

Universidad Católica Andrés Bello

Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

Escuela de Economía



**IMPACTO DE LA NORMALIZACIÓN DE LA POLITICA
MONETARIA DE EE. UU, EN LOS FLUJOS DE CAPITALES DE
LAS EME DE LATINOAMERICA**

Tutor Académico: Pineda, Julio

Autores: Silva, Cesar Enrique

González Sue, Andrea

Caracas, 31 octubre 2018

AGRADECIMIENTOS

Agradezco principalmente a mis padres por ser un excelente ejemplo, por guiarme y estar siempre a mi lado en los momentos buenos y malos. Les agradezco todo el apoyo brindando durante este difícil camino porque no habría sido posible sin ellos.

A Dios por acompañarme siempre y darme fuerzas en los momentos difíciles.

A nuestro tutor Julio Pineda por su guía y aporte fundamental para la elaboración de este proyecto.

Por ultimo agradezco a mi hermano, a mi familia, a mis profesores, a mis amigos y compañeros de clase por darme su apoyo y formar parte de esta gran etapa en mi vida.

Cesar Enrique Silva Macareño

Agradezco a mis padres por su apoyo incondicional en todo momento, esto es por ustedes.

A la Universidad Católica Andrés Bello y a la Escuela de Economía por abrirme las puertas durante esta etapa de mi vida.

A Dios por ayudarme a superar todos los retos que se me han presentado.

A nuestro tutor, Julio Pineda, por los conocimientos brindados, su guía y el tiempo dedicado a nuestro trabajo.

Por último, a Joaquín Marta Sosa, Tosca Hernández y cada una de las personas que hicieron posible este logro.

Andrea González Sue.

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	5
INTRODUCCIÓN	7
CAPITULO I	10
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	10
1.1 HIPÓTESIS.....	11
1.2 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION.....	12
1.2.1 Objetivo General	12
1.2.2 Objetivos Específicos	12
CAPITULO II	13
MARCO TEÓRICO	13
2.1 Antecedentes de la investigación	13
2.2 Bases teóricas	19
Operaciones de mercado abierto	19
Flujos internacionales de Capital.....	20
Índice de Volatilidad del Mercado Financiero (VIX)	24
Indicadores de Gobernanza Mundial.....	25
CAPITULO III	28
MARCO METODOLOGICO	28
3.1 El Modelo.....	28
3.2 Comportamiento de las EMEs de Latinoamérica.....	32
3.2.1 Comportamiento de la economía de Brasil (2005-2017)	32
3.2.2 Comportamiento de la economía de Chile (2005-2017)	38
3.2.3 Comportamiento de la economía de Colombia (2005-2017)	45

3.2.4 Comportamiento de la Economía de México (2005-2017)	49
3.2.5 Comportamiento de la economía de Perú (2005-2017).....	60
CAPITULO IV	73
ANALISIS DE RESULTADOS	73
4.1 Estimación del modelo	73
4.1.1 Entrada Bruta de Capital como Porcentaje del PIB.....	73
4.1.2 Salida Bruta de Capital como Porcentaje del PIB	77
4.1.3 Entradas Netas de Capital como Porcentaje del PIB	81
CAPITULO V	85
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	85
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS.....	88
ANEXOS.....	91

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1. CORRELACIÓN DEL RENDIMIENTO DE LAS LETRAS DEL TESORO A 10 AÑOS Y LOS FLUJOS DE CAPITAL DE LAS EME.....	68
TABLA 2. CORRELACIÓN DEL RENDIMIENTO DE LAS LETRAS DEL TESORO A 10 AÑOS Y LOS FLUJOS DE CAPITAL POR PAÍS	79
TABLA 3. MODELO EBCP	74
TABLA 4. MODELO SBCP	77
TABLA 5. MODELO ENCP.....	13
TABLA 6. PRUEBA DE AUTOCORRELACIÓN SERIAL MODELO EBCP	95
TABLA 7. PRUEBA DE AUTOCORRELACIÓN CONTEMPORÁNEA MODELO EBCP.....	95
TABLA 8. PRUEBA DE HETEROCEDASTICIDAD EBCP	95
TABLA 9. SALIDA MODELO EBCP.....	106
TABLA 10. PRUEBA DE AUTOCORRELACIÓN SERIAL MODELO SBCP	97
TABLA 11. PRUEBA DE AUTOCORRELACIÓN CONTEMPORÁNEA MODELO SBCP	97
TABLA 12. PRUEBA DE HETEROCEDASTICIDAD SBCP	97
TABLA 13. SALIDA MODELO SBCP	108
TABLA 14. PRUEBA DE AUTOCORRELACIÓN SERIAL MODELO ENCP....	99
TABLA 15. PRUEBA DE AUTOCORRELACIÓN CONTEMPORÁNEA MODELO ENCP	99
TABLA 16. PRUEBA DE HETEROCEDASTICIDAD ENCP.....	99
TABLA 17. SALIDA MODELO ENCP	100

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1. RENDIMIENTO DE LAS LETRAS DEL TESORO A 10 AÑOS Y FLUJOS DE CAPITAL COMO PORCENTAJE DEL PIB DE LAS EME DE LATINOAMÉRICA	67
GRÁFICO 2. CRECIMIENTO DEL PIB Y FLUJOS NETOS DE CAPITAL DE LAS EME DE LATINOAMÉRICA.....	71
GRÁFICO 3. PROMEDIO DEL CRECIMIENTO Y TENDENCIA DEL PIB DE LAS EME POR PAÍS	72
GRÁFICO 4. ENTRADAS Y SALIDAS BRUTAS DE CAPITAL DE LAS EME DE LATINOAMÉRICA.....	91
GRÁFICO 5. ÍNDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL Y FLUJOS DE CAPITAL DE LAS EME DE LATINOAMÉRICA	102
GRÁFICO 6. RELACIÓN ENTRE LA TASA DE INTERÉS DE LAS EME Y LAS ENTRADAS BRUTAS DE CAPITAL DE LA REGIÓN	103
GRÁFICO 7. TASA DE LA RESERVA FEDERAL Y EL RENDIMIENTO DE LAS LETRAS DEL TESORO A 10 AÑOS DE ESTADOS UNIDOS	104

INTRODUCCIÓN

Vivimos en un mundo donde la globalización financiera en la economía mundial durante el último medio siglo nos lleva a pensar que la apertura financiera es una tendencia irresistible y de largo plazo, reconocidas por los responsables de las políticas y los economistas académicos. Tanto los mercados emergentes como las economías avanzadas abren cada vez más sus fronteras a los flujos financieros. El alcance de los flujos internacionales de capital para causar incrementos en la prosperidad o provocar daños se ha ampliado considerablemente desde los años noventa.

