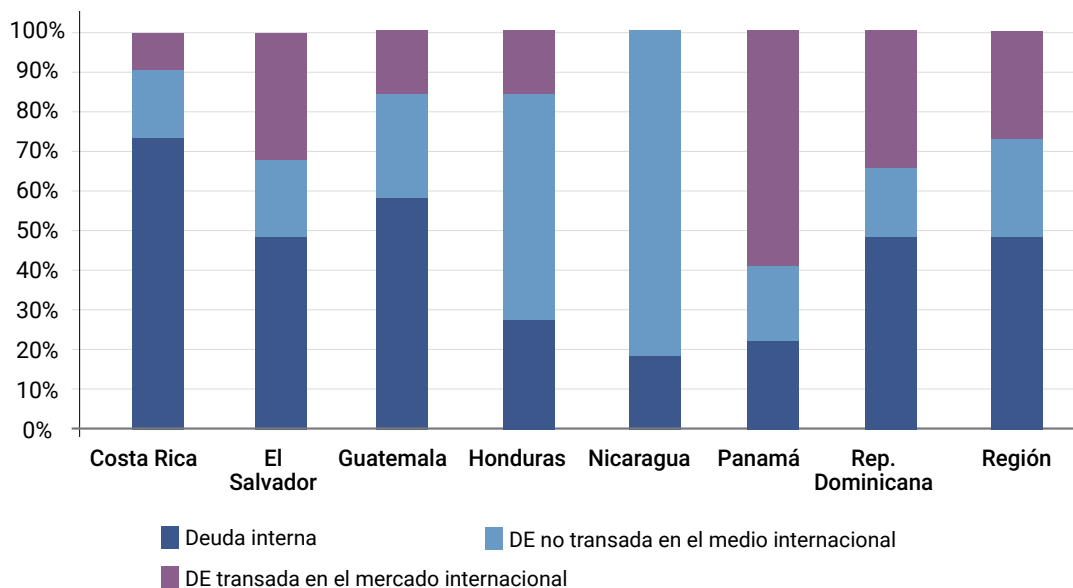
Fuente: elaboración de CID/BID con datos del FMI. Promedio simple.

GRÁFICO 4.11 Deuda soberana como porcentaje del PIB de CARD



Fuente: elaboración de CID/BID con datos del FMI. Promedio simple.

GRÁFICO 4.12 Composición del saldo de la deuda soberana para 2018 por tipo de deuda



Fuente: cálculos propios con datos del Consejo Monetario Centroamericano y BIS.
Nota: DE se refiere a Deuda Externa.

En cuanto a los tenedores de los valores del sector público de CARD, se observa que cerca del 50% del monto total está en manos del sector bancario y otras instituciones financieras residentes. Al sumar al sector privado no financiero y al sector público, se alcanza cerca del 70% del monto total. Los residentes en el extranjero mantienen alrededor del 30% restante. Además del rendimiento, en la tenencia de valores del sector público por parte del sector financiero local suelen influir razones regulatorias y de liquidez, lo que contribuiría a la estabilidad en su tenencia.

CONSIDERACIONES FINALES

El ciclo económico de Estados Unidos representa el canal dominante de la actividad económica de CARD con el exterior. No obstante, en un momento en que las condiciones financieras en aquel país están tendiendo a ser menos laxas después de un largo período de amplia liquidez, el canal financiero representa una fuente de transmisión que si bien es limitada en la región, suele ser repentina.

Los análisis en este capítulo sugieren que tanto los flujos de inversión directa como los mercados

financieros discriminan sobre la base de los fundamentos de las economías. La inversión extranjera directa ha representado históricamente una importante fuente de recursos para la región que ha permitido fomentar la provisión de bienes y servicios, y el financiamiento de las cuentas externas. El contexto actual implica riesgos a la baja sobre esta variable, por lo que sería favorable continuar implementando reformas institucionales y fortalecer los fundamentos económicos, sobre todo para continuar atrayendo inversión nueva, tanto de residentes nacionales como extranjeros.

