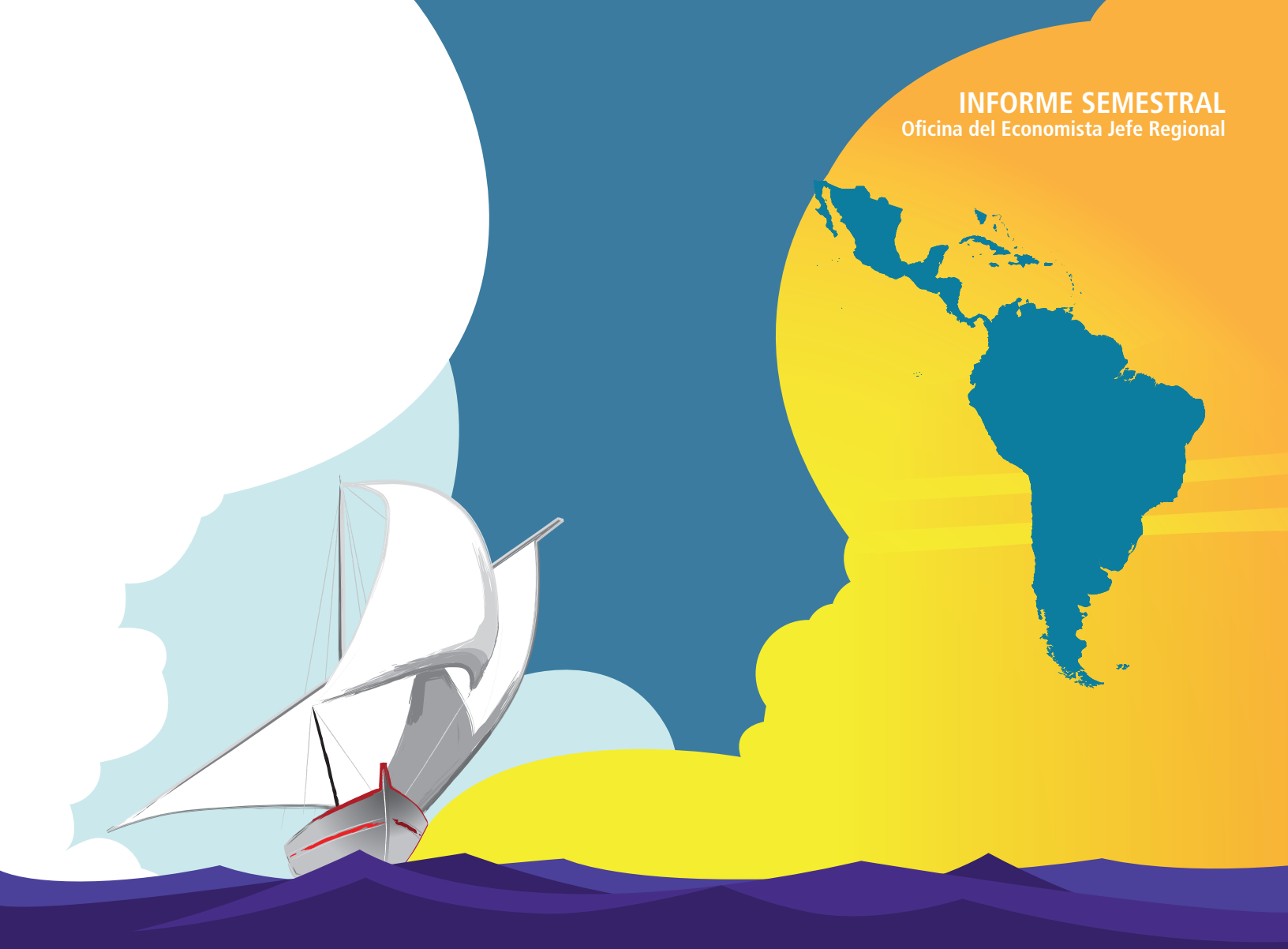


INFORME SEMESTRAL
Oficina del Economista Jefe Regional

LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE AMÉRICA LATINA
¿Causa de zozobra?

Abril 2014

Banco Mundial

BANCO MUNDIAL

LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE AMÉRICA LATINA
¿CAUSA DE ZOZOBRA?

© 2014 Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial
1818 H Street NW, Washington, DC 20433
Teléfono: 202-473-1000; sitio web: www.copyright.com.
Reservados algunos derechos.
1 2 3 4 16 15 14
Esta obra ha sido realizada por el personal del Banco Mundial con contribuciones externas. Téngase presente que el Banco Mundial no necesariamente es propietario de todos los componentes del contenido de la obra, por lo que no garantiza que el uso del contenido de ésta no violará derechos de terceros. El riesgo de reclamación derivado de dicha violación correrá por exclusiva cuenta del usuario.

Las opiniones, interpretaciones y conclusiones aquí expresadas no son necesariamente reflejo de la opinión del Banco Mundial, de su Directorio Ejecutivo ni de los países representados por este. El Banco Mundial no garantiza la exactitud de los datos que figuran en esta publicación. Las fronteras, los colores, las denominaciones y demás datos que aparecen en los mapas de este documento no implican juicio alguno, por parte del Banco Mundial, sobre la condición jurídica de ninguno de los territorios, ni la aprobación o aceptación de tales fronteras.

Nada de lo establecido en el presente documento constituirá o se considerará una limitación o renuncia a los privilegios e inmunidades del Banco Mundial, los cuales se reservan específicamente en su totalidad.

Derechos y autorizaciones

Esta publicación está disponible bajo la licencia Creative Commons de Reconocimiento 3.0 Genérica (CC BY 3.0) **http://creativecommons.org/licenses/by/3.0.** Bajo la licencia Creative Commons de Reconocimiento, queda permitido copiar, distribuir, transmitir y adaptar esta obra para fines comerciales en las siguientes condiciones:
Cita de la fuente: La obra debe citarse de la siguiente manera: de la Torre, Augusto, Guillermo Beylis, Jaime de Piniés. 2014. "La Financiación Externa de América Latina y el Caribe: ¿Causa de Zozobra?" LAC Semiannual Report, Banco Mundial, Washington, DC. doi:10.1596/978-0-8213-9978-1. Licencia: Creative Commons de Reconocimiento CC BY 3.0
Traducciones: En caso de traducirse la presente obra, la cita de la fuente deberá ir acompañada de la siguiente nota de exención de responsabilidad: *La presente traducción no es obra del Banco Mundial y no deberá considerarse traducción oficial de dicho organismo. El Banco Mundial no responderá por el contenido ni los errores de la traducción.*
Cualquier consulta sobre derechos y licencias deberá dirigirse a la siguiente dirección: Office of the Publisher, The World Bank, 1818 H Street NW, Washington, DC 20433, EE. UU.; fax: 202-522-2625; correo electrónico: pubrights@worldbank.org.
ISBN (edición electrónica): 978-1-4648-0318-5
DOI: 10.1596/ 978-1-4648-0318-5
Diseño de la cubierta: Printing & Multimedia Services, General Services, The World Bank.

Prefacio

Este informe semestral, producido por la Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe (LAC, por sus siglas en inglés, Latin America and the Caribbean) repasa el panorama económico y financiero de la región de LAC en un periodo en el que los vientos favorables externos de hace pocos años están claramente amainando.

Como es costumbre en esta serie, el Capítulo 1 repasa la configuración de los riesgos globales y evalúa las oportunidades y retos excepcionales a los que se enfrenta la región de LAC en el corto plazo. En esta ocasión, se hace un hincapié especial en la diferencia entre la exposición y la vulnerabilidad ante los choques externos. En concreto, la vulnerabilidad se evalúa ajustando la exposición según la capacidad de amortiguar los choques de las políticas de cada país. Dado el contexto global y las preocupaciones relacionadas con la volatilidad de los capitales, en el Capítulo 2 exploramos la IED y las remesas, que son los componentes comparativamente más estables de los flujos internacionales. Además, se analizan la ciclicidad y la volatilidad, así como los determinantes conjuntos de la IED y las remesas.

Augusto de la Torre, Economista Jefe de la Región, Guillermo Beylis, Economista Investigador, y Jaime de Piniés, Consultor Senior, han liderado la elaboración de este informe. Samuel Pienknagura ha contribuido generosamente a la preparación de varios apartados de este informe. Laura Chioda, Tatiana Didier, Samuel Freije-Rodriguez, Alain Ize, Carlos Felipe Jaramillo, Auguste Kouame, Daniel Lederman, Humberto Lopez, Zafer Mustafaoglu, Marcela Sanchez-Bender y Sergio Schmukler, así como miembros del Equipo de Liderazgo Regional de la Vicepresidencia para América Latina y el Caribe del Banco Mundial han realizado aportaciones sustanciales. Asimismo, Nicolas Kohn y Tanya Taveras han prestado una ayuda excepcional en la investigación.

Abril de 2014

Resumen Ejecutivo

Los mercados financieros globales siguen volátiles y nerviosos. Sin duda, parte de este nerviosismo radica en los cambios en las expectativas sobre la regularización de las políticas monetarias en los países de ingresos altos, especialmente en los EE.UU. Más aún, la creciente incertidumbre sobre el futuro de la economía china y los efectos que esta puede tener sobre los precios de las materias primas han sumado a este nerviosismo. Esta incertidumbre no es injustificada, pues las previsiones de crecimiento de la economía china en 2014 han sido ajustadas a la baja en los últimos meses. A esto se suma la creciente preocupación sobre el proceso de desapalancamiento que parece inevitable debido a la dramática expansión del crédito en el periodo post-2008 (el crédito doméstico en China subió del 110 por ciento del PBI en 2008 al 140 por ciento en 2012, y si a esto se añaden estimaciones del crédito "sombra", las previsiones pasan del 130 por ciento del PBI en 2008 al 190 en 2012).

En este contexto global, el capital extranjero continúa saliendo de los mercados emergentes (ME) hacia los activos más seguros de los países de ingresos altos. Esto ha llevado a que la curva de rentabilidades de los EE.UU. se aplane en los meses más recientes, a pesar de la previsión generalizada de que los tipos de interés en los EE.UU. deberían subir en el futuro. A su vez, la tendencia de los precios de las materias primas, con la posible excepción de los productos agrícolas, ha sido estable o a la baja, como es el caso de los metales industriales. La buena noticia es que las tasas de crecimiento de los países de ingresos altos parecen resistir en el corto plazo, aunque se sitúan en niveles más bien bajos. Esto, junto al crecimiento moderado de China y de otros grandes ME, contribuye a la expansión del volumen de comercio internacional, que se espera esté en torno al 4,5 por ciento en 2014.

Es por ello que los ME en general, y América Latina y el Caribe (LAC, por sus siglas en inglés, Latin America and the Caribbean) en particular, han sido castigados. Para empezar, la mayor parte de la reciente volatilidad en los precios de los activos (divisa, bonos y renta variable) de los ME se puede atribuir a "factores globales", es decir, a factores independientes de la calidad de las políticas internas de los ME. Además, el crecimiento económico en los ME está experimentando una desaceleración generalizada, aproximadamente 3 puntos porcentuales por debajo de las tasas de crecimiento observadas en el periodo anterior a la crisis financiera global de 2008-09. En el caso de LAC, el proceso de crecimiento parece verse estancado, con la previsión de crecimiento de la región situándose en torno al 2,3 por ciento en 2014, un nivel que está por debajo de la débil tasa de 2,4 del 2013, y menos de la mitad de las tasas de crecimiento del 5 al 6 por ciento en los años anteriores a la crisis global. Teniendo en cuenta el difícil entorno internacional, las previsiones para LAC pueden verse afectadas más hacia la baja que al alza.

Las tendencias generales de la región esconden la gran heterogeneidad que existe en las perspectivas de crecimiento de los países de LAC. Las previsiones para el año 2014 oscilan entre el menos 1 por ciento en Venezuela a casi el 7 por ciento en Panamá seguido por Perú, otro de los países de la región que muestra consistentemente un crecimiento elevado, con una tasa de crecimiento del 5,5 por ciento. Otros países que superan la media regional, y donde las tasas de inversión subieron fuertemente en la década pasada son Chile y Colombia, con tasas superiores al 3,5 por ciento. México y Brasil, las economías más grandes de la región, merecen mención aparte. La primera está previsto que rebote del bajo crecimiento registrado el pasado año y que alcance un 3 por ciento, por encima de la media regional. Además, la ola de reformas osadas que se ve en México recientemente —que abarcan reformas a la banca, al sistema educativo, al sector de las telecomunicaciones, el sistema impositivo y al sector energético— han despertado el optimismo entre los inversores y han mejorado las previsiones de crecimiento más allá de 2014. En Brasil, donde las previsiones de consenso son de tan solo el 2 por ciento (o incluso menos) en 2014; la agenda reformista no parece haber calado lo suficientemente para evitar un escenario de bajo crecimiento, bajo ahorro y baja inversión.

La exposición de LAC a choques externos no es independiente del patrón de crecimiento basado en la demanda interna que se observa en la región. Como hemos comentado en otros informes de esta serie, LAC transformó los fuertes vientos a favor de los años 2000 (altos precios de las materias primas y financiación externa barata) en una dinámica de crecimiento de su demanda interna (consumo e inversión). Este modelo, que contrasta con el modelo de demanda externa que se observa en el este asiático, ayuda a entender por qué los superávits de la cuenta corriente observados a mediados de la primera década del nuevo milenio duraron poco y revirtieron en déficits hacia el año 2007, incluso antes del comienzo de la crisis global. La otra cara de la moneda de estos déficits de cuenta corriente es la baja tasa de ahorro de la región y, por ende, su sistemática tendencia a depender del ahorro externo.

Lo cierto es que, a pesar de la necesidad crónica de financiar sus déficits externos, hoy por hoy LAC está mejor capacitada para proteger la actividad económica local y el empleo de los choques externos debido, al menos, a dos razones. En primer lugar, la exposición a los choques externos, una consecuencia natural de la integración de LAC en los mercados internacionales, no tiene que traducirse en vulnerabilidad. A pesar de haber aumentado su exposición, y en vivo contraste con los años ochenta y noventa, muchos países de la región han reducido su vulnerabilidad en las últimas décadas gracias al refuerzo de sus sistemas inmunológicos macro-financiero. Los canales de amplificación monetarios, fiscales y financieros del pasado, que convertían choques externos en crisis nacionales, se han transformado, en muchos casos, en amortiguadores de choques. Esto es cierto hasta el punto que se espera que los países de LAC con regímenes establecidos de metas de inflación (que representan aproximadamente el 75 por ciento del PBI y de la población de la región) experimenten fluctuaciones cíclicas en el futuro más parecidas a la coyuntura típica de los países avanzados, en lugar de los ciclos de auge y decadencia típicos del pasado de América Latina. Está claro que los amortiguadores en la región, especialmente los fiscales, son más débiles ahora en comparación con lo que fueron en septiembre del 2008 cuando comenzó la crisis global. No obstante, muchos de los países medianos y grandes de la región mantienen márgenes para implementar políticas monetarias contra-cíclicas (es decir, bajando los tipos de interés y permitiendo que se deprecie la moneda sin consecuencias inflacionarias o financieras adversas), si bien es cierto que existen diferencias en su capacidad para llevar a cabo estas políticas. Lamentablemente, un número importante de países en la región —especialmente en Centroamérica y el Caribe— están altamente expuestos y son vulnerables a los choques externos dado que carecen de capacidad monetaria o fiscal para responder con políticas contra-cíclicas.

La segunda razón para estar cautelosamente optimistas sobre la resistencia de LAC a los choques externos es que, en claro contraste con el pasado, la región ha reequilibrado sus fuentes de financiación, distanciándose de los flujos de cartera y de los créditos bancarios y moviéndose hacia los flujos de inversión extranjera directa (IED) y las remesas. Este cambio, que se inició a mediados de los años noventa y se consolidó en los 2000, consiste en una importante recomposición de los activos y pasivos de LAC frente al resto del mundo, desde la deuda hacia las acciones. Efectivamente, LAC se ha convertido en una región acreedora neta frente al resto del mundo (en gran medida debido a la acumulación de reservas internacionales) y en receptora de IED. Este cambio reduce la vulnerabilidad de la región ante los riesgos de refinanciación y de tipo de interés, a la vez que la combinación de flexibilidad cambiaria y los altos niveles de reservas internacionales sirven para disuadir ataques especulativos sobre las monedas. Es importante, además, subrayar que las propiedades cíclicas de la IED y las remesas son muy distintas a las de los flujos que no son IED (es decir, los flujos de cartera y créditos bancarios). Los primeros son más estables, menos reversibles y menos procíclicos que los últimos, siendo las remesas contra-cíclicas. Estas nuevas características de la integración de LAC en los mercados internacionales le han otorgado a la región una inusitada holgura para hacer frente a las turbulencias del presente.

A pesar de las propiedades cíclicas benignas tanto de la IED como de las remesas, ambos flujos presentan retos importantes dada su tendencia a deteriorar la cuenta corriente, si bien es cierto que lo hacen a través de canales distintos. En el caso de la IED, los flujos sirven en gran medida para financiar la importación de bienes intermedios y de equipos, financiamiento que eventualmente tiene que pagarse en forma de dividendos que actúan como contrapeso a

la balanza comercial y empujan la cuenta corriente a territorio negativo. En el caso de las remesas, la mayor parte de estos recursos son utilizados para sostener el consumo de las familias, incluyendo productos importados, empeorando así la balanza comercial. Independientemente de estos canales, la IED y las remesas pueden generar además apreciaciones reales excesivas ("Dutch Disease" o "mal holandés") que lleven a mermar la competitividad externa del país y, consecuentemente, su potencial de crecimiento. No obstante, hay una diferencia fundamental entre los dos flujos. La IED tiene la capacidad intrínseca de compensar las pérdidas de competitividad antes mencionadas mediante los aumentos de la productividad generados por la transferencia de tecnología y conocimiento extranjero. Las remesas, por otro lado, no suele brindar esa capacidad y, por ello, pueden convertirse en un freno sistemático al crecimiento a pesar de todas sus virtudes como herramienta de alivio de la pobreza. Desde luego, los flujos de IED por sí solos no son la solución, y hay casos en que estos no producen los anhelados aumentos de productividad que en principio pueden generar. Por ejemplo, en la región se encuentran países donde coexisten niveles altos de IED con bajo crecimiento persistente. El caso más evidente ocurre en el Caribe, donde los países sufren de niveles bajos de crecimiento a pesar de ser los mayores receptores (en relación a su PBI) de IED en la región.

Por lo tanto, al analizar los retos planteados por el modelo de crecimiento de LAC, con sus características de bajo ahorro y el ímpetu de la demanda interna, es esencial hacer algo que los economistas típicamente no han hecho: examinar la IED y las remesas conjuntamente. Desde este punto de vista, queda claro que los mismos factores institucionales y del ambiente de negocios que atraen la IED pueden disminuir las remesas. Si este es el caso, un buen entorno institucional (en términos de la calidad del capital humano y físico, la fiabilidad y claridad de los derechos contractuales, los estándares de información y la credibilidad de las reglas del juego) puede atraer flujos de IED que empleen a la fuerza laboral local, mientras que deficiencias en el entorno institucional pueden terminar empujando a los trabajadores a migrar al extranjero en búsqueda de oportunidades, a pesar de los costes personales y familiares de migrar. En el algún sentido, la IED y las remesas son sustitutos.

Todos los países de LAC necesitan mejorar sus políticas nacionales y el entorno institucional, así como la calidad del capital local, tanto humano como físico, especialmente aquellos países que dependen más de las remesas. Los países de la región que ya han conseguido atraer la IED deben intentar capitalizar las externalidades potenciales positivas intrínsecas a estos flujos. Si maximizan las oportunidades de aprendizaje y de difusión de tecnología, la IED ayudará a elevar la productividad y compensará en cierta medida la baja competitividad asociada con el patrón de crecimiento basado en la demanda interna que caracteriza a LAC.

Los países de la región que son muy dependientes de las remesas se enfrentan a retos aún mayores. Para empezar, deben centrarse en introducir políticas innovadoras que incentiven a las familias a destinar al menos parte de los ingresos de las remesas a la acumulación de activos, particularmente inversiones en salud, educación y vivienda. Más aún, estos países deben enfatizar la ardua tarea de mejorar continuamente su entorno institucional para atraer así tanto a su propia fuerza laboral como a la IED, y una vez logrado este objetivo, buscar potenciar la eficiente interacción de ambos en pos de una mayor productividad.

Capítulo 1
Exposición y vulnerabilidad ante los riesgos globales cambiantes

Introducción

América Latina y el Caribe (LAC, por sus siglas en inglés, Latin America and the Caribbean) se enfrenta a un periodo lleno de retos. Los enérgicos y favorables vientos externos de los últimos años, que impulsaron exógenamente el crecimiento de LAC, han amainado. Desde el año 2012, ha estado cada vez más claro que dichos vientos globales favorables se estaban desvaneciendo y se han convertido en vientos en contra. Los incrementos en el costo del capital (acompañados de episodios de reducciones y regresiones de los flujos de entrada de capitales), las reducciones de los precios de las materias primas y la ralentización de la economía china parecen estar afectando negativamente al crecimiento y las perspectivas de los mercados emergentes (ME). Sigue sin estar claro cuán arduos resultarán estos choques externos, cuyo impacto sobre LAC dependerá del grado de exposición y de la capacidad de amortiguar los choques de cada uno de los países de la región. Según las previsiones actuales, se espera que el PBI real de LAC crezca solo un 2,3 por ciento en 2014, cifra inferior al crecimiento ya escaso del año anterior (2,4 por ciento). Desafortunadamente, tal y como se analiza más adelante, los riesgos vinculados con esta predicción parecen ser a la baja.

¿Qué hay de nuevo? Riesgos globales cambiantes

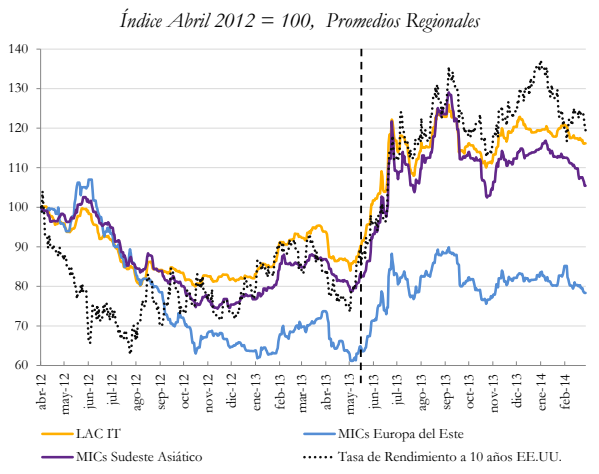
Desde que la FED (el Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos) apuntó el final de la facilitación cuantitativa en mayo de 2013, los mercados emergentes (ME) se han situado a la defensiva. El costo del capital para los ME subió con la rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidense (**Gráfico 1.1, Panel A**). Además, tras el anuncio, hubo ralentizaciones y regresiones de los flujos de entrada de capital (documentadas más adelante), lo que forzó a algunos ME a incrementar las tasas de política monetaria y a otros a dejar que sus monedas se depreciasen (lo que en parte amortiguó el choque). Las expectativas de incrementos en los tipos de interés internacionales han ejercido de factores de "atracción", alejando los flujos de cartera de los ME, acercándolos a los países de ingreso alto y presionando a la baja los precios de los activos de los ME. Por ejemplo, las cotizaciones de las monedas y los índices bursátiles de los ME retrocedieron después del anuncio de la FED, mientras que el dólar estadounidense y los índices bursátiles de los países de ingreso alto se fortalecieron (**Gráfico 1.1, Paneles B y C**). Los diferenciales de los bonos de los EM con respecto a los bonos del Tesoro estadounidense también aumentaron (**Gráfico 1.2, Paneles A y B**). Normalmente, la correlación entre estos diferenciales y las variables aproximadas de la aversión global al riesgo, como el VIX (que estima la volatilidad implícita de los contratos de opciones del S&P 500) son muy altas.[1] Pero, como revela el **Gráfico 1.2**, los diferenciales de los ME, incluidos los de LAC, aumentaron significativamente más allá del VIX, lo que es indicativo de una mayor aversión al riesgo hacia los ME.

Cabe destacar que, desde nuestro último informe semestral (octubre de 2013), la curva de

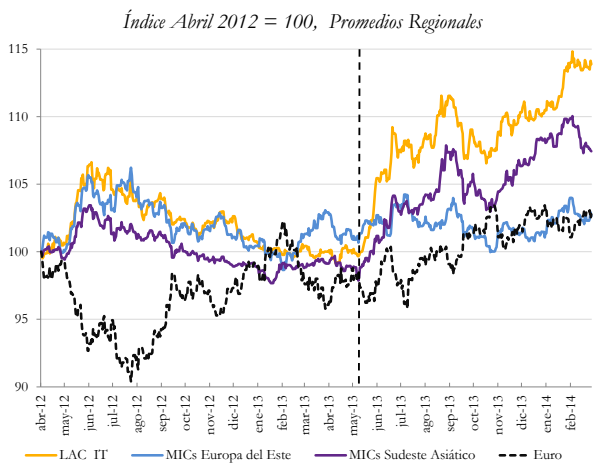
[1] Por ejemplo, Rey (2013) muestra que la correlación entre los flujos de cartera y de crédito bancario y el VIX es muy elevada y negativa.