Los flujos de crédito son especialmente pros-cíclicos y volátiles. Y, como los ciclos de crédito y los flujos de capital obedecen a factores mundiales, podrían ser inapropiados según las condiciones del ciclo de muchas economías.

Para algunos países, el ciclo financiero mundial puede llevar a una excesiva expansión del crédito en tiempos de auge y a su recorte excesivo en malos tiempos. Los ciclos financieros mundiales se asocian con subidas y recortes en los flujos de capital, con auges y caídas en los precios de los activos y con las crisis.

El panorama que se esboza es el de un mundo con poderosos ciclos financieros mundiales caracterizados por grandes movimientos en común de los precios de los activos, por flujos brutos y por apalancamiento. Al mismo tiempo también nos encontramos en un mundo de desviaciones masivas respecto de la paridad sin cobertura de las tasas de interés. Existen interrelaciones con las condiciones monetarias del país centro (EUA), los flujos de capital y el apalancamiento del sector financiero en muchas partes del sistema financiero internacional. “El ciclo financiero mundial puede asociarse con las condiciones monetarias en el país centro y con los cambios en la aversión al riesgo y en la incertidumbre” (Bekaert et al., 2012; Miranda-Agrippino y Rey, 2012; Bruno y Shin, 2013), pero aun si los flujos de capital, especialmente los flujos de crédito, están guiados

principalmente por un factor global, podrían aportar importantes beneficios para la economía mundial

Los años 2009-2011, inmediatamente después de la crisis financiera mundial (GFC), estuvieron marcados por un aumento importante en los flujos de capital que entraban a las economías de mercado emergentes (EME) junto con el agresivo relajamiento de la política monetaria en las economías avanzadas. Estas entradas de capital se han producido en un contexto de una política monetaria extremadamente acomodaticia en economías, caracterizadas por tasas de interés excepcionalmente bajas y la implementación de políticas monetarias no convencionales, que han generado reducciones adicionales en las tasas de interés a largo plazo.

Estos desarrollos simultáneos llevaron a muchos observadores a concluir que las políticas acomodaticias de la Reserva Federal y de otros bancos centrales de economías avanzadas fueron los que desencadenaron la ola de flujos de capital hacia las EME. Los observadores expresaron su preocupación de que estos flujos estaban complicando las políticas económicas para las economías emergentes receptoras, contribuyendo al crecimiento excesivo del crédito, creando riesgo de burbujas de precios y causando apreciación no deseada de la tasa de cambio. Algunos caracterizaron las políticas monetarias de las economías avanzadas como una “guerras de divisas”, argumentando que las políticas apuntaban a crear una tasa de cambio más débil y así obtener una ventaja competitiva. También surgieron preocupaciones que una vez que la política monetaria en los Estados Unidos y otras economías avanzadas comenzaran a normalizarse, estos flujos se revertirían, influyendo en la tasa de crecimiento económico y creando complicaciones e interrupciones adicionales en EME.

Las tasas de interés a largo plazo de EE. UU se dispararon bruscamente luego de la crisis del 2007 y los flujos de capital bruto hacia las economías de mercado emergentes (EME) se revirtieron. Estos desarrollos causaron algunas preocupaciones en el mundo en desarrollo y muchos analistas han sugerido que, a medida que termine la flexibilización

cuantitativa (QE), y a medida que las tasas de interés a largo plazo en los Estados Unidos sigan aumentando esto generara como resultado que el flujo de capital hacia las EME se detenga repentinamente y podría llevar algunas de estas economías a una crisis financiera completa como las de América Latina y Asia en la década de 1990 (Eichengreen y Gupta, 2014).

Sin embargo, otros analistas argumentan que los cambios en las tasas de interés estadounidenses no son responsables de los ciclos de los flujos de capital hacia las EME y que estos ciclos son consecuencia de las propias políticas macroeconómicas de los países. Este argumento es respaldado por el hecho de que no todas las EME se vieron afectadas de la misma manera.

El objetivo de este trabajo es analizar, a la luz de la evidencia histórica reciente, cuál de estos puntos de vista es correcto. ¿Los ciclos de flujos de capital a las EME están asociados con las tasas de interés a largo plazo de los Estados Unidos? ¿O son ellos consecuencia de las propias políticas macroeconómicas de los países? Para responder estas preguntas, se aplica dos enfoques empíricos para un panel de datos trimestrales que incluye 5 EME durante el período 2005-2016.

Mientras que la primera metodología estima cómo los factores globales e internos están asociados con el nivel de flujos de capital (como porcentaje del PIB), el segundo estima cómo estos factores están asociados con la probabilidad de observar episodios de cambios bruscos en los flujos de capital.

CAPITULO I

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En diciembre de 2015 en la Reserva Federal de Estados Unidos, se comenzó un proceso denominado “normalización de la política monetaria” con el objetivo principal de incrementar el “target range” de la tasa de interés y terminando con las QE (quantitative easing) que habían estado llevando a cabo durante los últimos años disminuyendo la cantidad de letras del tesoro y otros activos en su posesión al dejar de reinvertir los principales pagos que recibe por estos activos financieros. Este hecho confirma un cambio en el escenario de bajas en las tasas de interés cercanas a cero que la Reserva Federal mantuvo dada la crisis financiera del 2007 y 2008.

Las tasas de interés a corto plazo han aumentado ya seis veces desde diciembre del 2015 y esto ha tenido impacto en el retorno de letras del tesoro a 10 años que ha llegado a estar por encima del 3%.

El problema planteado en nuestro trabajo recae sobre si el aumento en la tasa de interés a corto y a largo plazo en Estados Unidos tiene realmente un impacto importante en los ciclos de flujos de capital que van hacia las principales economías emergentes de Latinoamérica enfocándonos en cinco países: Chile, Colombia, Brasil, Perú y México o si el mayor impacto recae en las propias políticas macroeconómicas de los países.

1.1 HIPÓTESIS

Los factores globales o de empuje principalmente, el aumento de las tasas de interés de Estados Unidos, tiene un impacto importante en el comportamiento de los flujos de capitales de los países tomados en la muestra.

1.2 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION

1.2.1 Objetivo General

Determinar si los factores externos o globales son los que influyen en los cambios de los flujos de capitales de los países analizados o si todo recae en los factores internos propios de cada país.