En los mercados financieros, hasta la fecha, los efectos de la normalización monetaria han sido pequeños y de corta duración en la región. En esto parece haber influido favorablemente cierta mejora en variables macroeconómicas, como la inflación y las cuentas externas, y una exposición limitada a la volatilidad financiera internacional resultado de una importante tenencia de valores públicos en el mercado nacional. No obstante, el beneficio en las cuentas externas y la inflación producto del bajo precio internacional del petróleo se han reducido y son muy volátiles, por lo que es importante tomar medidas que permitan mantener acotado el riesgo país en un entorno de mayor aversión global al riesgo.

GRÁFICO 4.13 Composición de la tenencia de los valores del sector público en CARD en 2018



Fuente: CID/BID con datos de bancos centrales y ministerios de finanzas. Último dato disponible para cada país al mes de octubre de 2018.

ANEXO 4.1 | Estimación de determinantes de los componentes de la inversión extranjera directa en CARD

Se realizó una estimación de panel por Mínimos Cuadrados Generalizados Estimados (EGLS) para los países de CARD para el período 2005-2017⁵⁸. La estimación incorpora efectos fijos por país y corrige por la

correlación entre los errores de estimación por país ante la posibilidad de efectos comunes no observables entre los países. A continuación se presentan los resultados de las estimaciones:

Variable explicada	Inversión extranjera directa IED/PIB	Nuevas inversiones NI/PIB	Reinversión de utilidades RU/PIB
Regresores con coeficiente común			
Índice de desempeño macroeconómico (-1)	0.272	0.273	0.146
probabilidad	0.003	0.000	0.001
Índice de calidad de la regulación (-1)	1.363	1.929	-0.326
probabilidad	0.109	0.011	0.604
Apertura externa (-1)	0.022	0.032	-0.001
probabilidad	0.008	0.000	0.734
Deuda externa/RIN (-1)	-0.264	-0.166	-0.029
probabilidad	0.000	0.013	0.391
Variación de los retornos del Tesoro a 10 años	-0.107	-0.257	0.057
probabilidad	0.483	0.040	0.488
VIX	-0.022	-0.005	-0.014
probabilidad	0.100	0.651	0.064
Regresos por país			
Acervo de capital de Costa Rica (-1)	-0.088	-0.082	-0.015
probabilidad	0.0031	0.0083	0.3514
Acervo de capital de El Salvador (-1)	-0.236	-0.240	
probabilidad	0.0033	0.0015	
Acervo de capital de Guatemala (-1)	-0.049	-0.021	-0.042
probabilidad	0.1344	0.4318	0.0957
Acervo de capital de Honduras (-1)	0.005	0.060	-0.053
probabilidad	0.7947	0.0039	0.0111
Acervo de capital de Nicaragua (-1)	-0.014	0.010	
probabilidad	0.5414	0.6602	
Acervo de capital de Panamá (-1)	0.188	-0.110	0.057
probabilidad	0.0039	0.0775	0.5787
Acervo de capital de R. Dominicana (-1)	-0.071	-0.057	-0.018
probabilidad	0.0382	0.0768	0.1111
Efectos fijos			
Costa Rica	7.996	3.453	3.184
El Salvador	8.950	7.410	
Guatemala	2.445	-0.526	2.448
Honduras	4.587	-1.364	4.108
Nicaragua	7.172	4.342	
Panamá	-6.750	6.090	0.503
R. Dominicana	6.583	3.479	2.140
Estadísticos			
R-cuadrado	0.8462	0.8313	0.6464
Media de la variable dependiente	4.9094	3.0162	1.8733
Estadístico Durbin-Watson	2.2764	2.0945	1.7566
Número de países	7	7	5
Observaciones en el tiempo	13	13	13
Total de observaciones	89	89	63

Nota: los coeficientes en negritas son los que resultaron significativos con un nivel de confianza superior al 90%. Se controla por efectos fijos.

58 Ante la ausencia de datos, se realiza una extrapolación de los componentes de la IED de 2014 a 2017 para República Dominicana, considerando la composición promedio histórica y utilizando la IED total publicada por UNCTAD para ese período.

BIBLIOGRAFÍA

Abuelafia, E. (2018). "La política migratoria de los EE. UU. y su impacto en el Triángulo Norte de Centroamérica". Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.

Adler, G., Djigbenou, M.-L. y Sosa, S. (2014). "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?" IMF Working Papers 14/60. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Adrian, T. y Shin, H.S. (2014). "Procyclical Leverage and Value-at-Risk". *Review of Financial Studies* 27(2): 373-403.