FIGURA 1.1. Condiciones Financieras

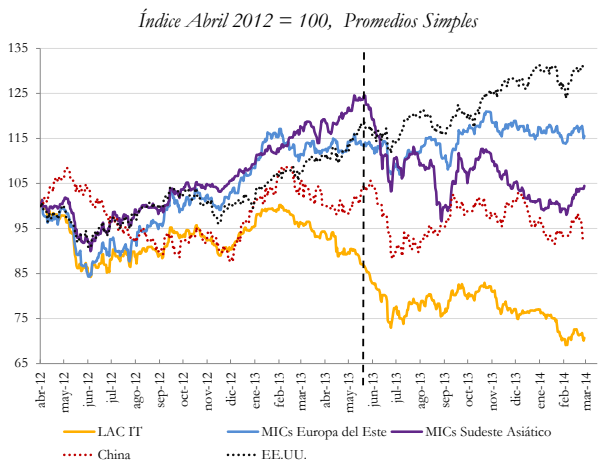
PANEL A. ***Rendimientos de Bonos Soberanos en Dólares***



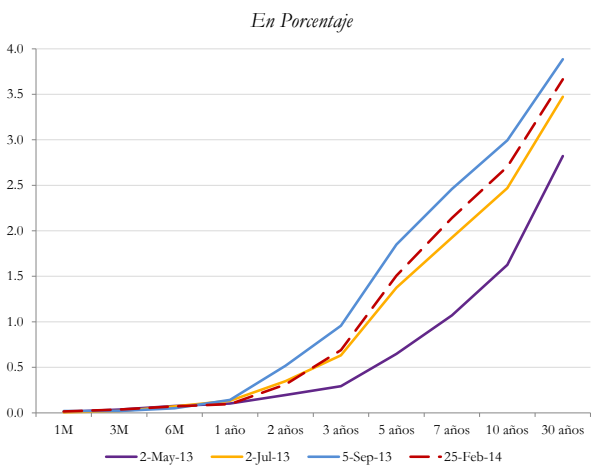
PANEL B. ***Tipos de Cambio***



PANEL C. ***Índices de Bolsas en Dólares***



PANEL D. ***Curvas de Rendimiento de EE.UU.***



Notas: En los Paneles A-C, la línea vertical punteada corresponde a la señalización de la Reserva Federal de Estados Unidos de reducir el programa de flexibilización monetaria. LAC IT incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los MICs de Europa del Este incluyen a Croacia, Estonia, Hungría, Lituania, Polonia, Romania, Eslovaquia y Turquía. Los MICs del Sudeste Asiático incluyen a Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia. Fuentes: Bloomberg y LCRCE.

rentabilidades de Estados Unidos se ha aplanado en cierta medida (**Gráfico 1.1, Panel D**), lo que podría reflejar no solo el anuncio de la FED de diciembre según el cual la reducción de la facilitación cuantitativa se implementaría de manera gradual, sino también las preocupaciones generadas por las perspectivas de crecimiento más débiles de China y de otros ME grandes (sobre todo de los llamados "cinco frágiles"), que podrían ejercer de factor de "empuje" e incentivar al capital de los ME a buscar refugio en activos estadounidenses más seguros, lo que a su vez presionaría a la baja la curva de rentabilidades de Estados Unidos.[2] Asimismo, las preocupaciones geopolíticas relacionadas con Ucrania suponen un factor más que podría explicar por qué la curva de rentabilidades de

[2] El término "*Fragile Five*" (los "cinco frágiles") fue acuñado en Morgan Stanley durante el verano de 2013 y se refiere a Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía.

Estados Unidos se ha aplanado ligeramente. No obstante, la mayoría de los analistas esperan que la rentabilidad de los bonos estadounidenses termine por aumentar, puesto que está por debajo de los promedios históricos.[3] Además, sigue habiendo incertidumbre con respecto al calendario del *liftoff* o despegue de las tasas cero de política monetaria estadounidenses (actualmente esperado para mediados de 2015).[4]

La ralentización del crecimiento de China ha suscitado una atención especial, ya que se trata del ME más grande y la segunda economía más grande del mundo. El crecimiento del PBI real chino ha retrocedido de más del 11 por ciento en 2010 a la actual predicción de aproximadamente el 7,5 por ciento en 2014 (**Gráfico 1.3, Panel A**). Esta ralentización suele interpretarse como parte de una transición de un modelo de crecimiento centrado en las exportaciones a uno más enfocado en la demanda interna. No obstante, esta transición podría complicarse debido a la necesidad de la economía de digerir su exceso de capacidad y a la fuerte expansión (quizás excesiva) del crédito interno, tanto en el sistema bancario como en el sistema bancario en la sombra (**Gráfico 1.3, Paneles C y D**).[5] Los créditos morosos y los impagos van claramente en aumento, por lo que la preocupación relativa a un problema generalizado de solvencia del sistema bancario se ha intensificado.[6] Por descontado, es poco probable que se produzca en China una crisis financiera al estilo occidental con corridas bancarias y pánico, dada su cuenta de capital cerrada (no hay adonde huir) y la gran capacidad fiscal del gobierno de absorber pérdidas, proteger a los depositantes y apuntalar las instituciones financieras.[7]

Sin embargo, el pronunciado proceso de desapalancamiento de China sin duda perjudicará al crecimiento y añadirá riesgos a la baja al crecimiento global y, en particular, al crecimiento de los ME. Es de esperar que este mecanismo, a su vez, debilite los precios de las materias primas (en especial los de los metales industriales), no solo debido a la reducción de la demanda de importaciones de materias primas (el **Gráfico 1.3, Panel B** muestra que la demanda de

[3] Por ejemplo, la estimación de partida utilizada por la Oficina Presupuestaria del Congreso de Estados Unidos es del 5,2 por ciento para el bono a 10 años en 2018, casi el doble del tipo actual. Véase Elmendorf (2013).

[4] El término *liftoff* se refiere al momento en que los participantes en el mercado financiero esperan que la FED de Estados Unidos abandone la tasa de política cercana a cero. Véase Christensen (2014). Esta investigación sugiere que los participantes en el mercado esperan que el FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto, por sus siglas en inglés, *Federal Open Market Committee*) comience a aumentar los tipos en la primavera de 2015, pero hay mucha incertidumbre con respecto al momento exacto en que esto sucederá. Las declaraciones recientes de la nueva Presidenta del Sistema de Reserva Federal, Janet Yellen, parecen indicar que dicho momento llegará antes. En general, el calendario de las subidas de los tipos de interés en Estados Unidos dependerá de las perspectivas de crecimiento y de las previsiones sobre la inflación y el empleo.

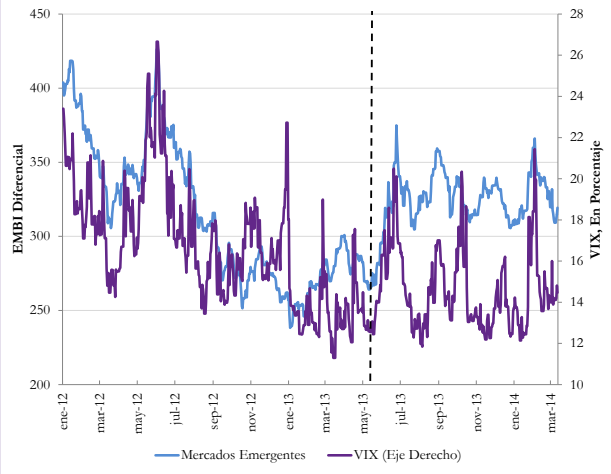
[5] El "sistema bancario en la sombra" se define como sigue: "conjunto de actividades, mercados, contratos e instituciones que operan parcial o totalmente fuera del sector bancario convencional y, por definición, están poco o nada regulados". Véase World Bank (2012).

[6] Los observadores del mercado se sorprendieron con el impago sin precedentes de la deuda corporativa de Shanghai Chaori Solar Energy Science & Technology en marzo de 2014. Es bien sabido que el Primer Ministro de China, Li Kequiang, ha advertido de la "inevitabilidad" de futuros impagos sobre bonos y otros productos financieros (IIF Weekly Insight, 2014).

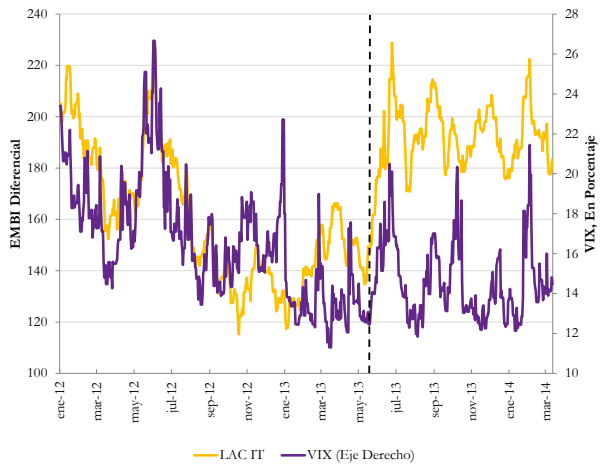
[7] La capacidad de absorber pérdidas del gobierno chino se refleja en su deuda reducida (23 por ciento del PBI) y el enorme stock de reservas extranjeras (US$ 3,8 billones a finales de 2013). Las reformas recientes para mejorar el clima de negocios y racionalizar los impuestos también podrían apoyar el crecimiento, incluso en el corto plazo. El valor del índice Chinn-Ito (menos 1,17) refleja el hecho de que China tiene una cuenta de capitales relativamente cerrada. El índice Chinn-Ito es una medida de la apertura de las transacciones de capitales que oscila entre 2,44 (máxima apertura) y menos 1,86 (mínima apertura). Véase Ito y Chinn (2013).

FIGURA 1.2. ¿Está Aumentando la Aversión al Riesgo de los Mercados Emergentes?

PANEL A. ***Diferencial del EMBI en Mercados Emergentes y el VIX***



PANEL B. ***Diferencial del EMBI en LAC-IT y el VIX***



Notas: La línea vertical punteada corresponde a la señalización de la Reserva Federal de Estados Unidos de reducir el programa de flexibilización monetaria. LAC ITs Incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los Mercados Emergentes corresponden al grupo realizado en el índice EMBI de J.P. Morgan (el cual se refiere a las siglas en inglés de Emerging Markets Bond Index). Fuentes: Bloomberg y LCRCE.

importaciones de China está muy correlacionada con el crecimiento del PBI), sino también a través de mecanismos financieros. No en vano, conforme se ralentiza el crecimiento chino y aumentan los préstamos corporativos morosos, parece que la liquidación de avales relacionados con las materias primas por parte de los bancos ha presionado los precios del cobre a la baja. Precisamente, el debilitamiento reciente de los precios del cobre se ha atribuido a este fenómeno,[8] que a su vez agudizará el debilitamiento en curso de los precios de las materias primas, actualmente muy por debajo de los niveles del año 2011, sobre todo en el caso de los metales (**Gráfico 1.4, Panel A**).

Por el lado positivo, las perspectivas de crecimiento para el año 2014 y más allá de los países de ingreso alto muestran mejorías modestas. Se prevé que Estados Unidos mantenga su tasa actual de crecimiento (ciertamente baja), al tiempo que Japón y Europa occidental han comenzado por fin una recuperación suave. La cuestión clave para los ME es si estos factores globales positivos bastarán para compensar los efectos de la ralentización de China. En todo caso, el crecimiento leve de los países de ingreso alto podría no apoyar a los precios de las materias primas ni atenuar significativamente la agitación actual de los mercados financieros internacionales, en buena parte generada por los sobresaltados cambios en las expectativas relativas al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y por las perspectivas de crecimiento y las complicaciones macro-financieras de los ME denominados "los cinco frágiles".

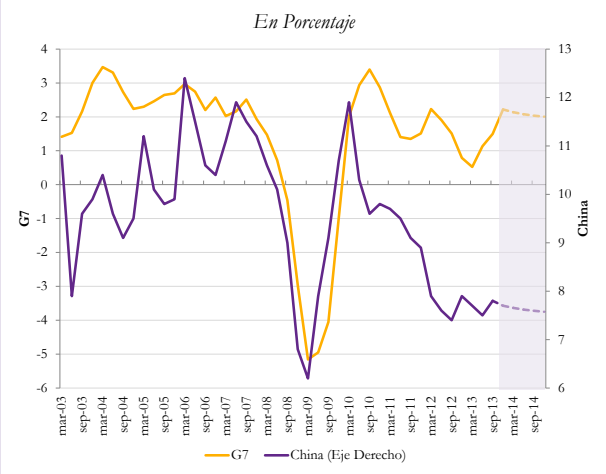
En este contexto, también está en juego el crecimiento del comercio global, con respecto al cual la expectativa más generalizada es que los volúmenes comerciales aumentarán del 2,7 por ciento en 2013 al 4,5 por ciento en 2014 (**Gráfico 1.4, Panel B**).[9] Los riesgos asociados a estas predicciones de crecimiento para el comercio global son, de nuevo, desgraciadamente bajistas. Incluso al 4,5 por ciento, la predicción para los volúmenes comerciales resulta escasa si se la compara con la historia

[8] Véase Hume (2014).

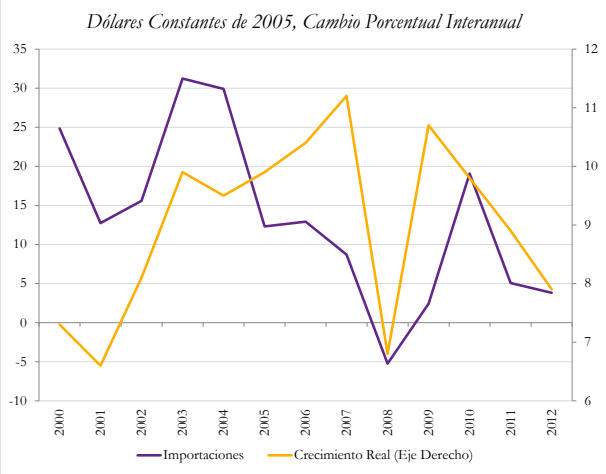
[9] Véase IMF (2014).

FIGURA 1.3. Tasas de Crecimiento Relevantes e Indicadores Selectos de China

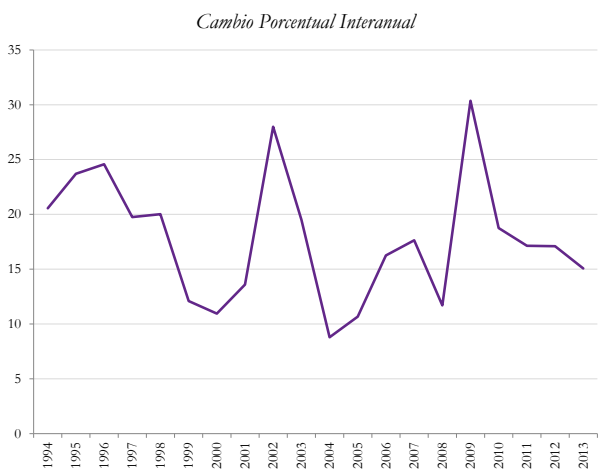
PANEL A. ***Crecimiento Anual del PBI de China y el G7***



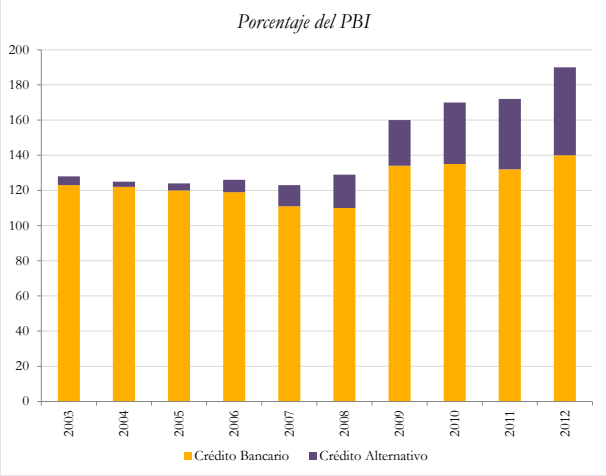
PANEL B. ***China: Importaciones y Crecimiento del PBI***



PANEL C. ***Crédito Doméstico Neto en China***



PANEL D. ***Rápido Crecimiento del Crédito en China***



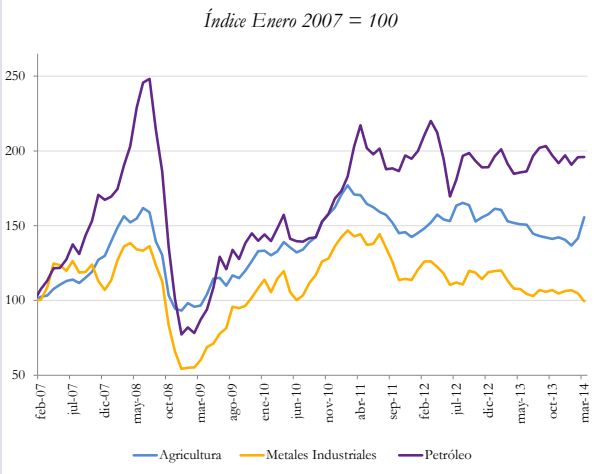
Notas: En el Panel A, G7 incluye Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y los Estados Unidos. Fuentes: Consensus Forecasts, OECD Statistics, WDI, FMI (2013, b), Banco Mundial (2013) y LCRCE.

reciente y refleja no solo la ralentización de China, sino también la debilidad de la recuperación en Europa, donde el miedo a una deflación al estilo japonés va en aumento. Otro factor determinante del crecimiento de los volúmenes comerciales podría ser la transformación en la periferia de la zona del euro de los déficits por cuenta corriente en los años previos a la crisis financiera (antes de 2008) a los superávits. Se espera que los superávits actuales se mantengan en la zona del euro en los próximos años.[10] En la región de LAC, la debilidad de la recuperación europea y la tasa de crecimiento relativamente baja de Estados Unidos tienen una influencia especial en México, Centroamérica y las naciones caribeñas.

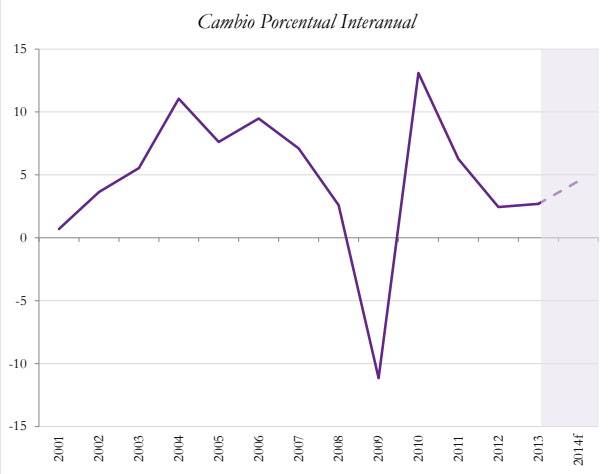
[10] Véase, por ejemplo, IMF (2013b).

FIGURA 1.4. Factores Globales y Pronósticos del Modelo de Vientos Globales

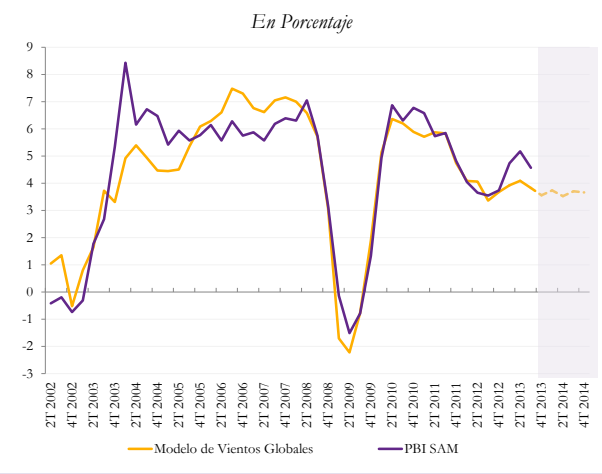
PANEL A. ***Precios de Bienes Primarios***



PANEL B. ***Volumen de Comercio Mundial***



PANEL C. ***Modelo de Vientos Globales y SAM***



Notas: En el Panel A, los precios de bienes primarios: Agricultura incluye res, café, algodón, pescado, maíz, aceite de palma, soja, aceite de soja, azúcar y trigo. Metales Industriales incluyen aluminio, cobre y mineral de hierro. Agricultura y Metales Industriales son promedios simples de los bienes primarios de cada clase. En el Panel C, el modelo de vientos globales es una regresión del primer componente principal del PBI de SAM contra los factores globales, que se dividen en: crecimiento del PBI de las economías del G7, y el crecimiento del PBI de China, el primer componente principal de los precios de los bienes primarios (cobre, maíz, petróleo, soja y trigo) y el primer componente principal de los factores financieros (volatilidad del S&P 500 (VIX), rendimiento a 10 años del bono del tesoro de EE.UU., y el diferencial del EMBI de Latinoamérica de JPMorgan. Las áreas sombreadas representan pronósticos. El PBI de SAM es el promedio simple de las tasas de crecimiento de países en Suramérica (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela) y México. Fuentes: World Bank Pink Sheet, Bloomberg, OECD Statistics y LCRCE.

De cara al futuro, la posibilidad de que haya más vientos globales en contra supone un riesgo bajista real. En concreto, no se puede descartar que se produzcan grandes fluctuaciones en los componentes más volátiles de los flujos de capitales hacia los ME (esto es, los flujos de cartera y los créditos bancarios). Asimismo, tampoco pueden descartarse una transición poco suave hacia una política monetaria más normal en los países de ingreso alto o una transición complicada hacia una tendencia al crecimiento menor en China (como parte de su cambio estructural a un patrón más centrado en la demanda interna). Existe incluso el riesgo de que la tímida recuperación europea se vea acompañada por brotes deflacionistas. Finalmente, y en relación con el menor potencial de crecimiento de China, hay un riesgo no desdeñable de que los precios de las materias primas se reduzcan mucho más de lo que se predice en la actualidad.

Las predicciones de crecimiento de LAC: ¿a las puertas de una fase de crecimiento bajo?

La disipación de los vientos globales favorables está haciendo mella en el crecimiento de LAC. Bajo las hipótesis actuales sobre el crecimiento en el G-7 y China, y según las expectativas relativas a los precios de las materias primas y los tipos de interés estadounidenses, estimamos que, *ceteris paribus*, Sudamérica y México (SAM, por sus siglas en inglés, *South America and Mexico*, que representan el 95 por ciento del PBI de LAC y más del 85 por ciento de la población de la región) crecerán tres puntos porcentuales por debajo de los niveles máximos previos a la crisis (**Gráfico 1.4, Panel C**).[11] Según nuestro modelo de Vientos Globales, en simulaciones en las que se aplicó a los datos de alta frecuencia un choque equivalente a 50 puntos básicos adicionales de la rentabilidad a 10 años de los bonos estadounidenses y una reducción del 10 por ciento en el precio de las materias primas, el efecto neto podría restar otros 0,2 puntos porcentuales a la estimación del crecimiento regional para 2014.

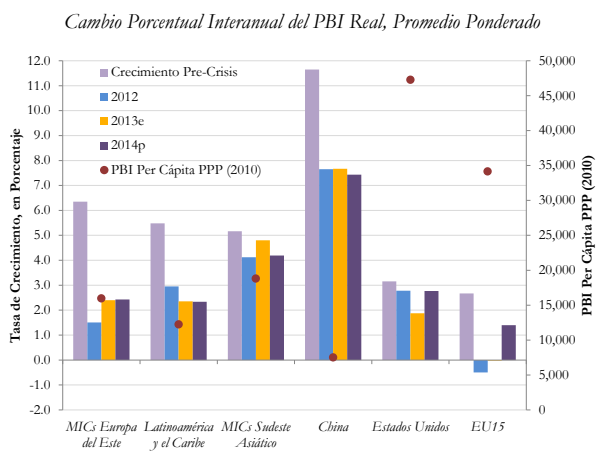
Esta situación se hace patente en la predicción de crecimiento del 2,3 para la región de LAC en 2014, que es menor que la ya reducida tasa de crecimiento registrada en 2013 y aproximadamente tres puntos porcentuales inferior a los niveles máximos previos (**Gráfico 1.5, Panel A**). La reducción en el desempeño del crecimiento de LAC ha coincidido con la "gran desaceleración" que ha afectado recientemente a los países de ingreso mediano (MIC, por sus siglas en inglés, *middle income countries*). Las reducciones del crecimiento del PBI de los MIC han alcanzado los cuatro puntos porcentuales en los últimos años, con la notable excepción de los MIC de Asia sudoriental, donde el crecimiento se ha sostenido con disminuciones relativamente pequeñas. No obstante, los riesgos asociados al crecimiento de LAC en 2014 tienden a la baja, sobre todo al tener en cuenta que durante los últimos meses la tendencia ha sido a revisar a la baja las predicciones para muchos de los países de LAC, así como las de China (**Gráfico 1.5, Panel B**).

Hay una gran heterogeneidad en el desempeño del crecimiento dentro de la región de LAC (**Gráfico 1.5, Panel C**). Las predicciones de crecimiento económico para 2014 oscilan entre aproximadamente 7 por ciento en Panamá y menos 0,9 por ciento en Venezuela. Se prevé que algunas de las economías medianas-pequeñas de la región, como Chile, Colombia y Perú, crezcan por encima del promedio regional. Estos son países donde las tasas de inversión aumentaron significativamente durante la última década. Se espera que uno de los gigantes de la región, México, repunte desde el escaso e inesperado crecimiento del último año y crezca algo por encima del promedio regional en 2014, si bien su predicción de crecimiento se ha reducido en las últimas revisiones. Sin embargo, la reciente ola de reformas ambiciosas adoptadas en México (que ha afectado al sector bancario, el educativo, el de las telecomunicaciones, al sistema impositivo y al sector energético) ha aumentado el optimismo de los inversores y ha mejorado las perspectivas de crecimiento más allá del año 2014. El otro gigante de la región, Brasil, parece estar, por desgracia, atrapado en un equilibrio de crecimiento bajo, ahorro bajo e inversión baja y se prevé que su PBI aumente en torno al 2 por ciento en 2014.