1.2.2 Objetivos Específicos

1. Recolectar la información necesaria sobre las variables que se utilizarán en el modelo de estimación y denominar cuáles serán los factores locales y los externos.
2. Comparar la influencia de los factores locales y factores externos en 5 países emergentes de América Latina como los son Brasil, Colombia, Perú, México y Chile
3. En base a los resultados obtenidos, determinar el motivo por el cual unos países se ven más afectados que otros.
4. Establecer recomendaciones para las EME en términos de estrategias para afrontar la influencia de la tasa de interés del país central.

CAPITULO II

MARCO TEÓRICO

2.1 Antecedentes de la investigación

La economía mundial ha sido testigo de fluctuaciones masivas en los flujos de capital desde el año 2005. Mientras que la crisis financiera mundial de 2007-08 desencadenó fuertes flujos de capital de cartera en particular en los bonos de algunas economías avanzadas, el período de recuperación 2009-11 en las economías de mercados emergentes (EME) y los problemas de la deuda soberana en algunas economías avanzada, se han caracterizado por un aumento en los flujos de capital hacia los mercados emergentes (EM). Sin embargo, lo que ha llamado la atención en estos dos episodios no es solo su alcance global, sino también el alto grado de heterogeneidad en los flujos de capital, tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes.

-Factores Push-Pull

Las causas que explican la dinámica de los ciclos de flujos de capital siguen siendo muy controvertidas. Algunos autores han subrayado la importancia de los factores de "empuje" o globales, en particular las políticas monetarias y fiscales en las economías avanzadas, como los principales culpables de este aumento de los flujos de capital. Por el contrario, otros han enfatizado los factores de "atracción" o internos de las economías, como las divergencias reales entre las economías emergentes y las economías avanzadas, como el principal impulsor del patrón actual de flujos de capital. De hecho, esta

controversia se ha convertido en uno de los temas centrales de debate en foros internacionales como el G20, que está considerando un código de conducta para la gestión del flujo de capitales, incluida la imposición de controles de capital para hacer frente a flujos de capital volátiles.

El debate sobre los impulsores de los flujos mundiales de capital se remonta al menos hasta la década de 1990, cuando muchos mercados emergentes liberaron sus cuentas de capital y comenzaron a atraer importantes entradas de capital de cartera (Calvo, Leiderman y Reinhart 1996). En la crisis financiera de 2007-08 se produjo un resurgimiento del interés en grandes oscilaciones de los flujos de capital globales, y buena parte de la evidencia enfatiza los efectos disruptivos de tales oscilaciones durante periodos de tensión financiera, como paradas repentinas, oleadas, reducciones de personal y capital vuelo (Reinhart y Reinhart 2009; Cardarelli, Elekdag y Kose 2009; Forbes y Warnock 2011).

El primer capítulo de la literatura, iniciado por Calvo et al. (1993, 1996), utiliza principalmente regresiones para investigar los roles relativos de los factores de empuje y atracción en la conducción de los flujos de capital.

Las contribuciones recientes que incluyen Fratzscher (2011), Forbes y Warnock (2012), Broner et al. (2013), Bruno y Shin (2015a), y Cerutti, Claessens y Ratnovski (2017). Koepke (2015) proporcionan una revisión reciente de unos 40 artículos. Si bien los resultados varían, generalmente el empeoramiento en las condiciones de riesgo globales, según lo medido por el VIX, reduce los flujos de capital, especialmente a los mercados emergentes. La evidencia sobre la política monetaria de los Estados Unidos es más mixta, algunos papers concluyen que los flujos de capital responden negativamente a un ajuste en la política monetaria de EE. UU., por bonos de cartera y flujos de capital; otros encuentran que las variables de política monetaria no siempre son significativas, o no tienen el mismo signo de manera consistente (por ejemplo, Cerutti, et al., 2015), y algunos incluso encuentran signos opuestos por ejemplo, Correa et al., 2016 que encuentra

que los flujos bancarios aumentan para algunos países cuando las tasas de interés de los Estados Unidos aumentan.

El poder explicativo de estas variables de empuje suele ser limitado, en términos absolutos y a veces también en relación con las variables de atracción (cuando se incluyen). Bruno y Shin (2015) investigaron los flujos bancarios de 46 países utilizando datos BIS y descubrieron que "los factores locales influyen solo en una cantidad modesta de la variación y los factores globales representan una parte abrumadora de la variación".

Olaberria (2014) menciona también que la teoría sugiere que los factores que impulsan los ciclos de los flujos de capital se pueden dividir en dos categorías: (1) aquellos que son externos a las economías que reciben el flujo (los llamados factores globales o de empuje), y (2) los factores internos a esas economías (generalmente llamados factores internos o de atracción). Desde un punto de vista teórico, las implicaciones de tasas de interés mundiales más altas para los flujos de capital a las EME son bastante claras. Si se considera una pequeña economía abierta con inversión endógena y movilidad de capital libre poblada por un agente representativo (y atomístico) que recibe utilidad del consumo de dos tipos de bienes: comerciable y no comerciable, un aumento en las tasas de interés mundiales debería disminuir la inversión, aumentar los ahorros y generar salidas netas de capital. Pero la teoría también sugiere que los factores internos –proxies para la situación macroeconómica, fiscal y financiera del país– son importantes. Por ejemplo, el mismo modelo sugiere que un mayor crecimiento de la economía doméstica -o mejor calidad institucional pudiera atraer más entradas de capital de inversores extranjeros y, a través de los efectos de los ingresos, aumentar la inversión en el extranjero por agentes nacionales. En resumen, según la teoría, los factores internos interactúan para hacer que las economías se configuren o no como *atractores* para la entrada de capitales. En el lado empírico, hay una extensa lista de estudios (por ejemplo, Calvo et al., 1996; Fernández-Arias, 1996; Fratzscher, 2012; Blanchard et al., 2010) que sugieren que los factores de empuje son los factores más importantes en la influencia de los flujos de capital a las economías emergentes. Por otro lado, hay estudios que enfatizan el papel de los factores domésticos,

los cuales son determinantes importantes de los flujos de capital como lo plantean Milesi-Ferreti et al., 2010; Calvo et al., 2008; Reinhart y Reinhart, 2009.