Akram, Q. F. (2009). "Commodity Prices, Interest Rates, and the Dollar" *Energy Economics*, 31, 838-851.

Altunbas, Y., Gambacorta, L. y Marquéz-Ibáñez, D. (2010). "Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?". Working Paper No. 1166. Fráncfort: Banco Central Europeo.

Banco Central de Reserva del Perú (2017). *Reporte de Inflación*. Diciembre de 2017. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

Banco Mundial (2012). *Global Monitoring Report 2012 - Food Prices, Nutrition, and the Millennium Development Goals*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Banco Mundial (2014). *El alto precio de los alimentos. respuestas de América Latina y el Caribe a una nueva normalidad*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Banco Mundial (2018). *Inflation in Emerging and Developing Economies. Evolution, Drivers and Policies*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Bannister, G., Gardberg, M. y Turunen, J. (2018). "Dollarization and Financial Development" IMF Working Papers 18/200, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Bekkers, E., Brockmeier, M., Fancois, J. y Yang, F. (2013). "Pass Through, Food Prices and Food Security". GTAP Working Paper 6391. West Lafayette: Purdue University.

Bellemare, M. (2014). "Rising Food Prices, Food Price Volatility, and Political Unrest". *American Journal of Agricultural Economics*, 97, 1-21.

Bernanke, B. y Gertler, M. (1989). "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations". *American Economic Review* 79(1): 14-31.

BID (2017). *Cuando los vientos a favor se agotan: oportunidades para fomentar el crecimiento inclusivo en Centroamérica y República Dominicana*. Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.

BID (2018). *Crecimiento Inclusivo: retos y oportunidades para Centroamérica y República Dominicana*. Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.

Boateng, A., Hua, X., Nissar, S. y J. Wu (2015). "Examining the evidence of inward FDI: Evidence from Norway". *Economic Modelling* 47 (2015): 118-127. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2015.02.018>

Calvo, G. A., Izquierdo, A. y Loo-Kung, R. (2012). "Optimal holdings of international reserves: self-insurance against sudden stop" (No. w18219). *National Bureau of Economic Research*.

Cavallo, E. A. y Powell, A. (2018). *A Mandate to Grow: Latin American and Caribbean Macroeconomic Report*. Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.

Cavallo, E., Izquierdo, A. y León-Díaz, J. J. (2017). "Domestic Antidotes to Sudden Stops". IDB Working Paper Series No. IDB-WP-851. Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.

Cecchetti, S. y Moessner, R. (2008). "Commodity prices and inflation dynamics". *BIS Quarterly Review*, 55-66. Basilea: Bank for International Settlements.

CEPAL (2013). *Impactos potenciales del cambio climático sobre los granos básicos en Centroamérica*. Ciudad de México: CEPAL.

CEPAL (2017). *Seguridad alimentaria y nutricional en Centroamérica y la República Dominicana. Explorando los retos con una perspectiva sistémica*. Ciudad de México: CEPAL.

Cifuentes, R. y Jara, A. (2014). "Facing Volatile Capital Flows: The Role of Exchange Rate Flexibility and Foreign Assets". Documento de trabajo 742. Banco Central de Chile.

Dewbree J. (2008). "High food commodity prices: will they stay? Who will pay?" *The Journal of International Association of Agricultural Economists*, 39, 393-403.

Dichter y Neira (2016). Encuesta de Opinión Pública de julio de 2016. pp. 21. Disponible en: <http://www.dichter-neira.com/wp-content/uploads/2016/07/Resultados-DNOP-julio-2016-Versi%C3%B3n-Final-con-articulo-1.pdf>

Druck, P., Magud, N. E. y Mariscal, R. (2017). "Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth". Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Eickmeier, S., Gambacorta, L. y Hofmann, B. (2014). "Understanding Global Liquidity". *European Economic Review* 68, 1-18. <http://dx.doi.org/10.1016/j.eurocorev.2014.01.015>.

FAO (2012). *Estudio de caracterización del Corredor Seco Centroamericano*. Tegucigalpa: FAO.

FAO (2014). "Impacts of foreign agricultural investment on developing countries: Evidence from case studies". Research Working Paper No. 47. Roma: FAO.

FED (2014). "Monetary Policy Report". Board of Governors of the Federal Reserve System. Febrero de 2014: 28-30.