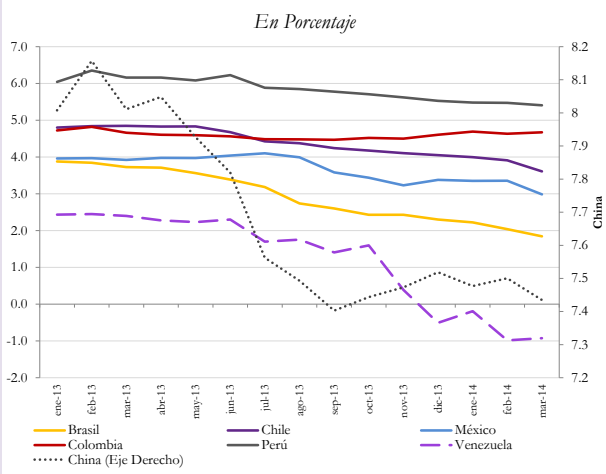
[11] Con la ayuda de nuestro modelo de Vientos Globales podemos estimar el efecto neto de estos factores globales sobre el crecimiento de LAC. El modelo se basa en una regresión del crecimiento del PBI real de SAM sobre el crecimiento de China y los países del G-7, así como las expectativas relativas de las variables de alta frecuencia. Véase de la Torre, Levi Yeyati y Pienknagura (2013b) para una descripción detallada de la metodología del modelo de Vientos Globales. Las predicciones para el modelo se basan en las proyecciones de consenso del crecimiento de los países del G-7 y de China; los precios de las materias primas proceden del *Pink Sheet* (el último disponible) del Banco Mundial y las variables financieras son estimaciones de LCRCE.

FIGURA 1.5. Tasas de Crecimiento y Pronósticos

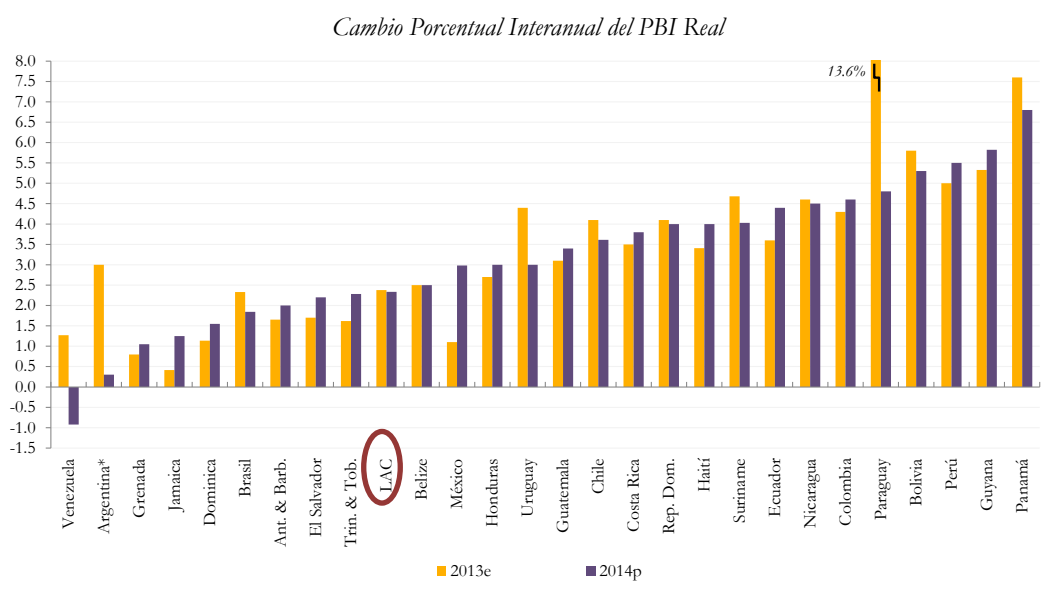
PANEL A. ***Crecimiento del PBI Real y Pronósticos Alrededor del Mundo***



PANEL B. ***Evolución de los Pronósticos***



PANEL C. ***Crecimiento del PBI Real y Pronósticos en LAC***



Notas: En el Panel A, los MICs de Europa del Este incluyen a Croacia, Estonia, Hungría, Lituania, Polonia, Romania, Eslovaquia y Turquía. Los MICs del Sudeste Asiático incluyen a Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia. EU 15 incluye a Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, España, Suecia y el Reino Unido. Crecimiento Pre Crisis (Promedio de): LAC 2004 -2007, EE MICs 2004-2007, SEA MICs 2004-2007, China 2003-2007, Estados Unidos 2003-2006, y EU15 2004-2007. El Panel B representa la evolución mensual de los pronósticos de Consensus. En el Panel C, el pronóstico de 2014 para Argentina está afectado por la falta de información detallada para el PBI base en 2013. Una nueva tasa oficial de crecimiento para 2013 se ha proveído recientemente, pero la información de los niveles sólo estará disponible después de que este reporte se haya finalizado. Los pronósticos se basan en las últimas estimaciones de Consensus y WEO, y en algunos casos, fueron ajustados de acuerdo a las proyecciones de los economistas del Banco Mundial de los distintos países. Fuentes: Consensus Forecasts (Marzo 2014), FMI (Octubre 2013), y el Banco Mundial.

Además de Colombia, Panamá y Perú, se espera que Bolivia, Guyana y Paraguay se incluyan entre los países con mejor desempeño de la región y crezcan al 4,5 por ciento o más en 2014. Venezuela está experimentando "estanflación", esto es, una combinación de crecimiento negativo e inflación elevada.[12] Se prevé que las naciones caribeñas crezcan al promedio regional o menos, con las

[12] La tasa de inflación oficial de Venezuela alcanzó el 57,3 por ciento anualizado en febrero de 2014.

notables excepciones de Guyana y Surinam, que son exportadores de materias primas, y la economía más grande y diversificada de República Dominicana. La proyección para Argentina en 2014 está influida por la falta de información detallada sobre el PBI base de 2013. Se ha publicado recientemente una nueva tasa de crecimiento para 2013, pero la información relativa al tamaño de la economía solo estará disponible después de que se publique este informe.[13]

Desgraciadamente, como ya se ha indicado, la probabilidad de que el crecimiento en 2014 sea inferior a la predicción actual es mayor que la probabilidad de que sea superior. Más allá de los factores globales y exógenos ajenos al control de los países de LAC, el factor más importante que podría mitigar los riesgos a la baja del crecimiento cíclico es la capacidad de cada país de amortiguar los choques, esto es, la capacidad de llevar a cabo las políticas contra-cíclicas que sean necesarias. Este aspecto subraya la importancia de la solidez de los marcos de las políticas macro-financieras, tal y como se analizará más adelante.

La exposición y la vulnerabilidad ante los choques externos: una introducción

Está claro que LAC necesitará intensificar sus esfuerzos en el ámbito de las reformas estructurales para incrementar el crecimiento no inflacionista en el largo plazo. El efecto total de dichas reformas, sin embargo, tardará en dar sus frutos. Mientras tanto, la región se enfrenta a riesgos financieros externos adversos y a riesgos relacionados con los precios de las materias primas. Según las expectativas actuales, es probable que la reducción de la FED de la facilitación cuantitativa dure al menos hasta el tercer trimestre de 2014, y el "despegue" de las tasas de política monetaria podría producirse durante la primera mitad de 2015. En la medida en que estas expectativas podrían revisarse, la probabilidad de que haya más turbulencias financieras sigue existiendo. De hecho, una salida más rápida de lo esperado de la facilitación cuantitativa o un "despegue" de las tasas de política monetaria anterior a lo previsto podrían desencadenar un nuevo brote de regresos en los flujos de capital de los ME, especialmente si hay muchas fluctuaciones en las expectativas del mercado.[14] Con respecto a la evolución del "super-ciclo" de las materias primas de los últimos años, el ritmo de la reducción sigue siendo crítico, si bien incierto. Si la tasa de crecimiento de China se sitúa por debajo del objetivo oficial, los mercados de las materias primas podrían sufrir un golpe adicional.

Las fluctuaciones de los flujos de capitales y las caídas en los precios de las materias primas

Dado el potencial considerable de que se materialicen los choques adversos, tanto financieros como de las materias primas, en el análisis que sigue trataremos de discernir qué países de LAC están más expuestos a los mismos y establecer qué es necesario para reaccionar con políticas contra-cíclicas. Conviene ser cautelosos en varios aspectos. En primer lugar, nos concentramos en la exposición a solo dos choques exógenos específicos: un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y una reducción en los precios de las materias primas. Por lo tanto, aunque un país

[13] Además de una nueva tasa de crecimiento oficial para 2013, en Argentina se introdujo, con ayuda del FMI, un nuevo índice de precios al consumidor (IPCNU) en febrero de 2014. Según el nuevo índice, la tasa de inflación mensual de enero fue del 3,7 por ciento.

[14] Koepke (2013) muestra evidencia econométrica según la cual el impacto de la FED sobre los flujos de cartera de entrada de los ME depende del ritmo de salida de la FED con respecto a las expectativas del mercado y la volatilidad de esas expectativas a lo largo del tiempo.

tenga un grado bajo de vulnerabilidad si no está expuesto a estos choques específicos, puede que al mismo tiempo tenga también una gran vulnerabilidad con respecto a otros tipos de choques exógenos, como una ralentización en el crecimiento estadounidense o un desastre natural. Hemos centrado nuestro análisis en el endurecimiento de las condiciones financieras y las reducciones en el precio de las materias primas porque creemos que estos factores son los que más amenazan a la región en el futuro próximo.

En segundo lugar, no tratamos de comparar la región de LAC con otras regiones en desarrollo, sino que evaluamos la exposición y la vulnerabilidad de un país de LAC con respecto a los demás países de la región. En tercer lugar, este es un ejercicio de equilibrio parcial (funciona si todo lo demás permanece constante) y toma como dado el tamaño del choque tras considerar únicamente choques de tamaño moderado. Es probable que los choques de mayor tamaño afecten a otras variables globales, lo que requeriría una recalibración de las predicciones. Finalmente, el ejercicio se centra en las implicaciones potencialmente adversas de los choques externos. Las implicaciones desfavorables de los errores de las políticas internas no se analizan, si bien reconocemos que, en este aspecto, la heterogeneidad entre los países de la región es grande.

Las fluctuaciones de los flujos de capitales: exposición y vulnerabilidad dentro de LAC

Los ME experimentaron una reversión significativa de los flujos de capitales en cuanto comenzaron las conversaciones relativas a la reducción de la facilitación cuantitativa. Por ejemplo, las compras de fondos de inversión de los bonos de los países en desarrollo se desplomaron tras el anuncio de la reducción de la facilitación cuantitativa y solo han comenzado a estabilizarse recientemente.[15] Las fluctuaciones repentinas de las percepciones de los inversores vinculadas con los flujos bancarios y de cartera no plantean, como es lógico, sorpresas para la región de LAC, si bien son más pronunciados ahora que en el pasado reciente con respecto a los flujos de bonos. De hecho, LAC ha sido la región de ingreso mediano más afectada por la regresión de los flujos de entrada de capitales brutos (bonos) (**Gráfico 1.6, Panel A**). Brasil y México dan cuenta de más de la mitad de estos flujos a la región. Además, hay un estudio reciente según el cual, en los últimos años, las corporaciones de LAC han incrementado significativamente su deuda nominada en dólares estadounidenses. En la medida en que estas posiciones no están cubiertas o en la medida en que se hayan producido desajustes en las monedas, también se habrían producido riesgos estructurales de balance o riesgos de liquidez.[16]

Además, el incremento en la volatilidad de los flujos de capitales a los ME parece deberse a factores globales, esto es, a factores no relacionados con las políticas económicas internas de los ME individuales y más allá del control de las mismas. Dicho de otro modo, buena parte de la estabilidad de los flujos de entrada de capitales experimentada por los países de LAC parece estar determinada exógenamente, lo que se ve claramente reflejado en los resultados obtenidos con un análisis de

[15] El IIF (Instituto de Finanzas Internacionales, por sus siglas en inglés, *Institute for International Finance*) ha introducido recientemente un *Portfolio Flows Tracker* (localizador de los flujos de cartera) que suministra estimaciones mensuales de la cartera total de títulos de deuda y de las entradas de capitales a los mercados emergentes. Estas estimaciones revelan flujos de renta variable débiles a comienzos de 2014, si bien se recupera el flujo de deuda hacia los mercados emergentes. Véase Mohammed y Koepke (2014).

[16] Véase Powell (2014). El marcado cambio a la financiación externa mediante bonos en dólares y la relación entre esta tendencia y el incremento en el crédito interno requiere un análisis más profundo e información más detallada.

componentes principales realizado para medir el impacto de las variables globales de alta frecuencia (VIX, dólar estadounidense, rentabilidad del bono estadounidense a 10 años e índices de los precios de las materias primas) sobre los precios de los activos locales de los principales países de LAC con metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).[17] La contribución de los factores globales a las variaciones en los precios de los activos de LAC es mucho mayor a partir del año 2010 que durante el periodo 2003-2007 previo a la crisis (**Gráfico 1.6, Panel B**). Los resultados de otro ejercicio econométrico realizado indican que en torno al 80 por ciento de los cambios recientes en los flujos de capitales hacia los ME se explican por medio de los factores globales.[18] Si bien el movimiento conjunto de todos los precios de los activos no es inusual, el reforzamiento de esta coordinación en el periodo más reciente es sorprendente y subraya la importancia de los factores globales exógenos en la determinación de los precios de los activos internos y su influencia en las condiciones económicas internas.[19]

La intensificación del vínculo entre los acontecimientos financieros de los ME locales y los factores globales motiva más la necesidad de evaluar los grados de exposición y vulnerabilidad de los países de LAC ante un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Por exposición, en este caso, nos referimos al grado de integración del país en los mercados internacionales y, por lo tanto, su sensibilidad a los vaivenes de dichos mercados, que son, a su vez, independientes de las políticas y circunstancias internas del país. Sin embargo, exposición no implica necesariamente vulnerabilidad. Dos países con el mismo grado de exposición pueden tener distintos grados de vulnerabilidad dependiendo de su habilidad para lidiar con ese choque particular, esto es, de absorber y amortiguar los efectos internos (sobre la actividad económica, el empleo y la estabilidad financiera). Así pues, en el camino entre la exposición y la vulnerabilidad se encuentra la capacidad de las políticas para absorber choques.[20]

Para medir el grado de exposición de un país al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, recurrimos a la combinación de tres criterios. En primer lugar, consideramos el grado en que los precios de los activos locales están determinados por factores globales. Para ello, estimamos regresiones de los precios de los activos (monedas, bonos y acciones) para las ocho economías más grandes de LAC sobre un conjunto de variables globales de alta frecuencia.[21] En segundo lugar, cuando no hay datos trimestrales detallados disponibles, aproximamos la exposición

[17] El modelo sigue a Levy Yeyati y Williams (2012).

[18] Estimamos un modelo para evaluar el efecto de las variables globales financieras sobre los flujos de capitales a los ME. Este modelo incluye tanto factores locales (medidos como sorpresas económicas) como globales (rentabilidad a 10 años del bono estadounidense, aversión al riesgo, aproximada mediante el VIX y la prima corporativa BBB, y un grupo de variables dicotómicas (*dummy variables)* que son iguales a uno durante el anuncio de las conversaciones relativas a la reducción de la facilitación cuantitativa). Nuestros resultados indican que el 80 por ciento del movimiento de las entradas de capital (en bonos) se debe a factores globales. Este modelo sigue en parte a Koepke (2013).

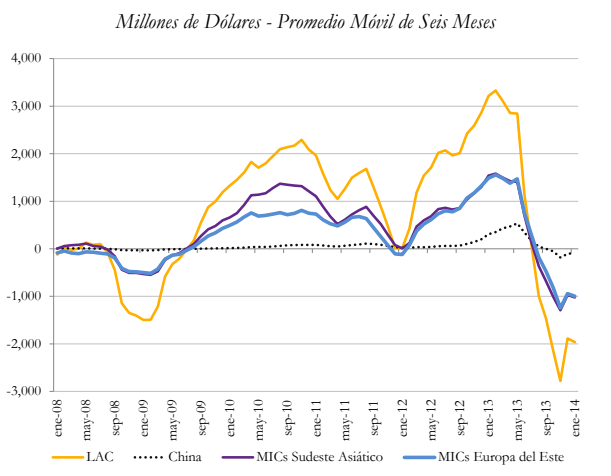
[19] Véase por ejemplo Canuto y Ghosh (2014) para un análisis lúcido de la naturaleza pro-cíclica de los préstamos bancarios y los vínculos entre el crédito interno y las finanzas internacionales.

[20] La Vulnerabilidad ante un choque "i" es igual a la Exposición "E" ajustada por la Capacidad de Respuesta "CR". Una formulación sencilla como $V_i=E_i/RC_i$ muestra la relación inversa entre la Vulnerabilidad y la Capacidad de Respuesta para un determinado nivel de Exposición. Si la Exposición es igual a cero, la Vulnerabilidad también lo será.

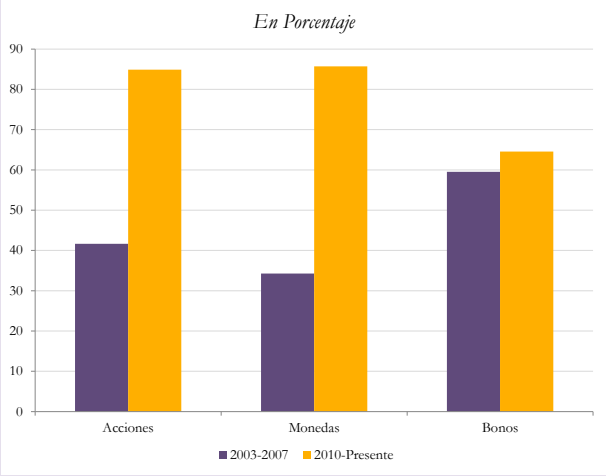
[21] Los factores globales de alta frecuencia usados incluyen el VIX, el dólar estadounidense, la rentabilidad a 10 años del bono estadounidense y los índices de los precios de las materias primas. Los coeficientes de determinación explican más del 70 por ciento de la variación en los precios de los activos y solo el de Venezuela es inferior al 40 por ciento. Se utilizaron datos trimestrales del año 2003 al 2013.

FIGURA 1.6. Exposición a Condiciones Financieras Estrechas

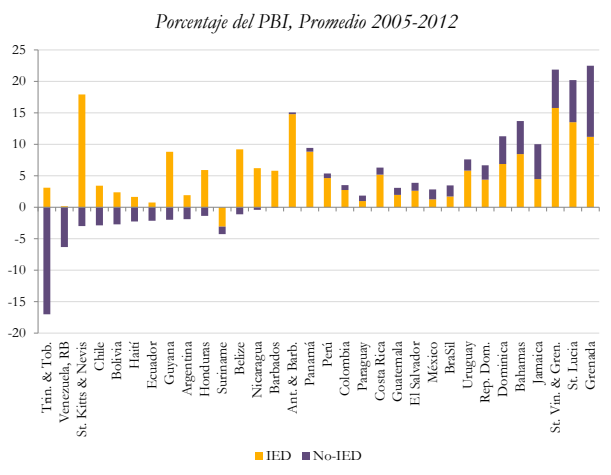
PANEL A. ***Flujos de Bonos***



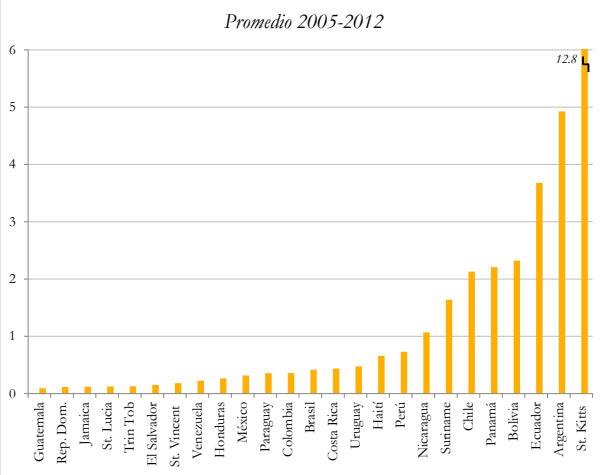
PANEL B. ***Importancia Relativa de Factores Globales en los Precios de Activos de LAC-IT***



PANEL C. ***Flujos Netos de Capital***



PANEL D. ***Volatilidad de Flujos de Portafolio***



Notas: En el Panel B se muestra el coeficiente de determinación (R^2) de la regresión del primer componente principal para cada clase de activos (Acciones, Monedas y Bonos) para LAC contra los factores globales, que incluyen el índice VIX, tipo de cambio nominal multilateral del US$ dólar, tasa de rendimiento a 10 años del bono del Tesoro de EE.UU, y el índice de bienes primarios CRB. La regresión se realizó usando datos mensuales para los períodos selectos en el gráfico. En el Panel D se muestra la desviación estándar de la razón de los influjos No-IED dividido entre el total de influjos de capitales más las remesas. Fuentes: Bloomberg, EPFR, IFS y LCRCE.

mediante el tamaño de los flujos de capital distintos a la IED (este concepto, al que nos referiremos en lo sucesivo como no-IED, incluye los flujos de cartera y de crédito) con respecto al PBI, así como la volatilidad de dichos flujos (**Gráfico 1.6, Paneles C y D**). Finalmente, dada la atención prestada en la literatura a los efectos comparados, consideramos también si los países pertenecen a uno o más de los índices globales como el MSCI de los ME, el MSCI Frontiers Markets o el JP Morgan's EMBI.[22]

[22] Véase por ejemplo Raddatz, Schmukler y Williams (2013).

Para evaluar la vulnerabilidad, consideramos varias medidas de la capacidad de las políticas de cada país de amortiguar un choque financiero externo. Para ello, recurrimos a una versión ligeramente ampliada de la metodología que introdujimos por primera vez hace dos años.[23] En concreto, recurrimos a un conjunto de indicadores que incluyen la flexibilidad del régimen del tipo de cambio, cuyo valor es mayor para los países con metas de inflación; la tasa real de política monetaria (lo que sugiere que hay cabida para reducirla); la brecha producción/inflación; el saldo primario/PBI; indicadores de solvencia del sector bancario; la deuda externa neta/PBI; y el saldo por cuenta corriente/PBI. Combinamos todos estos factores para evaluar si un país puede actuar de manera contra-cíclica mediante las políticas monetaria y fiscal, especialmente usando su moneda y la tasa de política monetaria como amortiguadores a la hora de soportar un choque externo. Con respecto a hace dos años, ha habido un incremento generalizado de la vulnerabilidad en la región de LAC, cuyos déficits por cuenta corriente han aumentado y cuyos superávits primarios se han reducido, lo que disminuye el margen de maniobra de las políticas. Asimismo, hay unos pocos países que están sujetos a procesos inflacionistas.

Considerando tanto la vulnerabilidad como la exposición al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, es fácil identificar dos grupos de países dentro de la región de LAC que están muy expuestos al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. En primer lugar, contamos con el grupo de los países más grandes de LAC que están bien integrados en los mercados de capitales globales. En segundo lugar, cabe considerar muchas naciones insulares del Caribe que son anfitrionas de flujos bancarios significativos, a menudo debido a su estatus bancario *offshore*. No obstante, los dos grupos contrastan en términos de sus grados de vulnerabilidad.

El primer grupo incluye países en los que los marcos de las políticas monetarias con metas de inflación están más consolidados. Se trata de los países de la región con más capacidad de absorber choques mediante la política monetaria contra-cíclica, entre los que se incluyen Colombia, Chile, México y Perú (**Gráfico 1.7, Paneles A y B**). Estos países tienen una elevada exposición al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales pero, al mismo tiempo, tienen poca vulnerabilidad (en términos comparativos). Brasil es, en principio, también un país de la región con vulnerabilidad baja, dado su marco de la política monetaria con metas de inflación y flexibilidad del tipo de cambio; en la práctica, sin embargo, el margen de maniobra para implementar políticas monetarias contra-cíclicas de Brasil está algo restringido actualmente debido a las presiones inflacionistas, pues la inflación ha superado su tasa objetivo durante los últimos años (**Gráfico 1.8**). Como consecuencia, Brasil se ha visto obligado a incrementar la tasa de interés pese a que el crecimiento económico se ha desacelerado.[24]

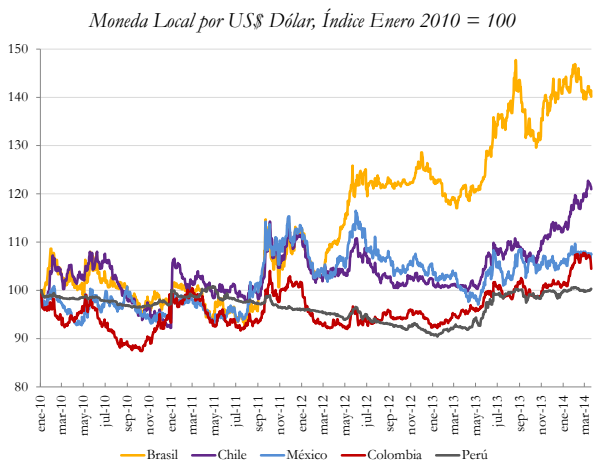
En cambio, los países del segundo grupo no solo están muy expuestos, sino que además tienen poca o nula capacidad de absorber los choques y, por lo tanto, son muy vulnerables al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. De hecho, muchos países del Caribe están muy endeudados, tienen escaso margen de maniobra fiscal y no tienen una política monetaria independiente. En el extremo opuesto se encuentran los países de LAC que tienen poca exposición a las condiciones financieras internacionales porque no están integrados significativamente en los mercados financieros internacionales y, por lo tanto, no dependen (en el sentido macroeconómico)

[23] Véase De la Torre, Didier y Pienknagura (2012).