Recientemente, una serie de estudios han subrayado la importancia de distinguir la asociación que factores globales y domésticos tienen con los flujos de capital brutos, de la asociación que tienen con el flujo neto de capital (Forbes y Warnock, 2012; Rey, 2013; Calderón y Kubota, 2013; Broner et al., 2013). Por ejemplo, Rey muestra que si bien los factores globales, específicamente la aversión al riesgo global (VIX), están fuertemente asociados con los flujos de capital en términos brutos no están significativamente asociados con los flujos de capital en la red de condiciones.

Pero desde una política y puntos de vista empíricos, un punto importante en el entorno actual es que si existe evidencia de que las tasas de interés a largo plazo son más altas en los EE. UU (ya que ese es el fin que las QE se espera que creen) y se asocian con niveles más bajos de flujos de capital a las EME, o incluso peor, con una mayor probabilidad de paradas repentinas.

En el paper de G. Adler, M. L. Djigbenou, and S. Sosa “Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?” los autores buscan examinar la respuesta dinámica de los flujos de capital netos y brutos a choques financieros globales clave, incluidas las tasas de interés a corto y largo plazo en los Estados Unidos. Utilizaron una configuración VAR de panel, que abarca un grupo de 38 países emergentes durante el período 1990Q1-2012Q4, para estudiar principalmente el alcance del papel compensador desempeñado por los inversores nacionales en respuesta a choques, y si esto depende de la naturaleza específica del choque (en particular, incertidumbre o shocks de tasas de interés a corto y largo plazo). También examinaron las diferencias en las regiones EM, en países con diferentes características (por ejemplo, integración financiera y apertura de cuenta de capital), y en tipos de flujos de capital. Finalmente, usaron el modelo estimado para discutir también el impacto de los shocks en la actividad económica de EE. UU sobre los flujos de capital hacia las EMEs.

Seguimos la terminología utilizada en documentos recientes, llamando a los ingresos brutos el movimiento neto en obligaciones internacionales de un país, y salidas brutas al movimiento neto en activos internacionales.

Mientras que la contabilidad de balanza de pagos se basa en movimientos de doble entrada, en el activo y pasivo de la cuenta financiera pueden diferir ya que algunas operaciones implican una entrada de compensación en la cuenta corriente o un cambio en las reservas internacionales. Como es estándar en la literatura, basamos nuestro análisis de flujos brutos en la noción de que las entradas (salidas) brutas reflejan el comportamiento de inversores extranjeros (nacionales) es decir, los shocks en los flujos brutos se deben principalmente a la oferta.

En los mencionados papers de Adler et al. (2014) y Olaberría (2014) se enfoca el análisis en las salidas brutas de capital por inversores locales y en los flujos netos. Esto es importante porque solo observar las entradas brutas de inversores extranjeros proporciona una imagen parcial que puede conducir a conclusiones equivocadas. Por ejemplo, es completamente posible absorber una interrupción en las entradas brutas de capital privado por parte de inversionistas extranjeros con una súbita contracción de las salidas de capital bruto por parte de inversores nacionales sin consecuencias significativas para los déficits de cuenta corriente. Por otro lado, enfocarse únicamente en las entradas netas de capital también puede ser engañoso. Como fue argumentado recientemente por Forbes y Warnock (2012) "el análisis basado únicamente en los flujos netos, si bien fue apropiado hace unas décadas, ignora los cambios dramáticos en los flujos brutos que han ocurrido en la última década y la información importante contenida en estos flujos. Como los flujos de los inversores nacionales se han vuelto cada vez más importantes, los cambios en los flujos netos ya no se pueden interpretar como impulsados exclusivamente por extranjeros".

Otro trabajo que busca analizar los cambios en los flujos de capital es el informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014 "La recuperación global y la normalización monetaria ¿cómo evitar una crónica anunciada?" Powell, A (2014). En el

informe se llegan a cuatro conclusiones. En primer lugar, los shocks en la senda de la normalización monetaria en Estados Unidos podrían tener impactos sustanciales en los flujos de capital de la región. En segundo lugar, la disminución de los flujos de capital que ya han tenido lugar, más cualquier disminución en el futuro, probablemente tendrán efectos persistentes en el crecimiento. En tercer lugar, aunque el impacto en la cuenta corriente parece ser bastante significativo, los países con regímenes de control de la inflación, en general tienen un margen de maniobra monetario para responder a dichos shocks y los tipos de cambio pueden proporcionar al menos un amortiguador parcial. En cuarto lugar, hay un conjunto de países que no tienen flexibilidad monetaria y, por ende, pueden sufrir más por cualquier perturbación en la normalización de la tasa de interés en Estados Unidos. La mayoría de los países en la región disfrutan de algún grado de flexibilidad de tipo de cambio o se beneficiarán sustancialmente de una recuperación más vigorosa en Estados Unidos.

El autor señala que los años noventa, las paradas súbitas en las economías emergentes tendían a ser producto de cambios en los flujos brutos de entradas de capitales que casi automáticamente provocaban cambios en los flujos netos de entradas y llevaban a dolorosos ajustes del tipo de cambio real y de la cuenta corriente. Sin embargo, más recientemente, las economías emergentes han acumulado más activos externos y los cambios en esos activos (normalmente denominados flujos brutos de salidas) se han vuelto más importantes. En realidad, puede que haya cambios bruscos en los flujos brutos de entradas y salidas que se compensan de tal manera que los flujos netos permanecen estables, como ocurriría si hubiera repatriación de capital por parte de los residentes frente a una reducción de los flujos brutos de entrada. Aun así, investigaciones recientes señalan que las Paradas Súbitas de flujos brutos de entrada también pueden ser dolorosas, dado que quizá sean acompañadas de un costoso proceso de des-apalancamiento en la economía afectada. Este capítulo considera diferentes tipos de Paradas Súbitas y concluye exponiendo las opciones de política frente a los riesgos asociados.

2.2 Bases teóricas

Operaciones de mercado abierto

De acuerdo al Dr. Juan R Cuadrado Roura, en su libro “Política Económica”, las OMA son el instrumento fundamental de la política monetaria en la actualidad. Estas operaciones consisten en la compra y venta de fondos públicos o privados por parte del banco central, que dota de liquidez al sistema financiero o la retira según las necesidades de la economía,

Cuando se consideran agregados monetarios como objetivos, estos pueden alcanzarse controlando directamente la liquidez o cambiando los tipos de interés a corto plazo.