Ferruci, G., Jiménez-Rodríguez, R. y Onorante, L. (2010). "Food price pass-through in the Euro Area". Working paper No. 1168. Fráncfort: Banco Central Europeo.

Fondo Monetario Internacional (2008). *Food and Fuel Prices – Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses. An Update*. Septiembre de 2008. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Fondo Monetario Internacional (2018). *World Economic Outlook*-Octubre de 2018. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Forbes, K. J. y Warnock, F. E. (2012). "Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment". *Journal of International Economics*, Elsevier, 88(2): 235-251.

Fratzscher, M. (2011). "Capital flows: push versus pull factors and the global financial crisis". Working Paper No. 1364. Fráncfort: Banco Central Europeo.

Frenkel, J. (1986). "Expectations and Commodity Price Dynamics: the Overshooting Model," *Journal of Agricultural Economics*, 68 (2): 344-348.

Furceri, D., Loungani, P., Simon, J. y Wachter, S. (2015). "Global Food Prices and Domestic Inflation: Some Cross-Country Evidence". IMF Working paper 15/133. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.

- Ghosh, A. R., Qureshi, M. S., Kim, J. I. y Zalduendo, J. (2014). "Surges". *Journal of International Economics*, 92(2):266-285.
- Giannetti, M. y Laeven, L. (2012). "Flight Home, Flight Abroad, and International Credit Cycles." *American Economic Review*, 102 (3): 219-24.
- Guarata, N. y Pagliacci, C. (2017). "Understanding financial fluctuations and their relation to macroeconomic stability". IDB Working paper series no. IDB Working Paper 799. Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Jiménez, G. y Saurina, J. (2006). "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation". *International Journal of Central Banking*.
- Kiyotaki, N. y Moore, J. (1997). "Credit Cycles". *Journal of Political Economy* 105(2): 211-248.
- Lagi, M., Bertrand, K. y Bar-Yam, Y. (2011). "The Food Crises and Political Instability in North Africa and the Middle East". Agosto 2011. Cambridge: New England Complex Systems Institute.
- López-Marmolejo, A. y D. Ventosa-Santaulària (2018). "Why Does the Peso Depreciate against the Dollar? The Role of Productivity Differentials". *Economic Modelling*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2018.11.004>
- Lucke, N. y Eichler, S. (2016). "Foreign direct investment: the role of institutional and cultural determinants". *Applied Economics*, 48(11): 935-956. <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2015.1090551>
- Lundan, S. (2006). "Reinvested earnings as a component of FDI: An analytical review of the determinants of reinvestment". *Transnational Corporations*, 15(3): 35-66.
- Martin, W. e Ivanic, M. (2016). "Food Price Changes, Price Insulation, and Their Impacts on Global and Domestic Poverty". En *Food Price Volatility and Its Implications for Food Security and Policy* (101-113). Washington D.C.: SpringerOpen.
- Polat, B. (2017). "Determinants of Reinvested Earnings as a component of Foreign Direct Investment". *Knowledge Management Research and Practice* 6(1): 24-45.
- Rubio-Ramírez, J.F., Waggoner, D.F. y Tao Zha (2010). "Structural Vector Autoregressions: Theory of Identification and Algorithms for Inference". *Review of Economic Studies* 77(2): 665-696. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-937X.2009.00578.x>
- Sánchez-Martín, M, Arce R. y Escribano, G. (2014). "Do changes in the rule of game affect FDI flows in Latin America. A look at the macroeconomic, institutional and regional integrations determinants of FDI". *European Journal of Political Economy* 34(2014): 279-299. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2014.02.001>
- SECMCA (2018). *Informe Macroeconómico Regional 2017*. Mayo de 2018. Ciudad de Guatemala: SECMCA.
- UNEP (2016). "ERISC Phase II: How food prices link environmental constraints to sovereign credit risk". Mayo de 2016. Ginebra: UNEP.
- United Nations Conference on Trade and Development (2018). "World Investment Report 2018: Investment and New Industrial Policies". Génova: Naciones Unidas.
- Walsh, J. y Yu, J. (2010). "Determinants of Foreign Direct Investment: A Sectoral and Institutional Approach". IMF Working Paper 10/187. Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional.

ANTE LOS DESAFÍOS EXTERNOS, FORTALEZAS INTERNAS

Entorno económico de Centroamérica
y República Dominicana