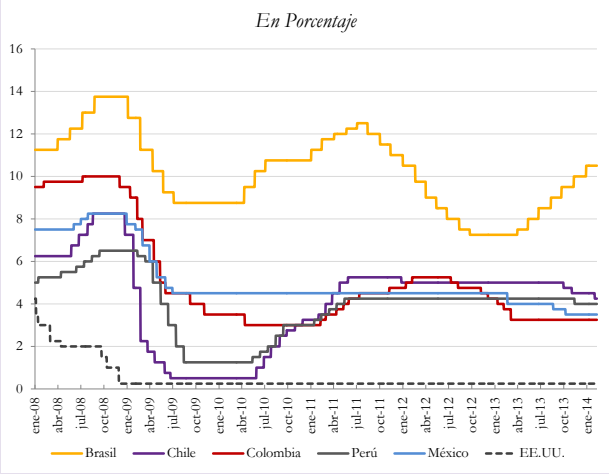
[24] Algunos observadores sostienen que el PBI potencial de Brasil es una meta móvil y que en los últimos años ha llegado a caer hasta el 3,5 por ciento. Véase por ejemplo Kaufman y García-Escribano (2013).

FIGURA 1.7. Monedas y Respuestas de Política en LAC IT

PANEL A. ***Monedas en LAC-IT***



PANEL B. ***Tasas de Política en LAC-IT y EE.UU.***



Fuentes: Bloomberg y LCRCE.

del financiamiento externo. Estos países son, por definición, poco vulnerables ante un endurecimiento exógeno de las condiciones financieras internacionales. Entre ellos, el caso más destacable es el de Bolivia.

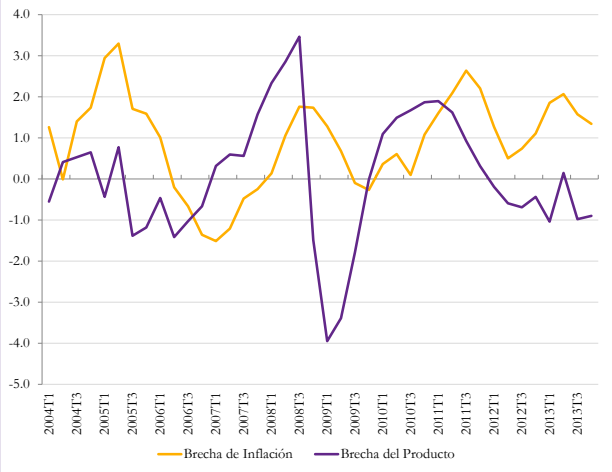
Las caídas de los precios de las materias primas: exposición y vulnerabilidad dentro de LAC

Es posible que el marcado crecimiento de China durante la última década haya sido un determinante fundamental de la escalada sin precedentes de los precios de las materias primas. El crecimiento chino fue tan fuerte e intensivo en el uso de materias primas (especialmente metales), que los precios de las mismas se desvincularon del crecimiento en los países de ingreso alto. De hecho, el crecimiento del PBI de China es el factor que más fuertemente (y positivamente) se correlaciona con los cambios en los precios de las materias primas minerales (**Tabla 1.1**).

No obstante, conforme el crecimiento chino se ha desacelerado hasta aproximadamente el 7,5% anual, el impacto se ha hecho sentir en los precios de las materias primas. La mediocre recuperación de los países de ingreso alto no ha bastado, por el momento, para compensar el impacto negativo de la reducción del crecimiento chino. Además, después de varios años de expansiones rápidas del crédito, China se enfrenta ahora a presiones financieras que están repercutiendo en los mercados de las materias primas. Por ejemplo, el cobre ha sido el aval favorito al que han recurrido las corporaciones chinas muy endeudadas para garantizar sus préstamos. Conforme los impagos corporativos se multipliquen, lo que se espera que suceda en numerosos casos, el riesgo de ventas forzadas de activos aumentará y los precios del cobre se verán afectados por partida doble.

El potencial de los choques futuros a las materias primas plantea un segundo grupo de binomios exposición-vulnerabilidad en LAC, esta vez vinculados con una reducción exógena de los precios de las materias primas. En este caso, el grado de exposición aumenta con el tamaño de las exportaciones netas de materias primas del país como porcentaje del PBI, que es bajo o incluso

FIGURA 1.8. Brasil: Brechas del Producto e Inflacionaria



Notas: La brecha de inflación es la diferencia entre la tasa de inflación efectiva y el objetivo de inflación del banco central (punto medio). La brecha del producto se calculó usando un filtro Hodrick-Prescott. Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Brasil, y LCRCE.

negativo para los importadores netos de materias primas, y elevado y creciente para los exportadores netos de materias primas (**Gráfico 1.9**). Los países de LAC oscilan entre menos 13 por ciento en el caso de Sta. Lucía, importador de materias primas, y 29 por ciento en el caso de Trinidad y Tobago, país exportador de materias primas.

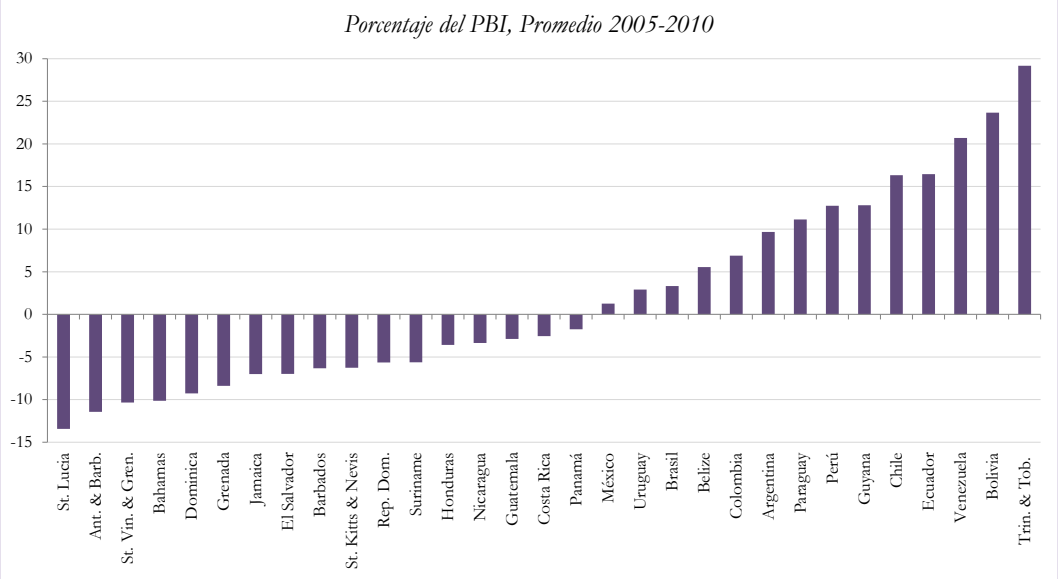
Con respecto a la vulnerabilidad, utilizamos el mismo grupo de indicadores que en nuestra evaluación previa de los choques financieros porque los factores que generan una capacidad sólida de respuesta son comunes a los dos tipos de choques. Por ejemplo, la capacidad de dejar que el tipo de cambio se deprecie sin efectos negativos de balance o sobre la inflación permite que el impacto positivo amortigüe el choque derivado tanto del endurecimiento de las condiciones financieras como de la reducción del precio de las materias primas (si el país es exportador neto).

Tabla 1.1: Matriz de Correlación

	CRB Bienes Primarios	CRB Alimentos	CRB Metales	Petróleo	Soja	Cobre	EE.UU.	China	Euro	G7	Índice de Dólar
CRB Bienes Primarios	1										
CRB Alimentos	0.8594*	1									
CRB Metales	0.8160*	0.4557*	1								
Petróleo	0.6355*	0.5014*	0.5571*	1							
Soja	0.6136*	0.6974*	0.3213*	0.4934*	1						
Cobre	0.7126*	0.3677*	0.9295*	0.6195*	0.2132	1					
EE.UU.	0.4502*	0.2417	0.5156*	0.4567*	0.2061	0.4898*	1				
China	0.6929*	0.4063*	0.7871*	0.6213*	0.3906*	0.7120*	0.2866*	1			
Zona Euro	0.6763*	0.6000*	0.6031*	0.5048*	0.3368*	0.5801*	0.7154*	0.5633*	1		
G7	0.5944*	0.4179*	0.5829*	0.5153*	0.2775*	0.5526*	0.9518*	0.4063*	0.8642*	1	
Índice de Dólar	-0.6861*	-0.5631*	-0.5948*	-0.5733*	-0.6350*	-0.4428*	-0.3637*	-0.4786*	-0.3939*	-0.3927*	1

Notas: Matriz de Correlación entre tasas de crecimiento anual de los precios de bienes primarios y el crecimiento anual del PBI de EE.UU., China, Zona Euro y el G7. Índice de Dólar es el crecimiento anual de la tasa de cambio nominal multilateral del dólar de EE.UU. (*) denota significancia al 95% o mayor. Fuente: Bloomberg, OECD Statistics y LCRCE.

FIGURA 1.9. Exposición a Caídas en los Precios de los Bienes Primarios: Exportaciones Netas de Bienes Primarios



Fuente: Datos de Spatafora & Tytell (2009) y LCRCE.

De nuevo, podemos identificar dos grupos contrastantes de países de LAC. En un extremo tememos a los países importadores netos de materias primas, localizados sobre todo en Centroamérica y el Caribe, y que tienen baja exposición (de hecho, se beneficiarían con una reducción uniforme de los precios de las materias primas). Por lo tanto, estos países no son vulnerables a este tipo concreto de choque externo. En el extremo opuesto se encuentran los países exportadores netos de materias primas, situados sobre todo en Sudamérica, que están muy expuestos a una reducción del precio de las materias primas. Sin embargo, no todos los países de este segundo grupo son igual de vulnerables. Algunos, como Chile y Perú, son relativamente poco vulnerables porque tienen amortiguadores fiscales significativos (ahorros acumulados durante los periodos anteriores de bonanza de las materias primas) y un margen de maniobra considerable para la política de tipo de cambio y la política monetaria contra-cíclica. Otros países de este grupo, como Bolivia, disponen de una capacidad limitada de respuesta de la política monetaria debido a que su régimen de tipo de cambio es mucho menos flexible, pero a cambio tienen amortiguadores fiscales y de reservas internacionales muy fuertes.

Sin margen de error

Este complejo entorno externo (en el que las turbulencias parecen derivarse fundamentalmente del proceso de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas y la reevaluación continua de los acontecimientos en China) sitúa el énfasis en las políticas internas. Pese a que este capítulo se ha centrado en escenarios en los que la región podría verse afectada por choques externos adversos, en especial por un mayor endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y por reducciones adicionales de los precios de las materias primas, también hay potencial de choques adversos de las políticas internas. Efectivamente, las heridas autoinfligidas derivadas de las políticas erróneas podrían producirse y serían aún más costosas bajo las circunstancias actuales, ya que estas amplificarían los efectos de los choques externos.

En el corto plazo, la calidad del sistema inmunitario macro-financiero es el determinante más importante de la capacidad de los países para lidiar con los vaivenes del entorno externo. Los países con un entorno de las políticas macro-financieras más sólido serán recompensados con una mejor capacidad para capear temporales, y por lo tanto serán también más capaces de proteger las mejoras sociales logradas durante la última década. En cambio, aquellos países que carecen de amortiguadores macro-financiero se enfrentarán, dependiendo de su grado de exposición a los choques externos, a ajustes más duros y reducciones más marcadas del crecimiento, arriesgándose así a una revocación de las mejoras sociales.

Es cierto que hay un buen número de países de la región, especialmente aquellos con regímenes de metas de inflación, cuya capacidad de amortiguar los choques (esto es, de atenuar sus efectos sobre la economía interna) es mucho mejor que en los años noventa. Sin embargo, también es cierto que los amortiguadores (los fiscales en especial) no son tan fuertes en la región hoy como lo eran en 2008, justo antes de la crisis global. Por consiguiente, sería ideal que los países de LAC reequilibraran la combinación de las políticas fiscal y monetaria hacia una política fiscal más restrictiva y una política monetaria menos estricta para estar así mejor preparados para lidiar con la volatilidad externa. De hecho, una posición fiscal más fuerte aumentaría el margen de los bancos centrales para reducir los tipos de interés y permitir que las monedas se deprecien tanto como sea necesario sin tener que afrontar consecuencias inflacionistas.

Un reto importante para la región, dada la desaceleración del crecimiento que está experimentando, es el peso que se espera que las presiones sociales y políticas ejerzan sobre el proceso fiscal. Este sería comprensible, habida cuenta de que los latinoamericanos se han acostumbrado a lo largo de la última década al rápido progreso social, por lo que es posible que esperen que este continúe en el futuro. Desgraciadamente, con las reducidas tasas de crecimiento actuales, esto no será factible en casi ningún país de la región. Así pues, dar cabida a las políticas sociales bien diseñadas en los presupuestos nacionales al tiempo que se mantiene una sólida posición fiscal global supondrá un reto importante para los líderes políticos.

El panorama descrito de la coyuntura actual de la región es algo lúgubre, pero el futuro no tiene por qué ser desolador, pues los países pueden convertir las realidades sombrías en futuros mejores. El primer aspecto que habrá que abordar será la mitigación del deterioro del ciclo en la medida de lo posible, al tiempo que se mantiene la inflación baja y los indicadores macroeconómicos en niveles adecuados. Como mínimo, los países deberán esforzarse para evitar que las políticas erróneas magnifiquen la fase del ciclo. No obstante, más allá del ciclo, resultará crucial escapar del equilibrio de crecimiento bajo en el que LAC parece hallarse atrapada, lo que requerirá reformas vigorosas centradas en el crecimiento. Sin embargo, puede que las cosas no sean tan negativas como parecen, incluso en lo que respecta al ciclo. En concreto, en el ámbito de la volatilidad de los flujos de capitales, la situación de LAC no es tan peligrosa como lo fue en los años noventa. Esto se debe, simplemente, a que ha habido un cambio significativo en la composición del flujo con el que LAC financia sus déficits externos durante la última década. En el siguiente capítulo analizamos este fenómeno.

Capítulo 2
Una nueva perspectiva sobre la IED y las remesas en LAC

El regreso de los déficits por cuenta corriente

Tras un breve y modesto periodo de superávits que precedió a la crisis financiera global, los déficits por cuenta corriente (CC) han regresado a la región de América Latina y el Caribe (LAC, por sus siglas en inglés, *Latin America and the Caribbean*) en los últimos años (**Gráfico 2.1, Panel A**). En promedio, los déficits de LAC se han incrementado de manera continua durante los últimos cinco años: de aproximadamente un 1 por ciento del PBI en 2008 y 2009 a cerca del 2 por ciento del PBI en 2012.

El crecimiento del déficit se ha producido mientras los precios de las materias primas se reducían. Por lo tanto, es tentador concluir que el destino de la CC de LAC está inequívocamente vinculado a los precios de las materias primas. Después de todo, muchas personas han sostenido que el impresionante desempeño de LAC durante los años 2000 no fue ajeno al "super-ciclo" de las materias primas que se produjo durante el mismo periodo. No obstante, al analizar más pormenorizadamente la relación entre los precios de las materias primas y el saldo por CC de LAC surge un panorama lleno de matices.

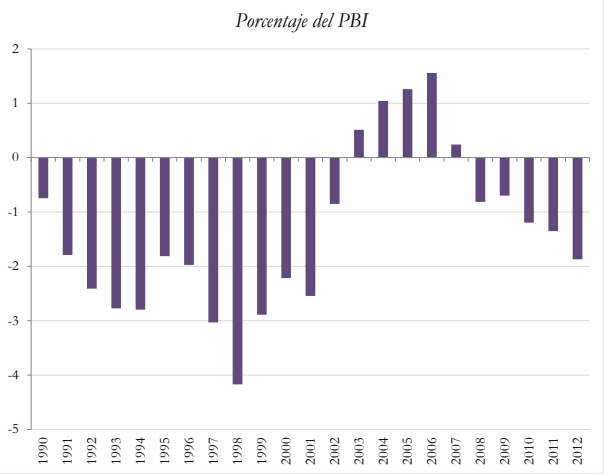
No cabe duda de que el marcado incremento de los precios de las materias primas durante principios y mediados de los años 2000 impulsó significativamente a la región hacia los superávits por CC por primera vez en décadas. De hecho, los patrones regionales caracterizados anteriormente se explican fundamentalmente por los exportadores netos de materias primas de la región, que a su vez dan cuenta de la mayor parte del PBI y la población regionales (**Gráfico 2.1, Paneles B y C**).[25] Si bien tanto los exportadores como los importadores netos de materias primas tuvieron déficits durante los años noventa y principios de los años 2000, fueron los exportadores netos los que alcanzaron superávits durante el periodo 2003-2007.

Sin embargo, hay una clara discrepancia entre el calendario de la caída de los precios de las materias primas, que se produjo en el último trimestre de 2008, y el deterioro marcado de los saldos por CC de LAC, que comenzó en 2007 y ha continuado hasta la actualidad. El superávit por CC de la región en su conjunto se redujo desde el pico del 1,5 por ciento del PBI en 2006 a un mero 0,24 por ciento del PBI en 2007, mucho antes del comienzo de la crisis financiera global y la caída del precio de las materias primas. Este contraste se hace más patente al comparar a los exportadores y los importadores netos de materias primas. El empeoramiento de los déficits por CC para los segundos

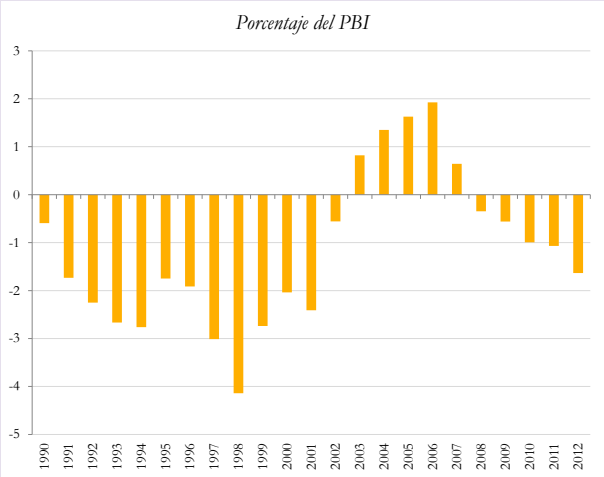
[25] Los exportadores (importadores) netos de materias primas se definen como aquellos países que, en promedio, tuvieron un saldo de la balanza comercial positivo (negativo) con las materias primas durante el periodo 2005-2010. Los exportadores netos de materias primas incluyen: Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela. Los importadores netos de materias primas incluyen: Antigua y Barbuda, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Granada, Guatemala, Honduras, Jamaica, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, Nicaragua, Panamá, El Salvador, Surinam y San Vicente y las Granadinas.

FIGURA 2.1. Saldo de Cuenta Corriente

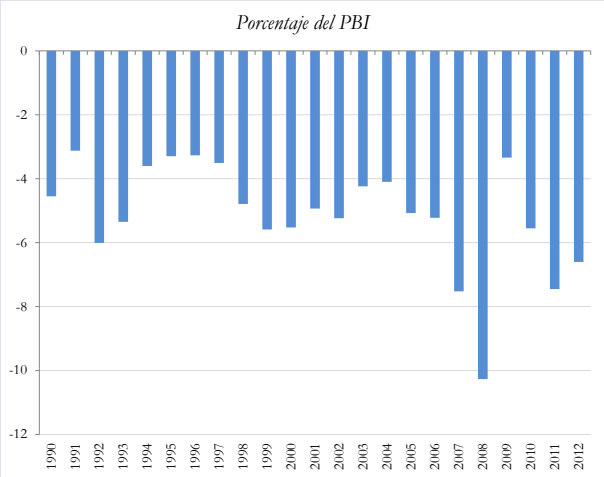
PANEL A. ***Saldo de Cuenta Corriente en LAC 1990-2012***



PANEL B. ***Exportadores Netos de Bienes Primarios en LAC***



PANEL C. ***Importadores Netos de Bienes Primarios en LAC***

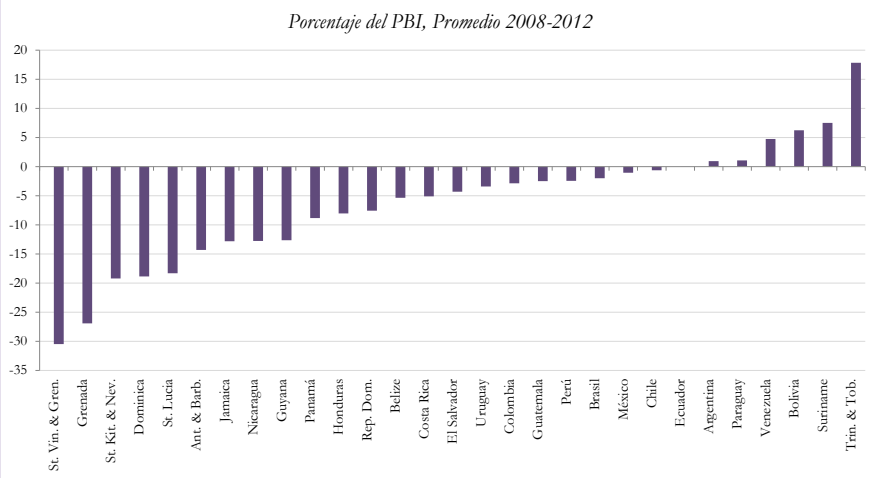


Notas: En el Panel A se muestra el promedio ponderado de 29 países en LAC: Argentina, Antigua y Barbuda, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Ecuador, Grenada, Guatemala, Guyana, Honduras, Jamaica, St. Kitts y Nevis, St. Lucia, México, Nicaragua, Panamá, Perú, Paraguay, El Salvador, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay, San Vicente y Granadinas, y Venezuela. En el Panel B y C, los exportadores netos de bienes primarios (importadores) se definen como aquellos países que, en promedio, tuvieron un saldo comercial de bienes primarios positivo (negativo) en 2005-2010. Exportadores netos de bienes primarios incluyen: Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay, y Venezuela. Importadores netos de bienes primarios incluyen: Antigua y Barbuda, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Grenada, Guatemala, Honduras, Jamaica, St. Kitts y Nevis, Santa Lucia, Nicaragua, Panamá, El Salvador, Surinam, y San Vicente y Granadinas. Fuentes: LCRCE y estadísticas de Balanza de Pagos del FMI.

continuó a lo largo de 2008 y llegó a superar el 10 por ciento, lo que refleja el incremento constante de los precios de las materias primas. En cambio, el saldo por CC de los exportadores netos se redujo desde casi el 2 por ciento del PBI en 2006 hasta el 0,6 por ciento del PBI en 2007 y se convirtió en déficit (del 0,3 por ciento del PBI) en 2008.

La desconexión entre las dinámicas de los precios de las materias primas y los déficits por CC de LAC, sobre todo para los exportadores de materias primas, se intensificó después de la crisis financiera global. Tras una reducción repentina en el punto álgido de la crisis, los precios de las materias primas se recuperaron bastante rápidamente, sobre todo los de los productos energéticos, y para mediados de 2011 ya estaban de nuevo en máximos históricos. El rápido repunte de los precios

FIGURA 2.2. Saldo de Cuenta Corriente, Promedio 2008 - 2012



Notas: Las barras representan el saldo de cuenta corriente promedio para los años 2008 – 2012. Fuentes: LCRCE y estadísticas de Balanza de Pagos del FMI.

de las materias primas desencadenó un deterioro marcado de los saldos por CC de los importadores netos de materias primas, que alcanzaron un déficit de casi el 8 por ciento del PBI en 2011. No obstante, los superávits por CC no regresaron para los exportadores netos de materias primas, sino que continuaron su caída y llegaron al 1,6 por ciento del PBI en 2012.

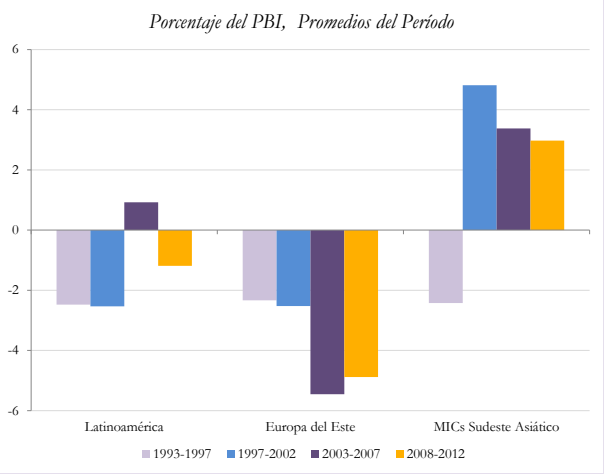
Pese a que el deterioro de los saldos por CC durante el periodo 2008-2012 es común a toda la región de LAC, la heterogeneidad de las magnitudes de los déficits es sustancial. La relación general entre el saldo promedio por CC y el estatus del país como importador/exportador de materias primas se sigue manteniendo en este periodo, esto es, los importadores netos de materias primas tienen déficits mayores que los exportadores netos (**Gráfico 2.2**). Sin embargo, la heterogeneidad existente dentro de estos dos grupos de países es considerable.