Hay dos tipos fundamentales de OMA: Las operaciones en firme y las operaciones con pacto de recompra (cuando se venden o compran activos se acuerda la fecha en la que se van a volver a comprar o vender). Se pueden realizar cuatro tipos de actuaciones:

- Elevación de los tipos de interés de los valores: En principio los bancos mantendrán valores en función de la rentabilidad que les reporten; cuanto mayor sea esta, mayor será el interés por conservarlos o adquirirlos. Siempre que se lleve a cabo un aumento de los títulos en poder de la banca, con disminución de su tesorería, se estará produciendo además una reducción de la liquidez.
- Disminución de los tipos de interés de los valores. Su efecto es inverso al anterior.
- Venta de los valores por parte del Banco Central. Producirá una detracción de liquidez de los bancos cuando estos los adquieran.
- Compra de los valores por parte del Banco Central, se inyectará dinero al resto del sistema financiero.

El éxito de las OMA depende de la amplitud del mercado financiero y, más concretamente, del volumen y las características de los valores.

Según el plazo de los valores utilizados, pueden distinguirse entre:

- Operaciones sobre obligaciones públicas a corto plazo, lo que normalmente supone el aumento (venta) o reducción (compra) de emisiones de títulos de hasta 90 días. En Estados Unidos constituye la primera operación de política monetaria desde hace años, instrumentándose para aliviar tensiones en la liquidez de las entidades financieras o para estabilizar la economía, reduciendo las posibilidades de crédito a aquellas. En Europa su uso se ha generalizado e intensificado considerablemente a lo largo de la última década. En Alemania (antes de la política monetaria única) y Estados Unidos solo se realiza con títulos públicos, pero en países como Japón, Francia y Reino Unido se utilizan también títulos privados (certificados de depósito o pagarés de empresa).
- Compraventa de valores a largo plazo por el Banco Central, con objetivo de variar el tipo de interés de estos. Se ha utilizado bastante menos, sobre todo en Estados Unidos.

Flujos internacionales de Capital

Para Krugman y Obstfeld en su libro “Economía Internacional”, los flujos internacionales de capital son contabilizados, desde el punto de vista de la balanza de pagos, en la balanza financiera (tradicionalmente conocida como balanza de capital).

Las entradas de capital son contabilizadas como un ingreso en la cuenta financiera y lo que representan son un aumento de los pasivos frente al exterior. Por su parte, las salidas de capital son contabilizadas como un pago en la cuenta financiera y lo que representan son un aumento en los activos frente al exterior.

Cuando las entradas de capital superan a las salidas de capital el país tendrá unos flujos netos de capital positivos, lo que se plasmará en un superávit en la balanza financiera. Por el contrario, cuando las entradas de capital sean inferiores a las salidas de capital el país tendrá unos flujos netos de capital negativos, lo que se plasmará en un déficit en la balanza financiera.

$$FNC = \text{Adquisición de activos extranjeros por residentes} - \text{Adquisición de activos locales por no residentes.}$$

La existencia de un superávit en la cuenta financiera (entradas de capital superiores a las salidas de capital) o de un déficit (salidas de capital superiores a las entradas de capital) está inversamente relacionado con el saldo que presente la balanza por cuenta corriente o para ser más exactos con la capacidad o necesidad de financiación de un país -determinada por la suma de la balanza por cuenta corriente más la balanza de capital-.

Como consecuencia de la aplicación del principio contable de partida doble, la balanza de pagos siempre está en equilibrio, es decir:

$$\text{Balanza Cuenta Corriente} + \text{Cuenta Capital} + \text{Cuenta Financiera} + \text{Errores y Omisiones} = 0;$$

Y, por tanto:

$$\text{Balanza Cuenta Corriente} + \text{Cuenta Capital} = (-) \text{Cuenta Financiera} + (-) \text{Errores y Omisiones};$$

si suponemos que no existen Errores y Omisiones, tendríamos que:

$$\begin{aligned} \text{Balanza Cuenta Corriente} + \text{Cuenta Capital} &= \text{Capacidad (+) o Necesidad (-) Financiación} \\ &= (-) \text{Cuenta Financiera} \end{aligned}$$

Por tanto, cuando un país tenga capacidad de financiación, su cuenta financiera presentará un déficit, es decir, se estará registrando un aumento de los activos netos frente al exterior o lo que es lo mismo en términos netos estará exportando capital. Por el

contrario, cuando un país tenga necesidad de financiación, su cuenta financiera presentará un superávit, es decir, se estará registrando un aumento de los pasivos netos frente al exterior o lo que es lo mismo en términos netos estará importando capital.

Capacidad Financiación → Salidas Netas de Capital

Necesidad Financiación → Entradas Netas de Capital

Según Tugores, Juan en su libro “Economía Internacional. Globalización e integración regional” (McGraw-Hill, Madrid, 2006), existen distintos criterios de clasificación de los flujos internacionales de capital:

- Atendiendo al agente que los realiza, se diferencia entre flujos de capital privados y flujos de capital públicos.
- Atendiendo al período temporal, se diferencia entre flujos a corto plazo y flujos a largo plazo.
- Atendiendo a la naturaleza de los flujos, se suele diferenciar entre inversión directa, inversión en cartera y otra inversión.

a) Inversiones directas, que se dividen en:

- Acciones: se incluyen las suscripciones y compraventas de acciones cuando el importe de la participación del inversor es igual o superior al 10% del capital social de la sociedad emisora.
- Otras formas de participación: se incluyen la adquisición y venta de títulos representativos del capital distintos de las acciones.
- Beneficios reinvertidos: se incluyen como transacciones de inversión directa los beneficios reinvertidos de las empresas españolas en el exterior y viceversa.

- Financiación entre empresas relacionadas: incluye las operaciones de préstamo entre las empresas matrices y sus filiales o sociedades participadas y entre filiales de un mismo grupo, siempre que no se trate de entidades de crédito.

- Inversiones en inmuebles: comprende la adquisición de la propiedad sobre bienes inmuebles.

b) Inversiones de cartera, que se desagregan en:

- Acciones y otras participaciones en fondos de inversión: incluyen la suscripción y compraventa de acciones que no constituyen inversión directa y la compraventa de participaciones en fondos de inversión.