Por ejemplo, entre los importadores netos, las islas del Caribe han tenido déficits mucho mayores que los países de Centroamérica. Asimismo, entre los exportadores netos de materias primas, los déficits por CC han oscilado entre el 3,4 por ciento de déficit de Uruguay y el superávit del 17,8 por ciento de Trinidad y Tobago. Cabe destacar que solo algunos de los principales exportadores netos de energía y productos minerales (como Bolivia, Trinidad y Tobago y Venezuela) han logrado mantener sus superávits por CC.

En comparación con otras regiones de ingreso mediano (MIC, por sus siglas en inglés, *middle-income countries*), la evolución del saldo por CC de LAC es singular (**Gráfico 2.3**). A mediados de los años noventa, tanto LAC como los MIC de Asia sudoriental (SEA, por sus siglas en inglés, *South East Asia*) y los MIC de Europa oriental (EE, por sus siglas en inglés, *Eastern Europe*) tuvieron déficits en torno al 2,5 por ciento del PBI.[26] A partir de ese momento, el camino seguido por los déficits por CC de estas tres regiones ha sido muy distinto. Los MIC de SEA adoptaron un modelo de crecimiento basado en las exportaciones a finales de los años noventa y han mantenido superávits

[26] A lo largo de este capítulo compararemos el desempeño de LAC con el de dos regiones de ingreso mediano: los MIC de Europa oriental (Croacia, Estonia, Hungría, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Turquía) y los MIC de Asia sudoriental (Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia).

FIGURA 2.3. Saldo de Cuenta Corriente en Regiones Selectas



Notas: El saldo de cuenta corriente por región es el promedio ponderado de cada región. Las barras representan el promedio simple de los años en cada período. Los MICs de Europa del Este incluyen a Croacia, Estonia, Hungría, Lituania, Polonia, Romania, Eslovaquia, y Turquía. Los MICs del Sudeste Asiático incluyen a Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia. Fuentes: LCRCE y estadísticas de Balanza de Pagos del FMI.

desde entonces. En cambio, los MIC de EE siguieron un patrón similar al de los saldos por CC de LAC hasta que el "super-ciclo" de las materias primas alcanzó su máximo esplendor. Los MIC de EE, importadores netos de materias primas, sufrieron un empeoramiento drástico del saldo por cuenta corriente y sus déficits superaron el 5 por ciento del PBI en promedio durante 2003-2007. Además, durante los últimos años han seguido teniendo déficits.

En resumen, tal y como se ha expuesto en informes previos de esta misma serie, LAC metabolizó los fuertes vientos favorables procedentes del "super-ciclo" de las materias primas en un patrón de crecimiento elevado basado en la demanda interna, lo que a su vez derivó en un deterioro de los saldos por CC.[27] Este, a su vez, se refleja en el hecho de que, pese al auge de las materias primas, las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento en los años 2000 para casi todos los países de LAC. Esto no niega la contribución positiva que las exportaciones tuvieron por sí solas, sino que refleja la combinación del crecimiento lento de los volúmenes de las exportaciones y el crecimiento rápido de los volúmenes de las importaciones (facilitado por los mayores precios de las exportaciones y fundamentalmente vinculado con los bienes intermedios y de capital). Además, este fenómeno subraya que las enormes mejoras en los términos de intercambio experimentadas por los países exportadores de materias primas de LAC se transformaron en una dinámica de crecimiento centrada en la demanda interna, sea en el consumo o en la inversión, que recayeron tanto en los bienes producidos internamente y en las importaciones. En este sentido, el rasgo común del patrón de crecimiento de LAC consiste en que el crecimiento está determinado por la demanda interna, en contraste con el crecimiento determinado por las exportaciones que caracteriza a los países de Asia oriental (tanto a los nuevos como a los viejos tigres). Así, los déficits por CC han regresado a LAC y es posible que estén aquí para quedarse, al menos en un futuro previsible.

¿Debería la región de LAC preocuparse por los déficits por CC recurrentes? ¿O son irrelevantes para el desempeño económico de la región? Para contestar estas preguntas resulta crucial determinar cuáles son las fuentes de financiación de los déficits por CC de LAC. ¿Se financian los déficits de

[27] Véase De la Torre, Levy Yeyati y Pienknagura (2013ª).

LAC fundamentalmente a corto plazo o mediante financiación a largo plazo? ¿Esta financiación llega en forma de contratos sobre acciones o sobre deuda? ¿Se componen los flujos de entrada mayormente de inversión extranjera directa (IED), de inversión extranjera no directa (no-IED) o de remesas? El siguiente apartado explora estas cuestiones y trata de caracterizar las virtudes y limitaciones de las fuentes de financiación de LAC.

Las fuentes de financiación de LAC

El regreso de los déficits por cuenta corriente a la región en el contexto actual de mayor aversión al riesgo global y alejamiento del capital de los mercados emergentes suscita la importante cuestión de la sostenibilidad de los déficits por CC de LAC. Conforme la Reserva Federal estadounidense modifica y adapta su política de reducción de la facilitación cuantitativa y la curva de rentabilidad de los bonos estadounidenses se hace más empinada, los flujos financieros hacia los mercados emergentes podrían agotarse y, en este contexto, LAC no sería una excepción.

Sin embargo, no todos los flujos financieros responden del mismo modo a los cambios en el panorama global, de manera que el grado de exposición de la región de LAC a un recorte general del capital depende en parte de las fuentes de financiación de la región.[28]

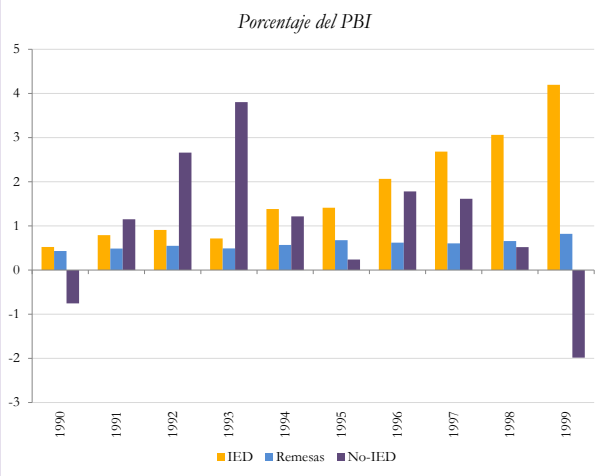
Como hemos subrayado en informes previos, en contra de la creencia popular, durante la última década la IED (en lugar de las inversiones en cartera) ha sido la principal fuente de financiación para LAC. No obstante, cabe destacar que, durante el mismo periodo (2000-2012), el crecimiento de los flujos de remesas también ha sido significativo (así, para la región en su conjunto alcanzan en torno al 70 por ciento del tamaño de los flujos netos de IED). Por ejemplo, durante los últimos diez años, el promedio de los flujos netos de IED a LAC se situó ligeramente por encima del 2 por ciento del PBI, al tiempo que las remesas representaron el 1,4 por ciento del PBI. Estas cifras contrastan marcadamente con las entradas netas de inversión extranjera no directa, que han seguido un fuerte patrón cíclico de subidas y bajadas. En concreto, durante el periodo completo la magnitud neta de los flujos fue de menos 0,14 por ciento del PBI. El análisis de la magnitud de estos flujos hacia LAC durante la última década (**Gráfico 2.4, Panel B**) ilustra claramente el modo en que LAC financia su déficit por CC: las entradas de IED y las remesas han jugado un papel crucial como fuentes de financiación de la región, mientras que los flujos no-IED han estado relegados a un papel más secundario.

Los patrones que han caracterizado a la década pasada plantean una ruptura clara con la historia. Los flujos de no-IED jugaron un papel primordial en la financiación de la región durante los años noventa y su magnitud ascendió al 1,35 del PBI. El final de los noventa y el comienzo de los años 2000 estuvieron marcados por una gran agitación financiera en los mercados globales con las crisis rusa y asiática, lo que dio lugar a grandes oscilaciones en los flujos de capitales de no-IED que pudieron contribuir a la devaluación monetaria de Brasil y la crisis subsiguiente en Argentina (**Gráfico 2.4, Panel A**). Al mismo tiempo, la magnitud de los flujos de IED, que se situó en un exiguo 0,8 por ciento del PBI a principios de los noventa, se incrementó drásticamente a lo largo de

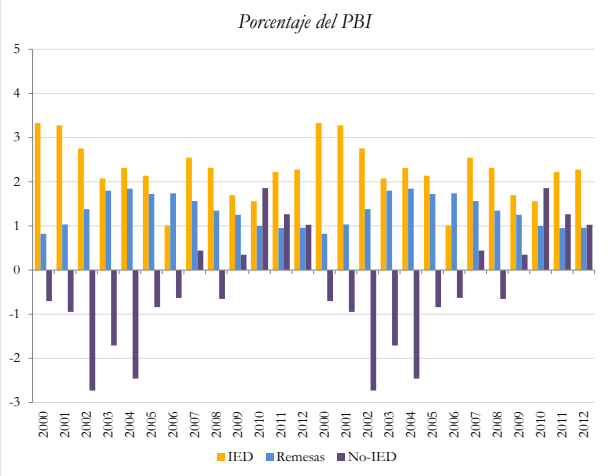
[28] Broner, Didier, Erce y Schmukler (2013) muestran que, durante las crisis financieras, sean o no globales, se reducen los flujos de todos los tipos. Sin embargo, la magnitud de estos efectos varía dependiendo del grado de desarrollo económico del país y del tipo de flujo.

FIGURA 2.4. Flujos Financieros Hacia LAC, 1990 -2000 & 2000 -2012

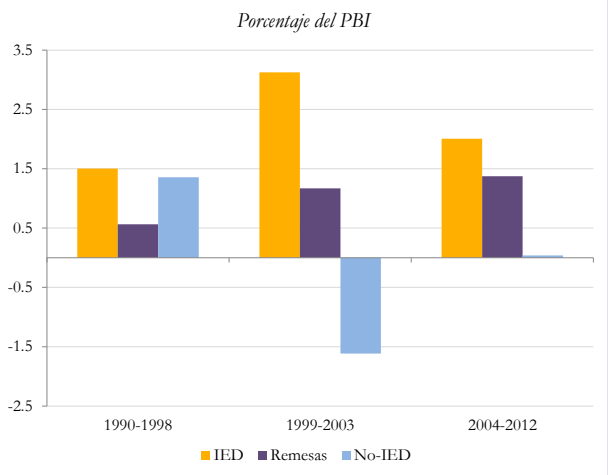
PANEL A. ***Flujos Netos a LAC en los 1990s***



PANEL B. ***Flujos Netos a LAC en los 2000s***



PANEL C. ***Flujos Netos a LAC***



Notas: En los Paneles A y B, cada barra representa el promedio ponderado de la región. Los flujos netos están como porcentaje del PBI. En el Panel C, las barras representan el promedio de cada período. Fuentes: LCRCE y estadísticas de Balanza de Pagos del FMI.

la década y alcanzó el 4,2 por ciento del PBI en 1999.[29] Las remesas tampoco fueron una fuente importante de financiación durante los años noventa y representaron, en promedio, menos del 0,6 por ciento del PBI.

En resumen, a lo largo de los últimos 20 años LAC ha trasladado la financiación de sus déficits exteriores de los flujos de no-IED a los flujos de IED y las remesas. La comparación de la importancia de cada uno de estos flujos durante los años noventa y 2000 (**Gráfico 2.4, Panel C**) revela que la IED se ha convertido en la fuente de financiación principal y que su importancia ha

[29] Cabe señalar que las cifras de IED están en parte determinadas por la ola de privatizaciones que se extendió por la región. Si bien no disponemos del valor efectivo de la IED procedente de las privatizaciones, nuestros cálculos indican que, en promedio, en torno al 36 por ciento del total de las fusiones y adquisiciones realizadas en LAC durante los años noventa pueden atribuirse a privatizaciones. Para realizar este cálculo, hemos definido las privatizaciones como toda inversión en fusiones y adquisiciones en los siguientes sectores: (40) electricidad, gas, vapor y suministro de agua caliente; (41) captación, purificación y distribución del agua; y (64) correos y telecomunicaciones.

aumentado con el tiempo desde un promedio de 1,77 por ciento del PBI en los años noventa hasta el 2,27 por ciento del PBI en el periodo 2000-2012. Quizás sea incluso más destacable el aumento de la importancia de las remesas como fuente de financiación de la región: han pasado de representar un promedio del 0,6 por ciento del PBI en los años noventa a representar el 1,34 por ciento del PBI, lo que implica que su tasa de crecimiento ha sido del 123 por ciento.[30] La reducción de la importancia de los flujos netos de no-IED también está clara, pues han pasado de suponer unos flujos de entrada netos de más del 1 por ciento del PBI en los años noventa a ser básicamente cero (0,4 por ciento del PBI a finales de los años 2000).

¿Cuáles son las implicaciones de este cambio drástico en la financiación? ¿Ayudará a la región a lidiar con el contexto global? Conforme la región se ha alejado de la financiación basada en la no-IED, ¿cómo ha afectado este cambio a la posición neta de los activos exteriores de los países? ¿Está la región alejándose de la deuda y acercándose a las acciones? Abordamos estas preguntas en el siguiente apartado.

La transformación de la posición inversora internacional de LAC

Un resultado colateral de los patrones observados de los flujos de financiación de LAC es la notoria transformación de la composición de los activos y pasivos externos de la región. Durante la década pasada de crecimiento elevado, la región ha mejorado la posición neta de sus activos exteriores (PNAE), pero lo que más se destaca es que ha desplazado la composición de los pasivos de la deuda a las acciones y se ha convertido en una acreedora neta de contratos sobre deuda del resto del mundo.[31]

Conforme la región desplazó sus fuentes de financiación hacia la IED y las remesas la composición de los pasivos cambió radicalmente desde el año 2000. El conjunto de la región ha incrementado el *stock* total de pasivos en 8 puntos porcentuales del PBI (**Gráfico 2.5, Panel A**), del 62 al 70 por ciento. Tal y como documentaron Lane y Milesi-Ferretti (2007), este incremento de los pasivos está totalmente determinado por el aumento de los pasivos por acciones, dado que los pasivos por deuda se redujeron. El *stock* de pasivos de IED aumentó del 21,2 por ciento del PBI al 32,6 por ciento del PBI y las inversiones de cartera también crecieron (del 4,9 al 13,5 del PBI). El incremento en los pasivos por acciones totales (IED e inversiones en cartera) fue compensado parcialmente por una reducción en los pasivos por deuda del 36,6 por ciento al 24,3 por ciento del PBI. En conjunto, los países han usado los flujos de IED, los superávits comerciales y las remesas para desapalancar y desdolarizar la economía, reduciendo así la fragilidad financiera.[32]

---

[30] Cabe realizar dos advertencias con respecto al análisis de las remesas. En primer lugar, conforme las remesas han ganado importancia y notoriedad, los países han mejorado de manera sistemática el registro de estos flujos en las estadísticas de las balanzas de pagos. Por lo tanto, una parte del incremento marcado de los flujos de remesas podría deberse a la mejora de los registros de las agencias gubernamentales. En segundo lugar, las estadísticas de la balanza de pagos reflejan solo las entradas por medio de mecanismos formales; después del 11 de septiembre, se ha vuelto más complicado realizar transacciones financieras mediante canales informales, lo que ha obligado a los individuos a recurrir a los mecanismos formales para transferir dinero. Además, la competencia en este mercado ha reducido el costo de enviar remesas, lo que a su vez ha incentivado a los emigrantes a abandonar los canales informales a favor de los formales. En resumen, hay una parte del gran incremento en los flujos de remesas que podría reflejar simplemente la formalización de los mismos.

[31] Los contratos sobre deuda incluyen activos por deuda y reservas de divisas.

[32] Véase Didier *et al.* (2012), que presentan evidencia según la cual esta nueva composición de los pasivos ha hecho que los países resistan mejor la crisis financiera global.

Al desplazamiento de los pasivos hacia las acciones lo acompañó un incremento sustancial de los activos de la región, mayormente en forma de reservas de divisas.[33] Durante la última década, los activos totales aumentaron un 49 por ciento, del 28 al 42 por ciento del PBI (**Gráfico 2.5, Panel B**).

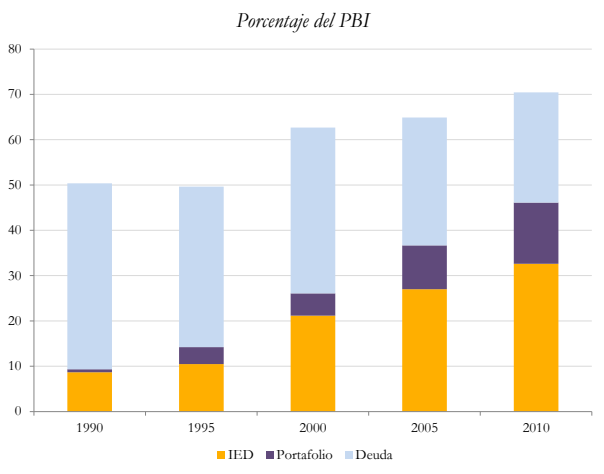
Este incremento es más pronunciado para las reservas de divisas, que aumentaron en más de 5 puntos porcentuales del PBI. No obstante, los activos por acciones totales (IED + inversiones en cartera) también se incrementaron sustancialmente, del 6,5 por ciento del PBI al 12,1 por ciento del PBI.

El marcado aumento de los activos ha derivado en una mejora generalizada en la PNAE de la región, que ha pasado de menos 34,5 por ciento del PBI en el año 2000 a menos 28,8 por ciento del PBI en 2010, esto es, ha habido una mejora de casi 6 puntos porcentuales del PBI. Sin embargo, quizás la transformación más destacable para LAC sea la que se descubre al analizar la posición neta de la región por tipo de flujo. Así, mientras que los pasivos por acciones netos han aumentado en los últimos años, LAC se ha convertido en una región acreedora neta de contratos sobre deuda con el resto del mundo. En contraste con lo observado sobre las dinámicas de los saldos por CC, el patrón de la composición de los activos exteriores netos de LAC se parece más al observado para los MIC de SEA y menos al de los MIC de EE (**Gráfico 2.6, Paneles A, B y C**).

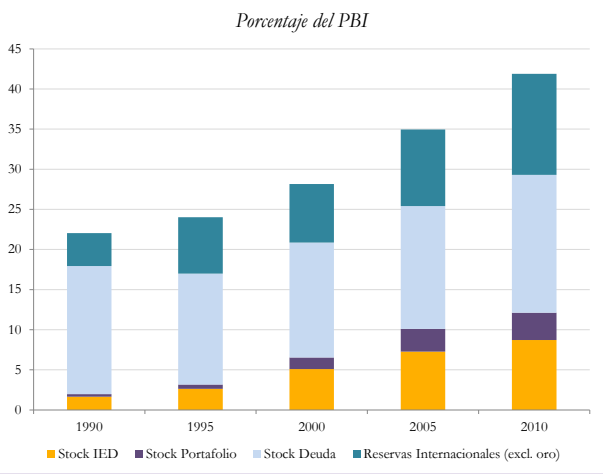
Por descontado, hay mucha heterogeneidad dentro de la región, especialmente en lo que respecta a la posición neta en deuda con el resto del mundo. Un rasgo común de LAC es que todos los países son deudores netos en los contratos sobre acciones, si bien las magnitudes varían mucho (**Gráfico 2.7, Panel A**), lo que subraya la importancia del papel de la IED y la creciente relevancia de las inversiones en cartera para la región. El panorama es muy distinto cuando se analiza la posición neta en los contratos sobre deuda (**Gráfico 2.7, Panel B**). Pese a que la mayoría de los países tienen

FIGURA 2.5. Activos y Pasivos en LAC

PANEL A. ***Composición de Pasivos en LAC***



PANEL B. ***Composición de Activos en LAC***



Notas: Los Paneles A y B, contienen el promedio ponderado para la región. La muestra de LAC incluye: las Antillas, Argentina, Antigua y Barbuda, Bermuda, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Ecuador, Grenada, Guatemala, Guyana, Honduras, Haití, Jamaica, St. Kitts y Nevis, St. Lucia, México, Nicaragua, Panamá, Perú, Paraguay, El Salvador, Trinidad and Tobago, Uruguay, St. Vicente y las Granadinas, y Venezuela. Fuentes: Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti; http://www.philiplane.org/EWN.html

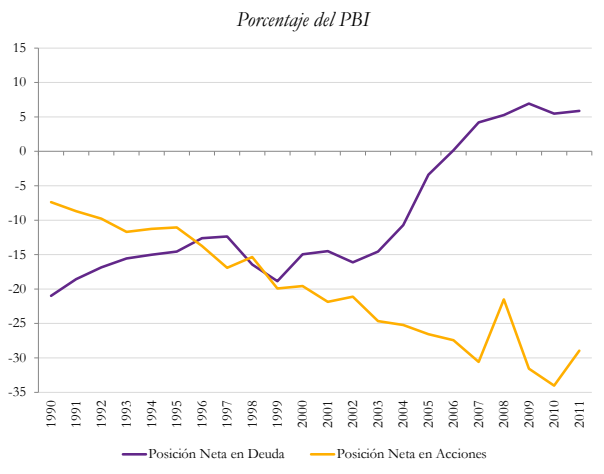
[33] La medida de las reservas de divisas excluye la tenencia de oro.

posiciones netas positivas, muchas de estas son bastante pequeñas. En un extremo se encuentran la mayor parte de los países del Caribe y algunos países de Centroamérica con posiciones de deuda relativamente grandes y negativas. En el extremo opuesto se sitúan países como Bolivia, Venezuela y Trinidad y Tobago (todos ellos grandes exportadores netos de minerales y energía), que tienen posiciones positivas y grandes, en su mayoría debido a una elevada tenencia de reservas de divisas. En un nivel inferior se encuentran Uruguay, Haití, Surinam, Guyana y Costa Rica, cuyas posiciones positivas superan el promedio regional del 5,5 por ciento del PBI.

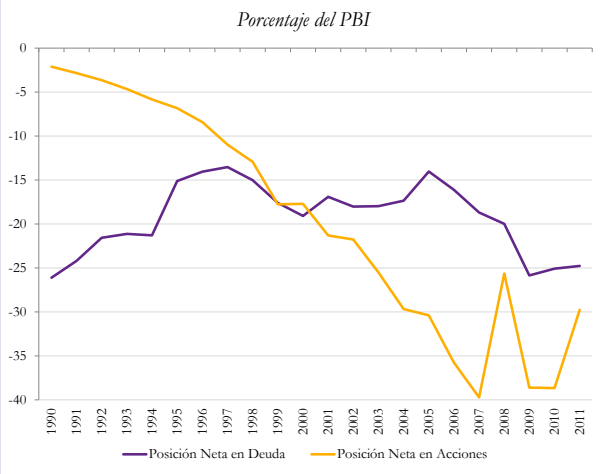
En resumen, a lo largo de la década pasada, la región ha recurrido mayoritariamente a la IED y a los flujos de remesas como fuentes externas de financiación, y los flujos de no-IED han sido relegados a un papel secundario. Este cambio ha sido tan profundo que ha transformado la composición de los pasivos de la región, que ahora usa cada vez más la financiación mediante acciones y tiene una posición acreedora neta en términos de los contratos sobre deuda. La región ha aprovechado la década de bonanza para acumular activos, sobre todo en forma de reservas de divisas, pero también ha aumentado la financiación basada en las acciones. Por lo tanto, pese a que LAC se enfrenta a

FIGURA 2.6. Posición Neta Internacional en Acciones y Deuda

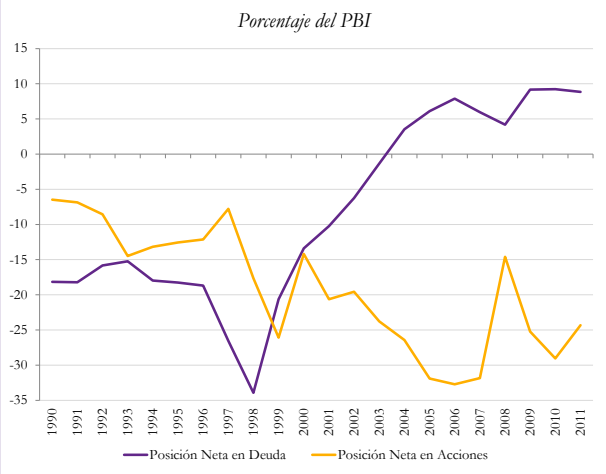
PANEL A. ***Latinoamérica***



PANEL B. ***MICs Europa del Este***



PANEL C. ***MICs Sudeste Asiático***



Notas: Los Paneles A - C, contienen el promedio ponderado para la región. Fuentes: Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti; http://www.philiplane.org/EWN.html

incertidumbres futuras, su posición actual es muy distinta de la de hace una década. En su mayor parte, esta nueva forma de integración financiera internacional hace a la región menos vulnerable de lo que lo era hace diez años. Además, en términos agregados, la vulnerabilidad de LAC ante los riesgos de refinanciación, de tipo de cambio y de tipo de interés es considerablemente menor. Sin embargo, el panorama no es el mismo para todos los países, pues la mayoría de los países caribeños y varios países centroamericanos siguen siendo especialmente vulnerables ante estos riesgos.

¿Difiere la naturaleza de la IED y las remesas de la de los flujos de no-IED? ¿Protegen hasta cierto punto a LAC y la ayudan a lidiar con los cambios en los mercados globales? El resto de este capítulo abordará estas preguntas, si bien, antes de ahondar en ellas, se caracterizan algunos de los patrones generales de los flujos de remesas y de IED en LAC.

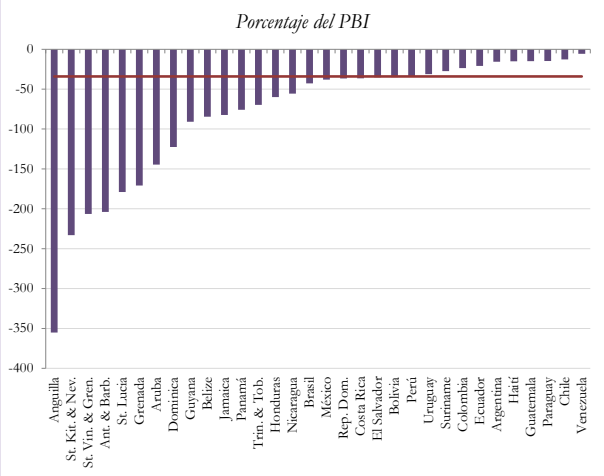
Las dinámicas de la IED y las remesas en LAC

Para comenzar, mostramos en el **Gráfico 2.8, Panel A** la evolución del saldo por CC de la región en su conjunto después de restar las remesas (de aquí en adelante nos referiremos a este concepto como el "saldo exterior"); lo que queda es fundamentalmente el saldo de la balanza comercial en bienes y servicios y los pagos netos al capital. Cabe subrayar que el superávit por CC observado en el periodo 2003-2007 básicamente desaparece cuando se analiza el saldo exterior. También es destacable la divergencia creciente a lo largo del tiempo entre el saldo por CC y el del saldo exterior, lo que refleja la importancia cada vez mayor de los flujos de remesas.

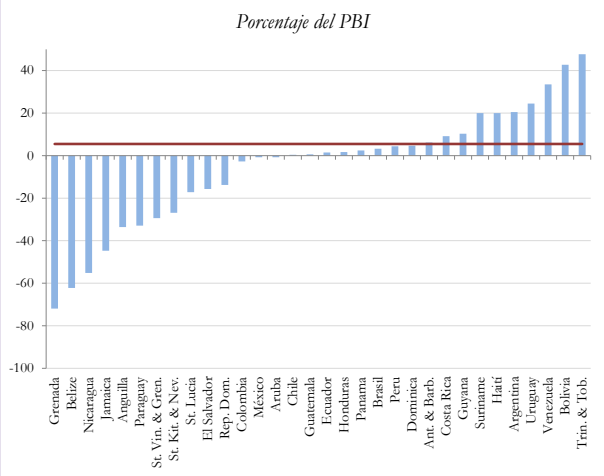
No obstante, detrás de estos patrones se esconden diferencias importantes dentro de la región. En general, Sudamérica y México (SAM, por sus siglas en inglés, *South America and Mexico*) tienen niveles y dinámicas muy distintos a los de Centroamérica[34] (CAM, por sus siglas en inglés, *Central America*) y el Caribe (CAR) (**Gráfico 2.8, Panel B**). Los déficits exteriores son mucho menores en términos del

FIGURA 2.7. Posición Neta Internacional por Tipo

PANEL A. ***Posición Neta en Acciones 2010***



PANEL B. ***Posición Neta en Deuda 2010***



Notas: El Panel A muestra la posición neta de activos extranjeros. Los activos incluyen inversión extranjera directa y activos de portafolio. La línea roja representa el promedio ponderado de la región igual a -34.02. El Panel B muestra la posición neta de deuda, que incluye pasivos de deuda, activos de deuda, y las reservas internacionales excluyendo oro. La línea roja representa el promedio ponderado de la región igual a 5.47. Fuentes: Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti; http://www.philiplane.org/EWN.html

[34] La definición de Centroamérica excluye a México.

PBI en SAM que en CAM y CAR, y SAM recurre más a la IED que a las remesas en comparación

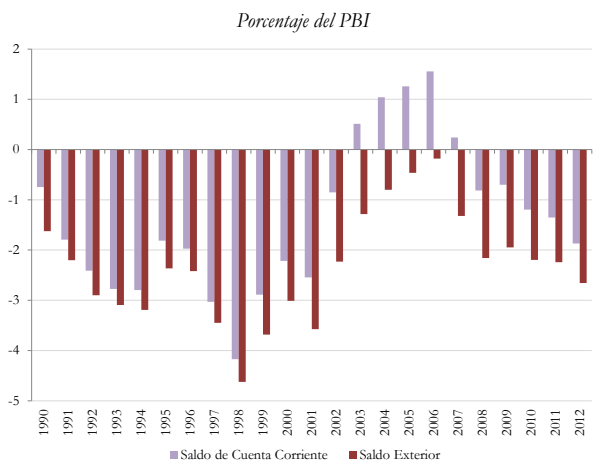
con estos otros grupos de países. En el otro extremo, CAM tiene los saldos exteriores más negativos así como los niveles más altos de remesas. En un punto intermedio, CAR tiene déficits exteriores elevados, pero su combinación de IED y remesas es más equilibrada, si bien las remesas siguen siendo más importantes que la IED. No obstante, si se excluye de este último grupo a Trinidad y Tobago (un gran exportador de energía con un cuantioso superávit por cuenta corriente), CAR se convierte en la sub-región de LAC con el peor saldo exterior.

A continuación exploramos estos patrones países por país (**Gráfico 2.9**). En consonancia con los agregados sub-regionales, los países de Centroamérica y el Caribe, con la excepción de Trinidad y Tobago, tienen los mayores déficits exteriores (las burbujas rojas más grandes indican mayores déficits exteriores). Otro resultado interesante es que los países con déficits más grandes no reciben más de los dos flujos en proporciones iguales. Algunos países, sobre todo las islas pequeñas del Caribe, reciben grandes cantidades de IED y niveles de remesas proporcionalmente menores, mientras que otros países con déficits similares (mayormente los países de Centroamérica) se financian sobre todo mediante remesas. Además, si nos concentramos en los países con déficits exteriores más pequeños (en su mayoría los países de SAM), los patrones son similares. Por ejemplo, Panamá, Uruguay y Costa Rica reciben grandes cantidades de IED y una proporción pequeña de remesas, mientras que países como Ecuador y Paraguay financian sus déficits sobre todo a través de remesas en lugar de recurrir a la IED. En una situación intermedia se encuentran Colombia y Perú, cuya financiación es más equilibrada en su combinación de IED y remesas.

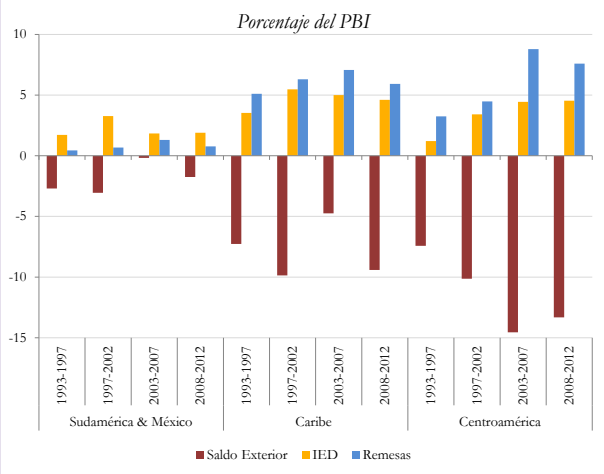
En general, los países parecen "especializarse" en una fuente de financiación: en lugar de recibir grandes flujos de IED ***y*** remesas, los países tienden a recibir grandes flujos de IED ***o*** remesas. Esta

FIGURA 2.8. Saldo de Cuenta Corriente y Saldo Exterior

PANEL A. ***Saldo de Cuenta Corriente y Saldo Exterior***



PANEL B. ***Saldo Exterior y Flujos Financieros***



Notas: En el Panel A se muestra el promedio ponderado regional del saldo de cuenta corriente y el saldo exterior. En el Panel B, la sub-región contiene su promedio ponderado. Las barras representan el promedio de los años en cada período. América del Sur & México incluye: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Perú, Paraguay, Surinam, Uruguay, y Venezuela. América Central incluye: Belice, Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, y El Salvador. Caribe incluye: Antigua y Barbuda, Dominica, República Dominicana, Grenada, Jamaica, St. Kitts and Nevis, St. Lucia, Trinidad y Tobago, y St. Vicente y las Granadinas. Sources: LCRCE and IMF Balance of Payments Statistics and World Development Indicators.

sustitución parcial entre la IED y las remesas es especialmente evidente para los países con déficits grandes, pero también está presente para aquellos con déficits exteriores más pequeños.

¿Mejor financiación? Características de la IED y las remesas en LAC

A continuación ahondamos en algunas de las propiedades de los flujos de IED y de remesas a los países de LAC. En concreto, analizamos si el hecho de que la región recurra a estos dos flujos y no a los flujos de no-IED es un rasgo favorable de su proceso de globalización. ¿Protegen los flujos de IED y remesas a la región o, al menos, no agravan la situación en medio de la agitación de las aguas financieras internacionales? Ahora que las nubes negras asoman en el horizonte, esta pregunta cobra una relevancia especial.

La sabiduría popular y la evidencia anecdótica indican que tanto la IED como las remesas tienen propiedades atractivas, sobre todo cuando se las compara con los flujos de no-IED. Los flujos de no-IED a menudo se describen como dinero "caliente" o "peligroso" porque se perciben como más volátiles y determinados por consideraciones de corto plazo que no se basan en los fundamentales y, por tanto, son los primeros en marcharse en épocas turbulentas. De hecho, a menudo se ha culpado a los flujos de no-IED de los ciclos de auges y caídas de los años noventa.

En cambio, se percibe que la IED es más estable, está determinada por consideraciones de largo plazo y representa compromisos de largo plazo con el país de destino. Por lo tanto, la IED se puede ver como una inversión "apuntalada", esto es, menos volátil y menos reversible en momentos de crisis. Un informe del Banco Mundial describe la "IED … [como] menos sujeta a la reversibilidad de los flujos de capital y los contagios que afectan a otros flujos, ya que la presencia de activos cuantiosos, fijos y no líquidos dificulta las desinversiones rápidas más que las retiradas de préstamos o las ventas de acciones."[35]

Las remesas también son vistas como una fuente de financiación estable y con poca volatilidad, cuyo rasgo más atractivo quizás sea su carácter contra-cíclico. Existe la percepción de que las remesas aumentan después de las crisis financieras o de divisas y después de los desastres naturales.[36] En este sentido, se puede considerar a las remesas como un estabilizador macroeconómico fiable. Sin embargo, la idea de que las remesas son contra-cíclicas no está del todo documentada empíricamente. Así, la cuestión sigue siendo muy debatida en la literatura y parece haber mucha heterogeneidad entre países en la sensibilidad de las remesas a las oscilaciones de la producción real (el comportamiento de algunos países es pro-cíclico más que contra-cíclico).

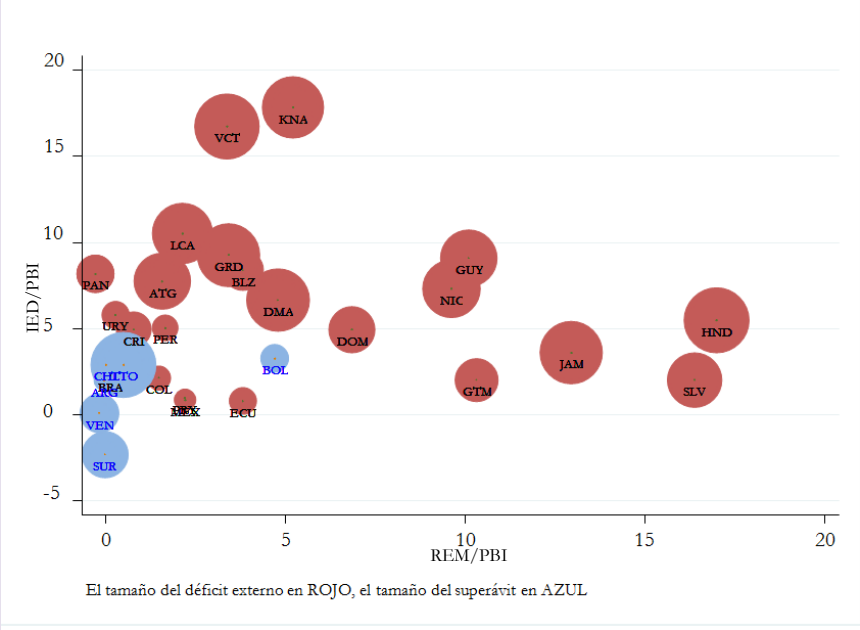
Para abordar empíricamente las cuestiones vinculadas con la estabilidad y la ciclicidad de los flujos

---

[35] Cabe apuntar una salvedad importante que ha sido señalada por Fernandez-Arias y Hausmann (2000, 2001). Estos autores indican que, pese a que la inversión extranjera directa entra a través de un concepto, podría salir a través de otros, clasificados como flujos de no-IED. Por ejemplo, los inversores extranjeros pueden usar los activos físicos de la empresa como aval para obtener un préstamo de un banco y colocar así esos fondos en el extranjero. Otra salvedad es que, para cada inversión, hay distintos grados de reversibilidad. Por ejemplo, los ladrillos y el cemento que forman parte de una inversión son claramente irreversibles, pero el flujo de fondos asociado con una inversión no necesariamente lo es. Así, los inversores podrían acelerar las remesas de beneficios o reducir los pasivos de las filiales a favor de las compañías matrices; todos estos flujos de salida se clasificarían como flujos de no-IED, lo que incrementa la volatilidad medida de los mismos al tiempo que enmascara la verdadera volatilidad vinculada con la IED.

[36] Véase Fajnzylber y Lopez (2008) para un resumen de la literatura.

FIGURA 2.9. IED y Remesas en LAC por el Tamaño del Saldo Exterior



Notas: El tamaño de la burbuja representa el tamaño promedio del saldo exterior para los años 2008-2012. Las burbujas rojas representan un déficit y las azules representan un superávit. Fuentes: LCRC, estadísticas de Balanza de Pagos del FMI y el WDI.

de IED, remesas y no-IED, comenzamos presentando una imagen que vale más que mil palabras (o estadísticas). El **Gráfico 2.10** ilustra la evolución de los tres flujos para una muestra seleccionada de países de LAC con datos de balanza de pagos (BP) disponibles.[37] La serie confirma que la sabiduría popular aplica a LAC: en promedio, los flujos de entrada netos de no-IED son claramente los más volátiles de los tres y experimentan las oscilaciones más marcadas a lo largo del periodo. También observamos que los flujos de entrada netos de IED son más volátiles que las remesas, que son notoriamente estables.

Al analizar otras dos medidas habituales de la volatilidad, la desviación estándar y el coeficiente de variación (**Tabla 2.1**), se llega a conclusiones similares. Calculamos estas dos medidas para la muestra completa y también de forma separada para los buenos y los malos tiempos. Los resultados no solo confirman lo que ya era evidente en el **Gráfico 2.10**, sino que además revelan que la volatilidad relativa de los flujos aumenta durante las crisis. Así, los flujos de entrada netos de no-IED son más volátiles que los de IED en los buenos tiempos (más de 6 veces) y lo son todavía más durante las crisis (más de 26 veces).[38]

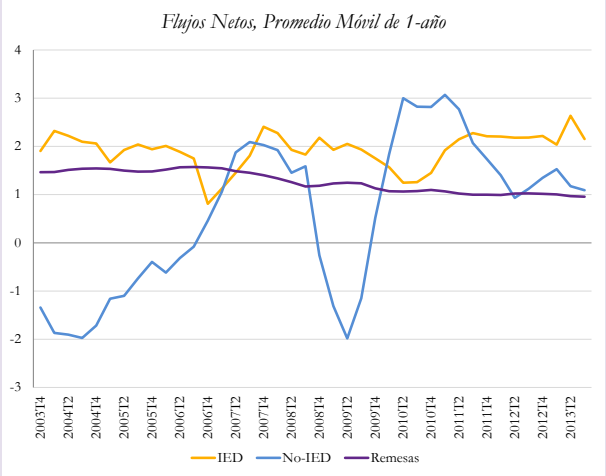
Los flujos de entrada netos de no-IED también son más reversibles que los otros flujos netos. Al comienzo de la crisis financiera global, los flujos de entrada netos de no-IED se redujeron en 5,4 puntos porcentuales del PBI y, en la serie suavizada del gráfico, observamos una caída de más de 3,5 puntos porcentuales del PBI.[39]

[37] Los países incluidos en el gráfico son: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia Costa Rica, Ecuador, Guatemala, México, Perú, Paraguay y El Salvador.

[38] La volatilidad relativa se define como Coef. Var(Flujo X)/Coef. Var(Flujo Y).

[39] Este cambio se clasifica como una "detención repentina" (*sudden stop*) según algunas definiciones de la literatura relevante.

FIGURA 2.10. Flujos Financieros Hacia LAC



Notas: Promedio ponderado para LAC. La serie es calculada usando un promedio móvil de cuatro trimestres. La muestra contiene a Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, México, Perú, Paraguay, y El Salvador. Fuente: IFS.

No cabe duda de que los flujos netos de no-IED se comportan de acuerdo con su reputación de dinero "caliente" que huye del país en cuanto hay algún síntoma de problemas, mientras que ni la IED ni las remesas tienen un comportamiento tan extremo. Sin embargo, las entradas netas de IED se redujeron en casi 1 punto porcentual entre 2008 T4 y 2010 T1, lo que indica que quizás la IED reacciona ante una crisis con un cierto retraso, si bien no con la misma magnitud que los flujos de no-IED. Pese a que no está muy claro debido al tamaño relativo de los flujos de remesas, observamos que las remesas se incrementaron ligeramente durante este periodo de crisis.

Para hacerse una idea más clara de la medida en que estos flujos son reversibles, recurrimos a una medida formal[40] de la reversibilidad definida en Sula y Willett (2009) que se aplica a los países de LAC en torno a la crisis financiera global.

Tabla 2.1: Medidas de Volatilidad

	Todos los períodos						Crisis Financiera (2008-2009)						Buenos Tiempos					
	IED		No-IED		Remesas		IED		No-IED		Remesas		IED		No-IED		Remesas	
País	SD	CV	SD	CV	SD	CV	SD	CV	SD	CV	SD	CV	SD	CV	SD	CV	SD	CV
Argentina	1.32	0.72	5.69	-1.63	0.02	0.15	1.07	0.57	2.74	-0.63			1.39	0.77	6.27	-1.92	0.02	0.15
Bolivia	2.91	1.32	12.36	-5.74	0.53	0.13	2.13	0.82	4.10	-4.62			3.12	1.49	13.91	-5.52	0.35	0.09
Brasil	1.56	0.89	3.12	3.13	0.02	0.09	0.90	0.56	4.45	3.90			1.71	0.95	2.74	2.87	0.02	0.08
Colombia	1.86	0.72	2.67	3.86	0.68	0.35	1.04	0.42	1.31	2.00	0.30	0.16	2.04	0.78	2.95	4.20	0.75	0.38
Costa Rica	1.70	0.33	5.25	5.25	0.14	0.11	2.01	0.36	4.69	-3.33			1.57	0.31	5.25	2.70	0.14	0.11
Ecuador	1.12	1.49	5.74	-3.20	1.57	0.34	1.28	1.49	7.82	-2.49	0.53	0.12	1.08	1.52	4.86	-3.76	1.83	0.39
Guatemala	0.61	0.35	3.43	2.33	1.20	0.11	0.29	0.17	3.73	21.68	0.99	0.09	0.68	0.38	3.31	1.81	1.26	0.12
México	1.41	0.90	3.38	2.82	0.35	0.15	1.05	0.67	4.80	6.19	0.28	0.12	1.50	0.96	2.98	2.28	0.36	0.16
Perú	2.41	0.55	4.84	7.40	0.29	0.16	3.26	0.65	6.04	10.58	0.18	0.09	2.15	0.51	4.57	6.75	0.31	0.18
Paraguay	3.30	3.13	5.25	6.36	0.74	0.35	5.01	5.96	5.07	-6.65			2.53	2.23	5.30	3.73	0.77	0.37
El Salvador	3.39	1.36	8.24	6.72	1.31	0.08	3.56	1.59	7.57	11.69	1.00	0.06	3.39	1.31	8.61	6.00	1.42	0.08
LAC	**0.91**	**0.48**	**2.04**	**3.77**	**0.24**	**0.19**	**0.50**	**0.27**	**2.65**	**7.26**	**0.13**	**0.11**	**0.99**	**0.51**	**1.85**	**3.14**	**0.25**	**0.20**

Nota: LAC representa el promedio ponderado de la muestra. Los períodos van desde 2003 T1 hasta 2013 T3. La crisis financiera incluye desde 2008 T1 hasta 2009 T4. "Buenos Tiempos" son todos los períodos excluyendo la muestra de la crisis financiera. SD significa la Desviación Estándar. CV representa el Coeficiente de Variación. Fuente: Cálculo de los autores usando data trimestral de la balanza de pagos del IFS-IMF.

[40] La medida se define como $(K_{t-1}-K_t)/PBI_{t-1}$. Los valores positivos indican una regresión de los flujos.

Esta medida de la reversibilidad aspira a reflejar la magnitud de la caída en los flujos financieros con respecto al PBI. Un valor positivo mayor de la medida indica una mayor reversibilidad de los flujos. Incluimos dos años en el análisis para reflejar la mayor lentitud de la regresión de los flujos netos de IED.

Los resultados confirman la hipótesis de que los flujos netos de no-IED fueron los más reversibles de los tres flujos considerados durante el último episodio de crisis analizado. Pese a que varios países experimentaron una regresión importante de los flujos netos de IED durante el periodo 2009-2010, estas regresiones palidecen cuando se las compara con las de los flujos de no-IED (**Tabla 2.2**). Si consideramos el conjunto de la región, la reversión de los flujos netos de no-IED fue tres veces mayor que la de los flujos netos de IED. En cambio, las remesas no mostraron ninguna regresión significativa en torno a la crisis financiera global.

Los tres tipos de flujos también difieren mucho en sus propiedades cíclicas. Los flujos de no-IED están muy correlacionados con el crecimiento del PBI interno (**Tabla 2.3**). Nuestras estimaciones indican que una caída del PBI de 1 punto porcentual por debajo de su tendencia estaría acompañada de una reducción del ratio de entradas netas de flujos de no-IED con respecto al PBI de alrededor de 0,3 puntos porcentuales por debajo de su tendencia.[41] Además, los flujos de no-IED hacia LAC también están correlacionados negativamente con el crecimiento de los países del G-7, lo que indica un crecimiento superior a la tendencia en estos países desarrollados tiende a reducir los flujos hacia LAC.

Según nuestras estimaciones, los flujos de entrada netos de IED también son pro-cíclicos, si bien lo son menos que los flujos netos de no-IED. Asimismo, los flujos netos de IED no se correlacionan negativamente con el crecimiento en los países desarrollados. En cambio, las remesas son ligeramente contra-cíclicas, lo que está en consonancia con los resultados de Acosta *et al.* (2008). Una caída del PBI de 1 punto porcentual por debajo de su tendencia se asocia con un incremento del ratio entre las remesas y el PBI por encima de su tendencia de aproximadamente 0,03 puntos porcentuales. Los flujos de remesas también están positivamente relacionados con el crecimiento del G-7: conforme los países desarrollados crecen por encima de su tendencia, cabe esperar que, en promedio, los flujos de remesas a los países de LAC aumenten.

También hemos examinado la correlación entre los flujos de entrada de capital neto, el tipo LIBOR y un índice de los precios de las materias primas.[42] Como se ha descrito en la primera parte de este informe, el endurecimiento de las condiciones financieras globales y las caídas adicionales de los precios de las materias primas son los choques a los que es más probable que LAC se deba enfrentar en un futuro cercano. Nuestro análisis indica que los flujos financieros de entrada netos reaccionan de manera distinta a los cambios en el índice del precio de las materias primas. En el caso de las remesas, hay una correlación positiva con el índice de los precios de las materias primas que probablemente refleja el hecho de que los mayores receptores de remesas de la región son también importadores netos de materias primas y, por lo tanto, son más vulnerables a los cambios en los precios. En cambio, hay una correlación negativa y significativa entre la no-IED neta y el índice de

[41] Aplicamos la metodología descrita en Acosta *et al.* (2008) y presentamos resultados de correlaciones (basadas en regresiones con datos de panel) entre los componentes cíclicos de los flujos y la producción real en los países receptores después de tener en cuenta los cambios en la producción de los países de origen de los flujos. Las tendencias se han calculado utilizando el filtro HP.

[42] El índice CRB de Bloomberg.

Tabla 2.2: Reversibilidad de los Flujos

País	Año	IED	No-IED	Remesas
Argentina	2008	-1.24	5.99	
Argentina	2009	1.74	-0.17	
Bolivia	2008	-1.11	-11.59	
Bolivia	2009	0.54	0.38	
Brasil	2008	-0.45	5.26	
Brasil	2009	1.15	-3.14	
Colombia	2008	-0.32	2.09	-0.17
Colombia	2009	1.23	-2.30	0.28
Costa Rica	2008	-0.69	1.84	
Costa Rica	2009	2.44	4.82	
Ecuador	2008	-1.59	2.80	1.20
Ecuador	2009	1.11	1.52	0.11
Guatemala	2008	0.32	2.53	-0.55
Guatemala	2009	0.14	2.08	1.03
México	2008	0.36	1.93	0.09
México	2009	1.00	-0.84	0.36
Perú	2008	-1.33	2.83	-0.05
Perú	2009	0.39	0.37	-0.07
Paraguay	2008	-1.13	-2.87	
Paraguay	2009	1.14	2.68	
El Salvador	2008	3.22	-4.46	-0.46
El Salvador	2009	2.49	3.43	1.87
LAC	**2008**	**-0.25**	**3.91**	**0.02**
LAC	**2009**	**1.31**	**-1.93**	**0.16**

Nota: Reversibilidad de los flujos (K) se define como $K_{t-1} - K_t$ / PBI_{t-1}.