- Bonos, obligaciones e instrumentos del mercado monetario: incluyen las transacciones con cualquier tipo de valores representativos de empréstitos, con la única condición de que sean negociables en mercados españoles o extranjeros. Se presentan divididas entre bonos y obligaciones, por una parte -en líneas generales, títulos emitidos con vencimiento inicial a más de un año-, e instrumentos del mercado monetario, por otra -en su mayoría, títulos emitidos con vencimiento inicial de un año o menos, si bien se incluyen las letras del Tesoro a dieciocho meses-.

c) Otra inversión: se recogen, por exclusión, las variaciones de activos y pasivos financieros frente a no residentes no contabilizadas como inversiones directas o de cartera, o como reservas. Está constituida, fundamentalmente, por las operaciones de préstamo y depósito.

d) Derivados financieros: el FMI, en una revisión al Quinto Manual de la Balanza de Pagos estableció que debe incluirse en la cuenta financiera todo instrumento financiero derivado que pueda valorarse porque exista un precio de mercado para el activo subyacente, independientemente de que se negocie, o no, en mercados organizados, e independientemente de cuál sea el activo subyacente.

Los flujos internacionales de capital suponen variaciones en los activos y pasivos de un país frente al exterior. Cuando existen unos flujos netos de capital positivos (las entradas son superiores a las salidas) hay un aumento en los pasivos frente al exterior y viceversa cuando existen unos flujos netos de capital negativos (las entradas son inferiores a las salidas) hay un aumento en los activos frente al exterior.

Los flujos internacionales de capital que año tras año tiene un país tienen su reflejo desde el punto de vista del endeudamiento internacional de un país, que se recoge a través de la denominada "posición de inversión internacional". Cuando un país tenga más activos frente al exterior que pasivos frente al exterior tendrá una posición acreedora en su posición de inversión internacional y, por el contrario, si los pasivos frente al exterior superan a los activos tendrá una posición deudora.

La evolución de la posición de inversión internacional de un país está relacionada, en principio, con los flujos netos de capital del país, y, en última, con la capacidad o necesidad de financiación que a lo largo del tiempo tenga el país. Cuando un país tenga entradas netas de capital del exterior, en la medida en que aumentan sus pasivos frente al exterior, la posición de inversión internacional se estará deteriorando y viceversa.

En la práctica, la evolución de la posición de inversión internacional no sólo viene condicionada por los flujos netos de capital sino también por el precio de los activos y por los tipos de cambio.

Índice de Volatilidad del Mercado Financiero (VIX)

De acuerdo a CBOE Global Markets el VIX es considerado como “el primer índice de referencia para medir las expectativas del mercado sobre la volatilidad futura”.

El índice VIX se basa en las opciones del índice S & P 500® y ha sido considerado el principal indicador de la volatilidad del mercado de valores de los EE. UU.

Este índice estima la volatilidad esperada al agregar los precios ponderados del índice S & P 500 (SPXSM) e impone una amplia gama de precios de ejercicio. Los precios utilizados para calcular los valores del Índice VIX son puntos medios de cotizaciones de oferta / precio de opción SPX en tiempo real. Es utilizado como instrumento para medir la incertidumbre del mercado brindando a los participantes del mercado y observadores una medida de la volatilidad esperada constante de 30 días del mercado bursátil de los EE. UU

Indicadores de Gobernanza Mundial

Según el Banco Mundial (2018),

“la gobernanza consiste en las tradiciones e instituciones mediante las cuales se ejerce la autoridad en un país. Esto incluye el proceso por el cual los gobiernos son seleccionados, monitoreados y reemplazados; la capacidad del gobierno para formular e implementar efectivamente políticas sólidas; y el respeto de los ciudadanos y el estado por las instituciones que gobiernan las interacciones económicas y sociales entre ellos”.

Los Indicadores de Gobernanza mundial están basados en un programa de investigación iniciado por Daniel Kaufmann (Instituto de Gobernanza de los Recursos Naturales y Brookings Institution) y Aart Kraay (Grupo de Investigación de Desarrollo del Banco Mundial) en 1999. Estos indicadores miden la calidad de gobernanza en más de 200 países y se actualizan anualmente desde el 2002. La data es recolectada de diversas formas, una de ellas son las encuestas a hogares y empresas, incluidas las encuestas de Afrobarómetro, Gallup World Poll y la Encuesta sobre el Informe de Competitividad Global, por otro lado, también utilizan como fuente a proveedores comerciales de

información de negocios, incluyendo la Unidad de Inteligencia de “The Economist”, “Global Insight” y “Political Risk Services”. También se recoge información de Organizaciones no gubernamentales como “Global Integrity”, “Freedom House”, Reporteros sin Fronteras y Organizaciones del sector público, incluidas las evaluaciones CPIA del Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo, el Informe de Transición del EBRD, la Base de Datos de Perfiles Institucionales del Ministerio de Finanzas de Francia además de expertos en países industriales y en desarrollo. Se basan en más de 30 fuentes de datos individuales.

Los indicadores mundiales de gobernanza informan sobre seis amplias dimensiones de la gobernanza en más de 200 países y territorios durante el período 1996-2017. Utilizando una metodología estadística conocida como un modelo de componentes no observados. Una característica clave de la metodología es que genera márgenes de error para cada estimación de gobernabilidad. Estos márgenes de error deben tenerse en cuenta al realizar comparaciones entre países y en el tiempo. Dichas dimensiones son:

- Voz y Responsabilidad: capturan las percepciones de hasta qué punto los ciudadanos de un país pueden participar en la selección de sus gobiernos, así como libertad de expresión, libertad de asociación y medios de comunicación libres
- Estabilidad Política y Ausencia de Violencia: miden las percepciones de la probabilidad de inestabilidad política o violencia, incluido el terrorismo.
- Eficacia del gobierno: capta las percepciones de la calidad de los servicios públicos, la calidad de la administración pública y el grado de independencia de las presiones políticas, la calidad de la formulación y ejecución de las políticas y la credibilidad del compromiso del gobierno con tales políticas.
- Calidad regulatoria: captura las percepciones de la capacidad del gobierno para formular e implementar políticas y regulaciones sólidas que permitan promover el desarrollo del sector privado.
- Estado de derecho: capta las percepciones de hasta qué punto los agentes tienen confianza en las reglas de la sociedad y las respetan, y en particular la calidad de

la ejecución del contrato, derechos de propiedad, la policía y los tribunales, así como la probabilidad de crimen y violencia.

- Control de la corrupción: incluye las percepciones de la medida en que el poder público actúa para beneficio privado, incluidas las pequeñas y grandes formas de corrupción, así como la "captura" del estado por parte de élites e intereses privados.