Fuente: Cálculo de los autores usando data de IMF-IFS.

los precios de las materias primas, si bien la magnitud de la misma es muy reducida. Asimismo, nuestros resultados indican que, en contra de la opinión general, los flujos de entrada netos de IED a LAC no están correlacionados con el índice del precio de las materias primas.[43] Por lo tanto, es de esperar que las dos fuentes de financiación más importantes de LAC no sean muy sensibles a un gran choque a los términos de intercambio causado por una reducción de los precios de las materias primas.

Por otra parte, nuestros resultados indican que los flujos suelen ser más sensibles a los cambios en el tipo LIBOR. En cuanto a las remesas, están correlacionadas de manera positiva y significativa: un incremento del 1 por ciento en el tipo de interés extranjero incrementaría los flujos de remesas como porcentaje del PBI en 0,04 puntos porcentuales por encima de su tendencia. Los flujos de no-IED están negativa y fuertemente correlacionados con el tipo LIBOR: un incremento del 1 por ciento en

[43] Dado que la IED puede tardar más en hacerse efectiva que los flujos de cartera, también analizamos la correlación con retardos de 1 y 2 años, si bien no se obtuvo ningún resultado significativo.

Tabla 2.3: Ciclicidad de Flujos Financieros hacia LAC

VARIABLES	Ciclo IED/PBI	CIclo No IED/PBI	Ciclo Remesas/PBI
Ciclo Crecimiento PBI Doméstico	0.153	0.306	-0.027
	(0.000)	(0.000)	(0.056)
Ciclo Crecimiento PBI Extranjero	0.025	-0.236	0.050
	(0.749)	(0.166)	(0.073)
Libor	0.068	-0.210	0.046
	(0.185)	(0.016)	(0.007)
Indice de Bienes Primarios	0.001	-0.004	0.001
	(0.587)	(0.026)	(0.029)
Constante	-0.460	2.185	-0.433
	(0.371)	(0.012)	(0.009)

Nota: Se presentan los coeficientes de tres regresiones por separado de los componentes cíclicos de los flujos versus el componente cíclico del crecimiento del PBI Doméstico, Crecimiento PBI Extranjero, la tasa Libor y los precios de los bienes primarios. El filtro Hodrick-Prescott se usa para extraer los componentes cíclicos. Los p-values están en paréntesis. Fuente: Cálculo de los autores usando datos anuales de la Balanza de Pagos de IMF, IFS.

el tipo extranjero daría lugar a una reducción de los flujos netos de no-IED como porcentaje del PBI de 0,2 puntos porcentuales por debajo de su tendencia. En lo que respecta a los flujos de entrada netos de IED, pese a que el coeficiente de correlación es grande y positivo, no es estadísticamente significativo.

Por consiguiente, nuestros resultados indican que, conforme los tipos de interés globales aumentan, se agudizará el recorte de los flujos netos de no-IED a los mercados emergentes, pero este efecto estará compensado parcialmente por un posible incremento de los flujos de entrada de remesas.

En resumen, nuestro análisis indica que la IED y las remesas tienen propiedades más "benignas" que los flujos de no-IED. En primer lugar, tanto la IED como, especialmente, las remesas, son significativamente menos volátiles que los flujos de no-IED. En segundo lugar, pese a que la IED es pro-cíclica, lo es bastante menos que la no-IED. Las remesas son ligeramente contra-cíclicas, lo que indica que pueden contribuir como estabilizadores macroeconómicos durante las recesiones económicas. Finalmente, pese a que la IED exhibió reversibilidad después de la crisis financiera, la magnitud de la misma representó un tercio de la que experimentó la no-IED. Por otra parte, las remesas no mostraron una reversibilidad significativa. Así pues, es de esperar que LAC pueda contar con la IED y las remesas como flujos de financiación fiables durante los tiempos inciertos venideros.

Además de estas dinámicas cíclicas y de estabilidad, hay otros rasgos de la IED y las remesas dignos de consideración. La IED a menudo se considera como una fuente de financiación favorable, ya que puede traer tecnología nueva, mejorar las prácticas de gestión e incluso acceder a nuevos mercados, lo que mejora potencialmente el crecimiento y el desarrollo económico de una manera más general. Por ejemplo, tal y como subraya Lipsey (2002), las corporaciones multinacionales (CMN) dan trabajo a una gran parte de la fuerza laboral, pagan salarios más altos y son más productivas que otras empresas. Además, la coexistencia de las CMN y las empresas locales posibilita los derrames de conocimiento y tecnología, que pueden mejorar las perspectivas de crecimiento de los países.

En un informe reciente, Lederman *et al.* (2013) muestran que, pese a los niveles relativamente bajos de innovación realizada por las filiales multinacionales que operan en la región de LAC, la entrada de

CMN extranjeras ha incrementado la productividad de la región. Además, la mayor parte de estas mejoras de la productividad son el resultado de transferencias de conocimiento y tecnología de las filiales multinacionales a las empresas locales, especialmente a través de los proveedores locales. Asimismo, hay estudios empíricos sobre México (Blomstrom (1983)), Uruguay (Kokko, Zejan y Tansini (2001)) y Venezuela (Aitken y Harrison 1999) según los cuales la productividad es mayor en las empresas de propiedad extranjera que en las locales. El trabajo de Bloom y coautores (2012) muestra que las empresas de propiedad extranjera de Argentina, Brasil, Chile y México utilizan mejores prácticas de gestión que las empresas locales, lo que apoya la idea de que las filiales multinacionales "importan" conocimiento de las sedes centrales. Sin embargo, puede que estos derrames positivos dependan de las características de las inversiones de IED: esto es, las inversiones en industrias extractivas podrían tener efectos distintos a los de las inversiones en el sector servicios o el manufacturero. Por descontado, los derrames también dependerán de toda una serie de condiciones internas, como la mano de obra cualificada, la calidad de las instituciones y, en general, del clima de negocios.

Las remesas también se consideran una fuente valiosa de financiación que puede mejorar e impulsar el crecimiento en los países en desarrollo. Las remesas tienen el potencial de reducir la pobreza y la desigualdad en los países receptores, así como de incrementar la inversión agregada y el crecimiento en general. Por una parte, las remesas ayudan a los hogares pobres a aumentar el ahorro, a incrementar el gasto en capital humano y bienes de consumo duradero y a mejorar la salud y los resultados educativos de los niños. Por otra parte, la marcha de los emigrantes que formaban parte de la población económicamente activa podría generar reducciones en otras fuentes del ingreso de los hogares. Asimismo, especialmente preocupante es la llamada "fuga de cerebros", en cuyo contexto la emigración es más frecuente entre la población con un nivel educativo más alto. Este fenómeno podría reducir significativamente los niveles de capital humano en el país de origen, lo que a su vez disminuiría sus perspectivas de crecimiento futuras.

En una revisión exhaustiva de todas estas cuestiones, Fajnzylber y López (2008) muestran que, en el caso de LAC, las remesas han tenido un impacto positivo sobre los indicadores de desarrollo de los países receptores, pese a que los efectos estimados tienden a ser modestos. De hecho, los patrones migratorios y los receptores de remesas son muy heterogéneos entre los países de LAC. Por ejemplo, en México, Ecuador, El Salvador, Guatemala y Paraguay, los receptores de remesas son predominantemente pobres, mientras que en Perú y Nicaragua casi todos los receptores están en el quintil superior de la distribución del ingreso excluyendo las remesas. Además, en Bolivia, Honduras, República Dominicana y Haití los receptores de remesas tienen una distribución en forma de U, pues estas fluyen tanto hacia los más pobres como hacia los quintiles más ricos. No obstante, estos resultados indican que, en LAC, las remesas tienden a reducir la pobreza, la desigualdad y la volatilidad de la producción, además de estimular el crecimiento e incrementar la inversión, la acumulación de capital humano y los resultados educativos.

La conexión entre la IED y las remesas

Por el momento, hemos sostenido que, durante la última década, la IED y las remesas han sido las principales fuentes de financiación de la balanza exterior de LAC. Un resultado colateral de este fenómeno es que LAC ha transformado la composición de sus pasivos: ha aumentado su endeudamiento en acciones y se ha convertido en acreedora neta del resto del mundo. Además, la

IED y las remesas parecen ser fuentes de financiación más fiables en la medida en que son menos volátiles y más estables (o menos reversibles) en tiempos de crisis que los flujos de no-IED.

A continuación, exploramos los determinantes de estos flujos y analizamos si existe una conexión entre ambos. ¿Están relacionados los factores que atraen IED a un país y los que "empujan" a los trabajadores a emigrar, o la IED se dirige sobre todo a las economías sanas para cuyos trabajadores resulta óptimo quedarse en lugar de emigrar?

Para mejorar y clarificar el análisis de estas cuestiones, comenzamos con un breve repaso de los argumentos teóricos relativos a la decisión empresarial de localizar una planta de producción en un país extranjero y la decisión de los trabajadores de emigrar.

La literatura teórica describe dos motivaciones primordiales para que una empresa realice IED. Por un lado, la IED puede ser vertical, esto es, las empresas sitúan sus plantas en economías donde pueden explotar los diferenciales en los costos de los factores o las dotaciones de recursos naturales, reduciendo así los costos de producción. En este caso, las empresas pueden importar los productos terminados más adelante y traerlos a los países de origen. Por otro lado, la IED puede ser horizontal y localizarse en países para abastecer el mercado local y evitar así las barreras al comercio (aranceles o costos de transporte elevados). En este caso, los flujos de IED y las exportaciones son sustitutos. Las implicaciones sobre qué es lo que hace que la IED funcione son muy distintas en estos dos casos; por ejemplo, es probable que la IED vertical fluya hacia países con mucha mano de obra poco cualificada y barata, mientras que, por el contrario, la IED horizontal se dirigirá a los mercados locales más grandes.

En lo que respecta a las remesas, la motivación para enviar dinero a casa está inextricablemente vinculada con la decisión inicial de emigrar. La literatura ha identificado dos motivaciones fundamentales para la emigración y las remesas. Por una parte, la teoría macro "neoclásica" de la emigración sostiene que la emigración internacional está determinada por las diferencias salariales entre los países. Así, los emigrantes potenciales estiman los costos y los beneficios de trasladarse a distintos países extranjeros y emigran a aquel en el que los rendimientos descontados netos a lo largo de un determinado horizonte temporal son mayores (Borjas, 1990). En este caso, los trabajadores de países con salarios bajos tienden a trasladarse a países en los que los salarios son mayores. Otra teoría de la emigración, conocida como "la nueva economía de la emigración laboral" (NEEL) propone que las decisiones de emigrar no las toman actores individuales aislados, sino conjuntos de personas (normalmente las familias o los hogares) que actúan de manera colectiva, no solo para maximizar el ingreso esperado, sino también para minimizar los riesgos. Mientras que algunos miembros de la familia trabajan en la economía local, puede que otros se marchen al extranjero en un contexto en el que los salarios y las condiciones de trabajo están negativa o débilmente correlacionados con los de la zona local. Así, en el caso de que las condiciones económicas locales se deterioren, el hogar puede apoyarse en las remesas de los emigrantes.
Las implicaciones de estas dos teorías son muy distintas. Mientras que según la postura "neoclásica" los trabajadores emigran a países donde los salarios son más altos, la teoría NEEL sostiene que el diferencial salarial no es una condición necesaria para que la emigración internacional se produzca, sino que es posible que los hogares tengan incentivos fuertes a diversificar los riesgos a través de los movimientos transnacionales aun cuando no exista un diferencial salarial.

Por consiguiente, según la postura "neoclásica", los movimientos del capital (IED) y del factor trabajo (emigración y, por tanto, remesas) están estrechamente vinculados. Los países ricos en capital

enviarán capital a los países con mano de obra abundante, donde los salarios son bajos y los rendimientos del capital son altos. La otra cara de la moneda es que los trabajadores emigrarán a los países donde el capital es abundante y los salarios son más altos. La implicación es que deberíamos observar un movimiento conjunto de los flujos de IED y remesas hacia los países con abundancia de mano de obra conforme los países con capital abundante envían capital y empresas a producir en los países de salarios bajos, al tiempo que los trabajadores emigran de estos países hacia los países con capital abundante, desde donde envían parte de sus salarios más altos como remesas.

No obstante, sabemos que el capital no siempre fluye hacia los países donde escasea, ya que los rendimientos de una inversión están determinados por otros aspectos y no solo por la abundancia relativa de los factores. Así, la calidad institucional, la incertidumbre, el marco regulatorio o el clima de negocios en general pueden afectar a las decisiones de los inversores extranjeros. Por ejemplo, las trabas burocráticas, los trámites administrativos y la corrupción aumentan los costos de la inversión y, por lo tanto, reducen los beneficios esperados. Además, algunas inversiones pueden requerir unos niveles mínimos de capital humano para resultar productivas. Por lo tanto, los países con niveles educativos bajos podrían resultar poco atractivos para estos inversores. En resumen, los rendimientos de las inversiones de capital no están solo determinadas por la abundancia relativa, sino también por la existencia de un "entorno favorecedor" que mejore la productividad y los beneficios. Según este razonamiento, cabe esperar que la IED fluya hacia países con mejores instituciones y con climas de negocios más propicios. Al mismo tiempo, puede que este sea un entorno del que los trabajadores tienen menos incentivos a emigrar. Los "entornos favorecedores" que mejoran la productividad y el crecimiento pueden generar incrementos en los salarios y los ingresos descontados esperados, lo que hace que la probabilidad de emigrar se reduzca.

Asimismo, puede que exista una conexión dinámica entre la IED y las remesas. Si la IED tiene efectos positivos sobre la productividad y el crecimiento del país anfitrión, los países que logran atraer IED no solo acumulan más capital y crean más puestos de trabajo en el momento presente, sino que además crecerán más rápido y atraerán más IED en el futuro, lo que a su vez hará que se creen más puestos de trabajo y se reduzcan los incentivos a emigrar de los trabajadores. Esto implica que la IED y las remesas podrían ser sustitutos, esto es, los países con flujos de entrada de IED significativos tendrán menos emigración y, por lo tanto, menos remesas. Por otro lado, los países con niveles bajos de IED serán aquellos en los que la emigración es más probable y, por lo tanto, recibirán más remesas.

A continuación, vamos a examinar el papel de varios determinantes de los flujos de entrada netos de IED y de remesas. Pese a que tomamos precauciones para evitar algunos problemas de endogeneidad evidentes, no atribuimos a los resultados una interpretación causal, sino que interpretamos los coeficientes estimados como "correlaciones sofisticadas". En primer lugar, exploramos el signo y la magnitud de un conjunto común de covariables en un análisis de regresión cuyo objetivo es explicar los niveles de IED neta/PBI y Remesas/PBI para un subgrupo de países de LAC.[44] El primer grupo de covariables incluye el PBI per cápita y el crecimiento (rezagado) del PBI como medidas aproximadas del tamaño del mercado y el potencial de crecimiento. También incluimos una media móvil a 3 años de la inflación como medida aproximada de la estabilidad macroeconómica, una medida con retardo del tipo de cambio efectivo real (TCER) y el grado de apertura comercial de la economía (medida mediante el ratio de las importaciones y exportaciones

[44] Debido a la falta de datos relativos a la calidad institucional, la mayoría de los países caribeños han sido excluidos del análisis. Sin embargo, Jamaica y República Dominicana sí están incluidos.

con respecto al PBI). Para medir de manera aproximada los salarios relativos incluimos el ratio entre los trabajadores cualificados y los no cualificados.[45] Asimismo, para dar cuenta de los efectos de aglomeración(o *clusters*) documentados en la literatura sobre la IED incluimos una medida rezagada del *stock* de IED.[46] Para la regresión de las remesas, incluimos una estimación del ratio de los emigrantes con respecto a la población.[47] Finalmente, también incluimos medidas de la calidad institucional de la base de datos ICRG, en concreto el perfil inversor, el riesgo financiero, la rendición de cuentas democrática, el respeto a la ley y el orden y la fortaleza legislativa. Como medidas alternativas, consideramos también el costo de crear un negocio, el tiempo necesario para lograr el cumplimiento de los contratos y el número de procedimientos para garantizar dicho cumplimiento, todas ellas medidas desarrolladas por el Banco Mundial.

En segundo lugar, medimos directamente la correlación entre los flujos de IED y las remesas. Para ello, además de los determinantes previamente enumerados, incluimos también el *stock* de emigrantes y el *stock* de IED como determinantes de ambos flujos. Asimismo, incluimos el flujo rezagado de remesas como determinante de los flujos de IED y viceversa.

Los resultados de este ejercicio indican que la IED fluye hacia los países pobres con mayor crecimiento e instituciones mejores (**Tabla 2.4**). Al igual que en la literatura existente, nuestra evidencia indica que hay aglomeraciones significativas y otros efectos de retroalimentación que se auto-refuerzan, de modo que la IED tiende a fluir hacia países con mayores *stocks* de IED. Este comportamiento se puede interpretar como una forma de señalización, de modo que un *stock* mayor de IED es una señal de que el clima de negocios es propicio y, por lo tanto, los inversores imitan el comportamiento pasado de otros inversores. Alternativamente, puede que las empresas extranjeras se junten debido a vínculos entre proyectos. Cabe destacar que la calidad institucional (medida a través del perfil inversor o la clasificación de ley y orden de ICRG) es muy significativa, de lo que se deduce que la mejora de las instituciones es crucial para atraer inversores extranjeros.

Las remesas están negativa y significativamente correlacionadas con el nivel de riqueza del país de origen. Esto es, en consonancia con la sabiduría popular, las remesas tienden a fluir hacia los países más pobres de la región. Ni el crecimiento del PBI ni las condiciones macroeconómicas están correlacionados significativamente con el nivel de remesas. Al igual que los estudios previos, nuestra evidencia también indica que el *stock* de emigrantes como porcentaje de la población total es un determinante importante de las remesas: un mayor *stock* de emigrantes se asocia con niveles mayores de remesas. Pese a que la correlación es débil (significativa solo al 10 por ciento), un mayor ratio entre los trabajadores cualificados y no cualificados está vinculado con un mayor nivel de remesas. No obstante, el resultado más interesante probablemente sea que las remesas están negativamente correlacionadas con la calidad institucional del país de origen. Esta correlación no solo es estadísticamente significativa, sino que además su magnitud es relevante. La implicación es que,

[45] Los trabajadores cualificados se definen como la proporción de la población de 15 o más años que terminó, como mínimo, la escuela secundaria. Los trabajadores no cualificados son aquellos que no llegaron a terminar la escuela secundaria.

[46] Véase Wheeler y Mody (1992) para el caso de las empresas estadounidenses, Barrell y Pain (1999) para el contexto de Europa occidental y Campos y Kinoshita (2003) para el caso de las economías en transición.

[47] La estimación del *stock* de emigrantes procede de la base de datos del DEC Prospects Group. Los *stocks* se calculan utilizando censos de distintos países y, por lo tanto, están disponibles cada 10 años (1990, 2000, 2010). Para crear una medida anual realizamos interpolaciones lineales entre cada una de las décadas.

mientras que mejores instituciones atraen la IED, en los países con mejor calidad institucional los niveles de remesas son menores.

En las columnas tercera y cuarta de la **Tabla 2.4** presentamos resultados en los que se añade el *stock* de emigrantes (IED) como determinante del nivel de IED (remesas). Como alternativa, en las columnas 5 y 6 añadimos el valor del ratio IED/PBI (REM/PBI) rezagado un año como variable explicativa de los flujos de remesas (IED). Un resultado interesante es que, una vez que tenemos en cuenta el efecto del *stock* de emigrantes o el nivel de remesas, no parece haber correlación entre la IED y el nivel de riqueza de los países. Sin embargo, la correlación entre la IED y el PBI se mantiene positiva y muy significativa en todas las especificaciones. La correlación entre la IED y la calidad de las instituciones también es fuerte y estable (las buenas instituciones favorecen la IED). En cambio, las remesas se asocian con niveles menores del PBI per cápita en todas las especificaciones y, además, están correlacionadas de manera negativa y significativa con la calidad de las instituciones; dicho de otro modo, las remesas fluyen hacia los países con instituciones de peor calidad.

En cuanto a la correlación directa entre las remesas y la IED, nuestros resultados indican que la correlación entre estos flujos es negativa. Por una parte, el ratio del *stock* de emigrantes con respecto a la población está correlacionado negativa y significativamente con la IED. De hecho, el *stock* de emigrantes podría ser el reflejo de las condiciones económicas históricas y la calidad de las instituciones, ya que estos *stocks* pueden ser la consecuencia de movimientos migratorios producidos durante largos periodos en el pasado. Por otra parte, el nivel de las remesas con respecto al PBI (en el año anterior) también está relacionado negativamente con la IED. Pese a que la correlación entre el nivel de remesas y el *stock* de IED no es estadísticamente significativa, los niveles de remesas son menores en países cuyos flujos de IED en el año anterior fueron abundantes.

En resumen, el ejercicio realizado indica que la IED y las remesas parecen sustituirse más que complementarse mutuamente. Los resultados obtenidos están en consonancia con la segunda visión del mundo descrita anteriormente: los flujos de IED se dirigen hacia países con tasas de crecimiento más altas e instituciones mejores. Así, los países con estas características reciben menos remesas y tienen *stocks* de emigrantes más pequeños. Por el contrario, los países más pobres con instituciones de peor calidad reciben más remesas y tienen *stocks* mayores de emigrantes, así como menores niveles de IED. No obstante, hacen falta muchas más investigaciones para evaluar mejor estas cuestiones. En concreto, parece razonable suponer que el grado de sustitución entre la IED y las remesas depende de las características de los flujos de IED. Por ejemplo, puede que la IED dirigida a la extracción de recursos naturales resulte menos sustitutiva de las remesas, mientras que, por el contrario, es más probable que la IED destinada a vincular las cadenas de valor globales de las manufacturas ejerza de sustituta de las remesas (cuanto mejor es el entorno institucional local, la disponibilidad de mano de obra barata o la disponibilidad de mano de obra cualificada, más atractiva resulta la IED en el país y menos incentivos de emigrar al extranjero tiene la mano de obra local). Si bien este informe no ahonda en estas cuestiones, en parte debido a restricciones de tiempo y de datos, sí que subraya la importancia de esta línea de investigación.

La conexión entre la IED, las remesas y los déficits exteriores

Como hemos señalado anteriormente, tanto la IED como las remesas contribuyen a financiar los déficits exteriores de la región. No obstante, también existe una conexión dinámica entre estos flujos

Tabla 2.4: Determinantes de la IED y las Remesas

VARIABLES	(1) IED/PBI	(2) REM/PBI	(3) IED/PBI	(4) REM/PBI	(5) IED/PBI	(6) REM/PBI
Log del PBI Per Cápita	-0.598*	-0.598***	-0.325	-0.588***	-0.488	-0.607***
	(0.313)	(0.192)	(0.313)	(0.192)	(0.299)	(0.190)
Crecimiento PBI (rezago)	0.107***	0.009	0.095**	0.014	0.101**	0.008
	(0.0404)	(0.0250)	(0.0394)	(0.0254)	(0.0406)	(0.0248)
Apertura	-1.531**	0.601	-0.763	0.552	-1.341**	0.486
	(0.661)	(0.420)	(0.676)	(0.421)	(0.660)	(0.418)
Inflación	-0.001	0.000	-0.001*	0.000	-0.001*	0.000
	(0.000832)	(0.000490)	(0.000812)	(0.000490)	(0.000785)	(0.000487)
Tipo de Cambio Real Efectivo (rezago)	-0.001	-0.007*	0.001	-0.007*	-0.006	-0.007*
	(0.00682)	(0.00405)	(0.00663)	(0.00404)	(0.00647)	(0.00400)
IED stock/PBI (rezago)	4.367***		4.604***	1.057	4.127***	
	(1.507)		(1.464)	(0.895)	(1.447)	
Cualificados/No Cualificados	-0.043	0.638*	0.113	0.359	0.723	0.850**
	(0.708)	(0.363)	(0.688)	(0.433)	(0.694)	(0.371)
Capitalización Mercado/PBI	-0.006	0.003	-0.016**	0.003	-0.021***	0.000
	(0.00653)	(0.00472)	(0.00691)	(0.00472)	(0.00713)	(0.00484)
Perfil de Inversión	0.307***	-0.378***	0.365***	-0.390***	0.240***	-0.321***
	(0.0824)	(0.0504)	(0.0816)	(0.0515)	(0.0863)	(0.0559)
Migrantes/Población (rezago)		0.327***	-0.220***	0.324***		0.306***
		(0.0380)	(0.0614)	(0.0380)		(0.0387)
REM/PBI (rezago)					-0.446***	
					(0.101)	
IED/PBI (rezago)						-0.099**
						(0.0448)
Constante	5.241**	7.672***	3.194	7.668***	5.949**	7.685***
	(2.589)	(1.598)	(2.578)	(1.596)	(2.496)	(1.580)
Observaciones	204	187	204	187	187	187
R-cuadrado	0.203	0.536	0.253	0.539	0.307	0.548

*Nota: En paréntesis están los p-values. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Para cada especificación, las variables dependientes se muestran en las filas de la tabla de la tabla y las variables independientes se muestran en las columnas. Todas las regresiones se estimaron usando el método OLS con países de LAC con data disponible desde 1990 a 2012. Fuente: Milesi-Ferreti, DEC Prospect Group Migration Database, WDI, ICRG database, IMF-IFS statistics.*

y los déficits, de manera que ambos flujos, junto con el modelo de crecimiento sustentado en la demanda de la región, contribuyen al crecimiento de los déficits exteriores. Tal y como hemos documentado en el informe semestral de abril de 2013, en la mayoría de los casos los saldos exteriores son cada vez más negativos y las importaciones de bienes intermedios y de capital se financian mediante el capital extranjero (mayormente IED) al que se remunera en forma de cuantiosos pagos a los factores que se restan del saldo comercial, lo que a su vez sitúa en territorio negativo a la balanza por cuenta corriente (**Gráfico 2.11, Panel A**). En otras palabras, LAC ilustra la inversión de la paradoja de Gourinchas y Jeanne (2011): el capital ha fluido hacia los países con buenas perspectivas de crecimiento para financiar inversiones rentables.