Los indicadores de gobernabilidad contribuyen a la creciente investigación empírica de gobernabilidad que ha proporcionado a los activistas y reformadores de todo el mundo herramientas de promoción para la reforma y el monitoreo de políticas. Los indicadores, y los datos subyacentes detrás de ellos, son parte de la investigación actual y las opiniones que han reforzado las experiencias y observaciones de individuos con mentalidad de reforma en el gobierno, la sociedad civil y el sector privado, de que la buena gobernabilidad y las instituciones fuertes son claves para el desarrollo. Su creciente reconocimiento del vínculo entre la buena gobernanza y el desarrollo exitoso, como lo sugiere la evidencia empírica, ha estimulado la demanda de monitoreo de la calidad de la gobernabilidad en los países a lo largo del tiempo. Prácticamente todas las fuentes de datos individuales que subyacen a los indicadores agregados son, junto con los indicadores agregados, disponibles al público. La data se puede obtener en forma del ranking en que se encuentre el país según su calidad institucional o la estimación que proporciona el puntaje del país en el indicador agregado, en unidades de una distribución normal estándar que varía de aproximadamente -2.5 a 2.5.

CAPITULO III

MARCO METODOLOGICO

3.1 El Modelo

En este capítulo se explicará la metodología utilizada en este trabajo, las técnicas empleadas para la estimación de los modelos econométricos utilizados para estudiar el impacto de las políticas macroeconómicas de Estados Unidos en los flujos de capitales de las Economías Emergentes de Latinoamérica durante el período 2006-2017

Se estimó cómo el nivel de flujos de capital bruto y neto hacia los países emergentes de Latinoamérica es asociado con factores globales y domésticos. Estimamos la asociación con las entradas y salidas brutas de capital. En particular, estimamos tres ecuaciones de regresión estándar, una para las entradas brutas de capital, una para las salidas brutas de capital y otra para las entradas netas de capital. Utilizaremos data panel de los 5 países de economías de mercado emergentes en Latinoamérica en el periodo 2006-2017. La especificación de la misma está dada por:

$$CF_{i,t} = \delta + \alpha CF_{i,t-1} + \beta Global_{t,i} + \beta Domestic_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Donde los subíndices i y t representan el país y el período de tiempo, CF es la variable dependiente y representa la entrada de flujos de capital al país como porcentaje del PIB, y los factores globales y domésticos se describen a continuación:

Factores Globales o de empuje:

- Rendimiento de las letras del tesoro de EE. UU a 10 años
- VIX (índice de volatilidad del mercado)

- Crecimiento del PIB de EE. UU

Factores Domésticos o de atracción:

- Crecimiento del PIB doméstico
- Tasa de interés doméstica
- Índice de Calidad Institucional

“Morgan Stanley Capital Investment” (MSCI) clasifica a los países como mercados desarrollados, emergentes o de frontera según ciertos criterios. Para clasificarse como un mercado emergente, debe existir una apertura "significativa" a la propiedad extranjera, una facilidad "significativa" de entrada y salida de capital, una eficiencia "buena y probada" del marco operativo y una estabilidad "modesta" del marco institucional.

El índice de “MSCI Emerging Markets (EM) Latin America” agrupa a 5 países como mercados emergentes (EM) en América Latina, los países que cumplen con los requisitos y entran en el índice son: Brasil, Colombia, Chile, México y Perú. Este índice es una de las medidas más confiables de cómo estos mercados bursátiles de la región están funcionando

Por otro lado, se utilizan estas variables ya que diversos autores las han utilizado en sus trabajos y está demostrado que tienen impacto en la entrada y salida de flujos de capital. En el trabajo de Olaberría, E. (2014), “US Long Term Interest Rates and Capital Flows to Emerging Economies”, este hace uso de estas variables. Claudia Ramírez y Miriam González también usaron estas variables en su trabajo titulado “Have QE programs affected capital flows to emerging markets?: A Regional Analysis”.

En nuestro trabajo vemos por separado la asociación de los factores globales y domésticos con las entradas brutas de capital por inversores extranjeros, salidas brutas de

capital por inversores domésticos y entradas de capital netas. Las entradas de capital brutas están representadas por los cambios en los pasivos que el país mantiene con el resto del mundo, en otras palabras, inversiones de extranjeros en activos locales, estas incluyen inversión extranjera directa e inversión de portafolio. Por otro lado, las salidas brutas de capital son los cambios en los activos extranjeros poseídos por los inversores locales. Las entradas de capital netas es la diferencia entre las entradas brutas y las salidas brutas de capital.

La data de flujos de capitales fue sustraída de “IMF’s Balance of Payments Statistic Yearbooks”, la data de las tasas de las letras del tesoro a 10 años fue sustraída de la página web de la reserva federal de estados unidos, el índice VIX fue sustraído de Yahoo Finance y la data del resto de las variables macroeconómicas vienen del Banco Mundial.

A continuación, describiremos cada una de las variables utilizadas en el modelo de regresión de data panel balanceado para el período 2006-2016

Variables	Descripción	Ámbito	Objetivo	Transformación
EBCP	Entradas Brutas de Capital de las EME como porcentaje del PIB. Suma de la inversión extranjera directa y la inversión de portafolio	Variable Dependiente Modelo 1	Se incluyó para reflejar los cambios en los pasivos que las EME mantiene con el resto del mundo	A las Entradas Brutas de Capital se le aplicó el cálculo como porcentaje del PIB

LT	Rendimiento de las Letras del Tesoro de Estados Unidos a 10 años	Global	Se incluye para reflejar las consecuencias de la política monetaria de EE. UU	Sin transformación
VIX	CBOE Volatility Index	Global	Se incluye para reflejar el riesgo en el mercado	Sin transformación
DPIBUSA	Crecimiento del PIB de Estados Unidos	Global	Se incluye para reflejar el crecimiento del mercado de EE. UU	Se le aplicó diferencia para determinar el crecimiento
DPIBEME	Crecimiento del PIB de las Economías Emergentes de Latinoamérica	Doméstica	Se incluye para reflejar el crecimiento del mercado de las EME	Se le aplicó diferencia para determinar el crecimiento
ICI	Índice de Calidad Institucional	Doméstica	Se incluye para reflejar la calidad de las instituciones de las EME	Sin transformación
TI	Tasa de interés de depósito doméstica de las Economías	Doméstica	Se incluye para reflejar el rendimiento de	Sin transformación

	Emergentes de Latinoamérica		las inversiones en las EME	
SBCP	Salidas Brutas de Capital de las EME como porcentaje del PIB. Suma de la inversión directa y la inversión de portafolio	Variable Dependiente Modelo 2	Se incluyó para reflejar los cambios en los activos extranjeros poseídos por los inversores locales	Se le aplicó el cálculo como porcentaje del PIB
ENCP	Entradas Netas de Capital de las EME como porcentaje del PIB	Variable Dependiente Modelo 3	Se incluyó para determinar los Flujos de Capital de las EME	Se le aplicó el cálculo como porcentaje del PIB

3.2 Comportamiento de las EMEs de Latinoamérica

A continuación, presentamos un análisis descriptivo sobre los factores económicos de cada Economía Emergente estudiada.