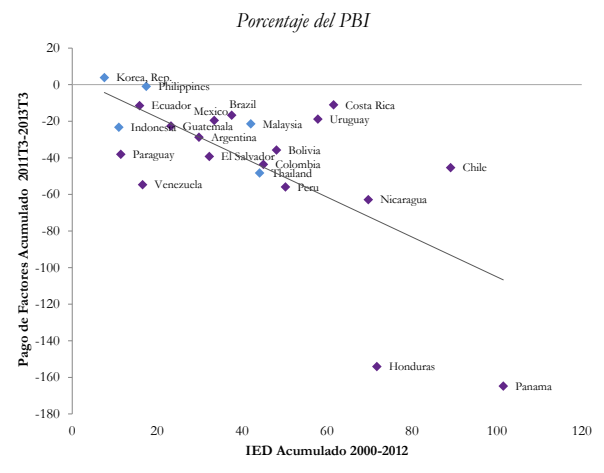
Las remesas también empeoran los déficits exteriores, si bien lo hacen mediante un mecanismo distinto. Tal y como se ha documentado en la literatura, la gran mayoría de las remesas se usan para mantener los niveles de consumo de los hogares. Por consiguiente, las remesas contribuyen a mantener la demanda tanto de bienes producidos localmente como de importaciones, lo que deteriora el saldo comercial de la economía (**Gráfico 2.11, Panel B**). No obstante, este fenómeno, por sí mismo, no es especialmente preocupante para los responsables de las políticas, dado que parte

de lo que llega hoy en forma de remesas podría marcharse mañana en forma de importaciones de bienes de consumo.

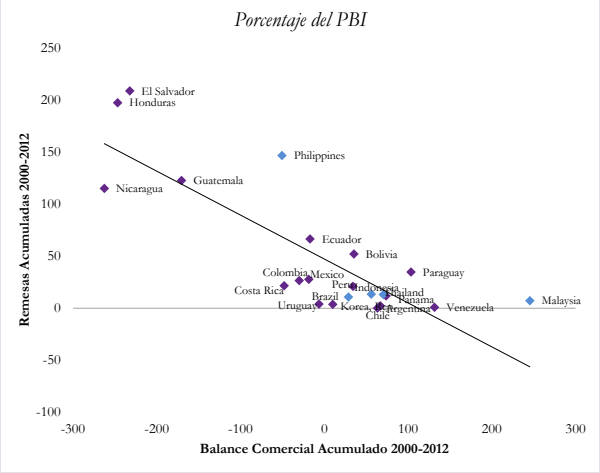
La preocupación subyacente desde el punto de vista de las políticas es que una subida de cualquiera de los flujos considerados conduce a la apreciación del tipo de cambio real, lo que constituye un ejemplo del llamado mal holandés (o *Dutch disease*).[48] Las entradas sostenidas de capital y remesas contribuyen a alimentar la demanda interna, tanto en el sector de los bienes transables como en el de los bienes no transables. Sin embargo, debido a que la mayoría de los países de LAC son precio-aceptantes en los mercados internacionales, el crecimiento de la demanda interna no resulta en aumentos en el precio de los bienes transables. Pero, dado que los precios de los bienes no transables se determinan en la economía nacional, estos se incrementan debido a la demanda adicional (el llamado efecto gasto). Este efecto está acompañado del "efecto del movimiento de recursos", esto es, el cambio en el precio relativo de los bienes transables y los no transables favorece la producción en el sector no transable, lo que a su vez incrementa la demanda de factores (en especial del factor utilizado de manera intensiva en ese sector). Asimismo, el incremento de la demanda de factores en los sectores en expansión será abastecido por los factores liberados de otros sectores. En última instancia, el cambio en los precios y la asignación de recursos a favor de los bienes no transables conduce a la apreciación del tipo de cambio real, lo que erosiona la competitividad de los sectores orientados a la exportación y perjudica a los sectores que compiten

FIGURA 2.11. IED, Remesas, y Componentes de la Cuenta Corriente

PANEL A. ***IED y Pago de Factores***



PANEL B. ***Remesas y Saldo Comercial***



Notas: Los pagos de factores acumulados son la suma de los pagos de factores netos de la balanza de pagos trimestral como porcentaje del PBI de cada país para el período 2011t3 a 2013t3. La IED acumulada corresponde a la suma de influjos de IED como porcentaje del PBI de cada país para el período 2000-2012. Fuentes: FMI-IFS WDI, Y LCRCE.

[48] El término mal holandés (*Dutch disease*) lo acuñó *The Economist* en 1973 para referirse al declive del sector manufacturero que se produjo en los Países Bajos tras el descubrimiento de un gran depósito de gas natural en 1959. Este término se usa a menudo para referirse al incremento de los ingresos derivado del auge del sector primario que hace que se aprecie la moneda, lo cual genera una pérdida de competitividad (y, en última instancia, una reducción de la producción) del sector manufacturero, que se ha quedado atrasado. Cabe distinguir entre el mal holandés tradicional, en el que, conforme el tipo de cambio real se ajusta, el creciente superávit comercial del sector primario compensa al creciente déficit del sector manufacturero, y el mal holandés "financiero", generado por la entrada de flujos de financiación (en forma de IED, inversiones en cartera o remesas) a expensas de una pérdida generalizada de la competitividad y de un déficit por cuenta corriente. Véase Cárdenas y Levy Yeyati (2011).

con las importaciones. Así, el resultado final de esta apreciación del tipo de cambio real es que aumentan los flujos de importaciones y se reducen las ventas de exportaciones.

Sin embargo, existe una diferencia fundamental entre estos dos flujos. La IED "lleva integrada" la oportunidad de compensar la pérdida de competitividad externa a través de las mejoras potenciales de la productividad derivadas de las transferencias de tecnología y conocimiento de las CMN a las empresas locales. En cambio, en este ámbito, las remesas plantean un reto enorme para los responsables de las políticas, pues no "llevan integrada" de manera obvia una opción para incrementar la productividad. A pesar del reto, hay margen para la creatividad y la experimentación en el ámbito de las políticas para incentivar a los hogares a destinar una proporción mayor de las remesas al ahorro y la inversión y una proporción menor al consumo directo.

Cabe realizar una advertencia importante: la IED no es un remedio milagroso y conviene distinguir entre los distintos tipos de IED, ya que estos pueden conllevar oportunidades diferentes de derrames tecnológicos o de conocimiento. Las grandes entradas de IED no son una garantía de que la productividad crezca o de que el crecimiento aumente. Tómese como ejemplo el de muchas islas caribeñas que reciben grandes cantidades de IED que no se traducen en tasas de crecimiento mayores. La distribución sectorial de los flujos de IED también puede resultar relevante, ya que suele percibirse que la IED dirigida a los sectores extractivos o primarios genera menos derrames a la economía general que la IED en las manufacturas o los servicios. Teniendo en cuenta que la adquisición de más del 10% de las acciones de una empresa se registra como IED en los datos de la balanza de pagos, la llamada IED en proyectos nuevos ("*greenfield*") podría tener implicaciones distintas para las transferencias de tecnología y conocimiento que las fusiones y adquisiciones (F&A).

Pese a que este informe no aspira a describir detalladamente los orígenes y destinos de la IED, en él sí que se subrayan algunos patrones interesantes que se analizarán más pormenorizadamente en nuestro próximo informe insignia.[49] El primer patrón interesante se refiere al porcentaje de la IED en forma de F&A, que es la forma más extendida de IED para todas las islas caribeñas de nuestra muestra con la excepción de Trinidad y Tobago, Haití y República Dominicana (**Gráfico 2.12, Panel A**). En el extremo opuesto se sitúan países como Guyana, Surinam, Honduras, Haití, Nicaragua, Bolivia y Paraguay, donde las transacciones de F&A básicamente no existen. En la mayoría de los países de LAC (y los mayores receptores de LAC en niveles absolutos) el peso relativo de las F&A oscila entre el 20 y el 40 por ciento del total de los flujos de IED.

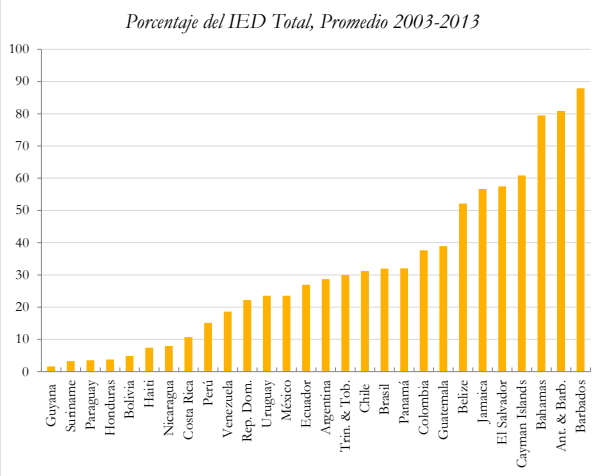
El segundo patrón interesante es la predominancia de la IED en el sector servicios en la mayor parte de las islas caribeñas. Dentro del sector servicios, los flujos se dirigen sobre todo al turismo y a los servicios financieros, tanto en el caso de las F&A como en el de la IED en proyectos nuevos (**Gráfico 2.12, Paneles B, C y D**). Como era de esperar, los países ricos en recursos energéticos, como Venezuela, Bolivia y Ecuador, reciben grandes porcentajes de IED dirigida a los sectores primario y extractivo. En los cuatro países más grandes de la región, la combinación de la IED destinada a sectores distintos es bastante equilibrada y, entre ellos, Brasil y México reciben relativamente más IED destinada al sector manufacturero. Cabe destacar que la gran proporción de IED en el sector manufacturero que hay en Uruguay, Paraguay y Belice se materializa mayormente

[49] Informe insignia regional de 2014, "LAC en un mundo multipolar", de próxima aparición.

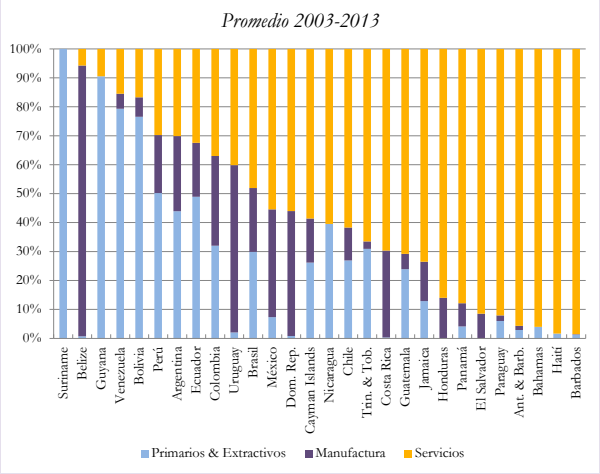
en forma de inversiones totalmente nuevas, lo que constituye quizás la combinación de IED más favorecedora de la productividad.[50]

FIGURA 2.12. Descomposición de la IED por Tipo y Sector

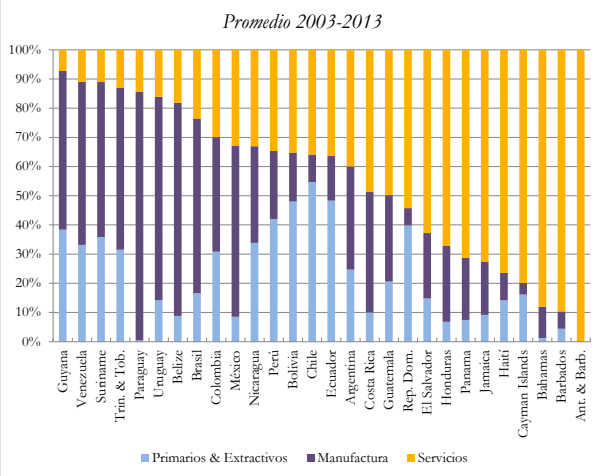
PANEL A. ***Proporción de IED en Fusiones & Adquisiciones***



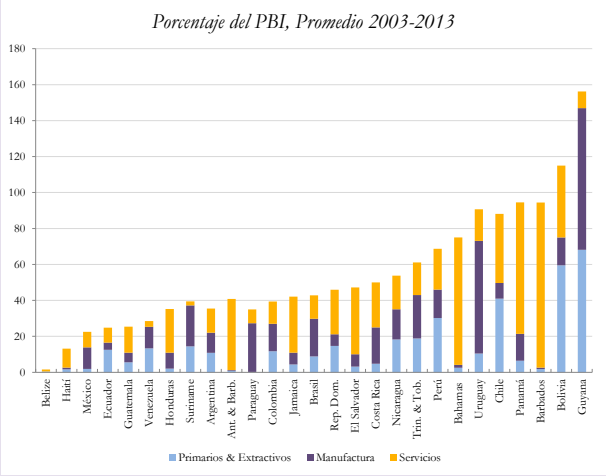
PANEL B. ***Composición Sectorial de la IED en Fusiones & Adquisiciones***



PANEL C. ***C Composición Sectorial de la IED en Proyectos Nuevos***



PANEL C. ***Composición Sectorial de la IED Total***



Fuentes: Para la IED en Fusiones & Adquisiciones: "Thomson Reuters SDC Platinum," para la IED en Proyectos Nuevos: "Financial Times' FDI Markets."

[50] Esta afirmación es especulativa, ya que se desconoce en qué medida las inversiones en proyectos nuevas favorecen más la productividad que las F&A o si las inversiones en manufacturas resultan más productivas que las inversiones en el sector primario o en el sector servicios. Sin embargo, valdría la pena realizar investigaciones adicionales sobre esta cuestión.

Conclusiones

En el primer capítulo de este informe hemos establecido que la incertidumbre y la fragilidad son los rasgos que mejor describen el entorno global actual. Conforme la Reserva Federal sigue reduciendo su programa de facilitación cuantitativa y se esperan subidas de los tipos de interés, los mercados financieros han comenzado a ajustarse a esta "nueva realidad". La incertidumbre relativa a la desaceleración china y su impacto sobre los precios de las materias primas siguen siendo motivos de preocupación para la mayoría de los países de LAC. Según parece, aunque no estamos en medio de una tormenta, las nubes negras ya asoman en el horizonte.

En el segundo capítulo hemos mostrado que los déficits por cuenta corriente han regresado a LAC y, al parecer, lo han hecho con la intención de quedarse. Estos déficits no son solo una consecuencia de la reducción de los precios de las materias primas, sino que además están relacionados con la tasa de ahorro crónicamente baja de la región y reflejan lo que podría describirse como una dinámica de crecimiento determinada por la demanda interna y no la externa.

Asimismo, hemos documentado que la región depende mucho de la IED y las remesas para financiar sus saldos exteriores, pues los flujos de no-IED han sido relegados a un papel secundario, lo que en principio servirá de apoyo a la región en los momentos inciertos, durante los cuales podrían producirse grandes fluctuaciones de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. Además, la región ha aprovechado el crecimiento y los grandes superávits comerciales de la última década para desapalancar y desdolarizar sus economías, reduciendo así el nivel total de los pasivos en deuda al tiempo que se incrementa en contratos sobre acciones (mediante IED e inversiones en cartera). Por consiguiente, la región afronta este periodo de ajuste global desde una posición muy distinta a la de la década pasada. De hecho, la mayoría de los países son acreedores netos de contratos sobre deuda, debido sobre todo a que tienen muchas reservas de divisas.

También presentamos evidencia según la cual la creciente dependencia de la región de LAC de la IED y las remesas podría ser una buena noticia. Durante los últimos años, tanto la IED como las remesas han sido mucho menos volátiles que los flujos de no-IED en los países de LAC y, pese a que los flujos netos de IED son en cierta medida pro-cíclicos, lo son menos que los flujos de no-IED. En cambio, las remesas son contra-cíclicas, lo que subraya su rol potencial como estabilizador macroeconómico. La regresión de estos flujos durante las crisis económicas preocupa especialmente a los responsables de las políticas. También en este contexto, las remesas y la IED tienen propiedades más favorables que los flujos de no-IED. De hecho, el estudio del caso de la crisis financiera reciente de 2008-2009 revela que la regresión de los flujos de IED representó un tercio de la magnitud de la reversión de los flujos de no-IED, mientras que para las remesas no hubo regresiones de ningún tipo. Así pues, por el momento, parece que la región puede contar con estos flujos en los malos tiempos. Sin embargo, cabe señalar también que la IED está fuertemente correlacionada con el crecimiento del PBI y, por lo tanto, si la lluvia se convierte en tormenta, la IED podría alejarse de la región.

Finalmente, exploramos si existe una conexión entre la IED y las remesas. La evidencia gráfica presentada país por país indica que los países tienden a "especializarse" en uno de estos dos flujos. Es decir, dado un nivel determinado de necesidad de financiación externa (determinado por el déficit por cuenta corriente menos las remesas), algunos países tienden a financiarse mayormente mediante IED, mientras que otros reciben una proporción mayor de remesas.

En el último apartado del informe analizamos esta conexión de manera más formal. Así, presentamos evidencia según la cual los países de LAC con tasas de crecimiento mayores y mejores instituciones han recibido más IED, mientras que los países más pobres cuyas instituciones son de peor calidad han recibido más remesas. Además, los flujos de IED se han correlacionado negativamente con el *stock* de emigrantes y con el nivel de remesas recibidas, lo que indica que los países que reciben más remesas son los que tienen niveles de IED más bajos. Por el contrario, los países que reciben más IED suelen a su vez recibir menos remesas.

Pese a que hay alguna evidencia según la cual las remesas afectan positivamente al crecimiento, las estimaciones suelen indicar que dichos efectos son modestos. Además, nuestros resultados indican que las remesas se dirigen sobre todo a países más pobres y con instituciones de peor calidad. Por lo tanto, podemos comparar las remesas con un bote salvavidas: cuando todo va mal, se puede contar con ellas para un rescate, pero no plantean la mejor opción de futuro.

Nuestros resultados indican que invertir en la mejora de las instituciones podría generar fuertes dividendos. La mejora de las instituciones puede hacer que aumente la IED y, a su vez, los niveles más altos de IED tienen el potencial de incrementar el crecimiento futuro, alimentando así un círculo virtuoso de crecimiento e inversión. La IED ha tenido impactos positivos en LAC más allá de la acumulación de factores, pues hay evidencia de que la productividad regional ha aumentado sobre todo gracias a las transferencias de conocimiento y tecnología de las filiales de multinacionales a las empresas locales. Dado que se vislumbran nubes oscuras en el horizonte, la mejora de la calidad de las instituciones y el desarrollo de un "entorno favorecedor" más sano se han vuelto cruciales para poder construir un barco más robusto, que podría a su vez recibir un motor mejor y más potente en forma de IED.

Bibliografía

Acosta, P., C. Calderon, P. Fajnzylber y H. Lopez (2008), "What is the Impact of International Remittances on Poverty and Inequality in Latin America?", World Development, Elsevier, vol. 36 (1), páginas 89-114.

Aitken, B. y A. Harrison, (1999), "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela", American Economic Review, vol. 89 (3), páginas 605–618.

Barrell, R., N. Pain (1999), "Domestic Institutions, Agglomerations y Foreign Direct Investment in Europe", European Economic Review, vol. 43, páginas 925-934.

Blomström, M. (1983), "Foreign Investment, Technical Efficiency and Structural Change: Evidence from the Mexican Manufacturing Industry", Ekonomiska Studier, Utgivna av Nationalekonomiska Institutionen 12, Vid Göteborgs Universitet.

Bloom, N., C. Genakos, R. Sadun y J. Van Reenen (2012), "Management Practices across Firms and Countries", Academy of Management Perspectives, vol. 26 (1), páginas 12–33.

Borjas, G. (1990), "Friends or Strangers: The Impact of Immigrants on the US Economy", Basic Books.

Broner, F., Didier, T., Erce, A. y S.L. Schmukler (2013), "Gross capital flows: dynamics and crises", Journal of Monetary Economics 60(1), 113-133.

Caballero, J., U. Panizza y A. Powell (2014), "The credit cycle and vulnerabilities in emerging economies: the case of Latin America", Vox, 2 de abril de 2014.

Campos, N. Y. Kinoshita (2003), "Why Does FDI Go Where It Goes? New Evidence from the Transition Economy", IMF Working Paper 03/228, International Monetary Fund.

Canuto, O. y S. Ghosh (2014), "Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets", The World Bank.

Christensen, J. (2014), "When Will the Fed End Its Zero Rate Policy?", FRB San Francisco Economic Letter 04.

De la Torre, A., T. Didier y S. Pienknagura (2012), "Latin America copes with volatility, the dark side of globalization", The World Bank LAC Semi-Annual Report, Abril.

De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Pienknagura (2013a), "Latin America and the Caribbean as Tailwinds Recede: In Search of Higher Growth", The World Bank LAC Semi-Annual Report, Abril.

De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Pienknagura (2013b), "Latin America's Deceleration and the Exchange Rate Buffer", The World Bank LAC Semi-Annual Report, Octubre.

Didier, T., Hevia, C. y S. L. Schmukler (2012), "How resilient and countercyclical were emerging economies during the global financial crisis?", Journal of International Money and Finance, 31(8), 2052-2077.

Elmendorf, D. (2013), "How Different Future Interest Rates Would Affect Budget Deficits", http://www.cbo.gov/publication/44024.

Fernández-Arias, E., R. Hausmann (2000), "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?" Research Department Working Paper Series, 417, Inter-American Development Bank.

Fernández-Arias, E., R. Hausmann (2000), "Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?", Emerging Markets Review, vol. 2, páginas 34-49.

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

Hume, N. (2014), "Dr. Copper catches a dose of Chinese flu", Financial Times, 14 de marzo.

IIF Weekly Insight (2014), "Taking a more sober view", March 13. IMF (2013a), "Unconventional Monetary Policies—Recent Experience and Prospects", Abril.

IMF (2013b), World Economic Outlook, Octubre.

IMF (2014), "Is the tide rising", WEO Update, January. Ito, H. y M. Chinn (2013), "Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index 2011 Update", mimeo, 23 de abril.

Kaufman, M. y M. García-Escribano (2013), "Unleashing Brazil's Growth", iMFdirect, 27 de noviembre.
Koepke, R. (2013), "Quantifying the Fed's Impact on Capital Flows to EMs", IIF RESEARCH NOTE, 4 de diciembre.

Kokko, A., M. Zejan y R. Tansini, (2001), "Trade Regimes and Spillover Effects of FDI: Evidence from Uruguay," Weltwirtschaftliches Archiv, vol 137(1), páginas 124-149.

Lane, P. R. y G.M. Milesi-Ferretti (2007), "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004", Journal of International Economics 73(2), 223-250.

Lederman, D., J. Messina, S. Pienknagura y J. Rigolini (2014), "Latin American Entrepreneurs: Many Firms but Little Innovation," World Bank, Washington, DC.

Levy Yeyati, E. y T. Williams (2012), "Emerging economies in the 2000s: Real decoupling and financial recoupling", Journal of International Money and Finance, Vol. 31 (8): pp. 2102-2126.

Lipsey, R. E. 2002, "Home and Host Country Effects of FDI", NBER Working Paper 9293, National Bureau of Economic Research.

Mohammed, S. y R. Koepke (2014), "Introducing the IIF Portfolio Flows Tracker", IIF, 12 de marzo.

Powell, A. (2014), "Global Recovery and Monetary Normalization: Escaping a Chronicle Foretold?", IDB.

PRS Group, Inc. (2014), "International country risk guide (ICRG) researchers' dataset".

Raddatz, C., S.L. Schmukler y T. Williams (2013), "International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect", The World Bank, mimeo, December 6.

Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", London Business School, mimeo, agosto.

Sula, O., T. Willet (2009), "The reversibility of different types of capital flows to emerging markets," Emerging Markets Review, vol. 10, páginas 296-310.

Wheeler, D., A. Mody (1992), "International Investment Location Decisions: The Case of U.S. firms," Journal of International Economics, vol. 33, páginas 57-76.

World Bank, (1999), "Foreign investment resilient in the face of financial crisis," Global Development Finance 1999, Analysis and Summary Tables, Capítulo 3.

World Bank (2012), "Chasing Shadows: How Significant is Shadow Banking in Emerging Markets." Economic Premise No. 88, Septiembre.

World Bank (2013), "Rebuilding Policy Buffers, Reinvigorating Growth", Octubre.

Banco Mundial

1818 H Street, NW
Washington, DC 20433 USA

www.worldbank.org/laceconomist