3.2.1 Comportamiento de la economía de Brasil (2005-2017)

Brasil es la novena economía del mundo por volumen de PIB. La economía brasilera venía registrando un crecimiento sostenido entre el periodo de 2005 a 2008 esto dado por un aumento en la demanda externa lo que provoco un crecimiento sostenido del superávit de la balanza de comercial como consecuencia del aumento sus exportaciones, que llegarían a máximos históricos para el momento. Además, cabe destacar la

contribución que tuvo el aumento del consumo y de la inversión a dicho crecimiento. Sin embargo, esto cambió en el año 2009, donde se generó una contracción del 0,6% en el PIB, este año se registró una caída de la inversión en el primer trimestre de un 12,6% con relación a los últimos tres meses de 2008 y un 14% si se toma como referencia el primer trimestre de ese mismo año. Esto causado por la crisis económica que afectó a todo el mundo.

Sin embargo, en el 2010 no solo tuvo una recuperación, sino que el PIB alcanzó los 2,2 billones de dólares lo que significó un crecimiento del 7,5% anual. El IBGE atribuyó el significativo crecimiento de la economía brasileña, en gran parte, a la fuerte expansión de la demanda interna, que se reflejó en un alza del 7% en el consumo de las familias y un aumento del 21,8% de la formación bruta de capital fijo. Por otro lado, el sector externo frenó el crecimiento de la economía brasileña, puesto que las importaciones subieron un 36,2%, frente a la expansión del 11,5% de las exportaciones, lo que se debió en parte a la revalorización del real frente al dólar.

La industria fue el sector con mejores resultados con un crecimiento del 10,1%, seguido de la agricultura y los servicios. También hubo un fuerte avance de subsectores industriales como la minería, la construcción civil y la industria de transformación.

La economía presentó una desaceleración en el 2011, presentando un crecimiento del 2,7%. Esto debido a factores externos como la crisis de la zona euro, pero también a factores internos como la mayor inflación en siete años, el alza de los costos para hacer negocios y una desaceleración en el ritmo de crecimiento del consumo de las familias el cual fue de 4,1% comparado con 6% del 2010.

La industria, que fue el sector de mayor crecimiento en 2010 fue el sector que más se desaceleró como consecuencia principalmente de la crisis económica internacional, que redujo la demanda de los productos brasileños en el exterior. Las exportaciones del país solo crecieron en un 4,7%, provocado por la caída de la demanda exterior y la crisis que presentaban los socios comerciales de Brasil. Por otro lado, cabe destacar que la apreciación que presentó el real frente al dólar también contribuyó a la caída en las exportaciones.

El país continuó con la desaceleración del ritmo de crecimiento en el 2012, con una variación de solo el 0.9 % lo que fue el segundo peor PIB en 13 años, tras el descenso del 0,3% registrado en 2009. Esto fue provocado principalmente con el mal desempeño de la industria, cuya producción cayó un 2,9 por ciento interanual entre enero y octubre, panorama que se observó en todos los sectores. La inversión por otro lado perdió dinamismo y pasó a representar el 18,1% del PIB (frente al 19,3% registrado el año anterior)

El consumo creció en 2012 un 3,1%, al calor de un aumento de la masa salarial real en un 6,7% y el aumento del 14% en el crédito libre a particulares

Sin embargo, no fue un mal año para la economía. El consumo siguió siendo el factor más dinámico, creciendo un 3,1%, debido a las buenas condiciones del mercado laboral y la continuidad del crecimiento del crédito, que se combinó con tasas de interés más reducidas. Además, se mantuvo la expansión del empleo y de las remuneraciones reales, mientras la inflación se mantuvo estable, en torno al 5,5 por ciento, dentro de las metas del Banco Central

El consumo de los hogares, que ha sido un pilar principal del auge económico de Brasil en los últimos años, aumentó un fuerte 2,5 por ciento en el cuarto trimestre con respecto a los tres meses anteriores, mientras los brasileños seguían blandiendo sus billeteras.

Armados con tarjetas de crédito y salarios crecientes, los nuevos miembros de la clase media están comprando autos en números récord y tomando sus primeras vacaciones en el extranjero. Los restaurantes en Sao Paulo, la ciudad más grande del país, a menudo se extienden sobre las aceras cuando las familias no comen en casa.

No obstante, la producción industrial cayó un 0,3 por ciento, destacando la carga de una moneda fuerte para las empresas, mientras que la agricultura en un granero global cayó un 0,8 por ciento.

La cuenta financiera entre el 2006 y 2011 ha registrado importantes superávits gracias a la atracción de inversiones registrada en el país. A partir del año 2006, y después de un periodo a la baja en el que se llegó a registrar un déficit de 10.127 millones de dólares en el año 2005, aumentaron las inversiones hasta un pico de 88.330 millones de dólares de superávit del 2007 consecuencia del alza de los precios de las materias primas. Tras sufrir un shock producido por la crisis, en el año 2011 se registró un superávit máximo dentro del periodo de 110.808 millones de dólares.

Los superávits financieros de Brasil han sido mayoritariamente gracias a la Inversión extranjera directa, aunque tras la crisis financiera del 2008, y gracias a la resistencia inicial mostrada por el país en los primeros años, éste se convirtió en un refugio de inversiones internacionales, aumentando notablemente también la Inversión en cartera

Por el lado la inversión directa esta tuvo un periodo de decadencia donde llego a alcanzar una cifra mínima histórica de 10.144 millones de dólares en 2003, pero el crecimiento económico del país junto con otros factores hizo que se multiplicará por más de 6 esta cifra hasta alcanzar un máximo histórico en el año 2011 de 66.660 millones de dólares. Hay que destacar que en el 2009 hubo una contracción de la inversión extranjera

directa debido a la crisis financiera mundial sin embargo esta se recuperó rápido en dos años gracias a los buenos resultados del país durante la crisis.

La inversión en cartera, inferior generalmente a la directa, y más vulnerable a las fluctuaciones de los mercados internacionales marcó su mínimo en 2002 con una desinversión de 4.797 millones de dólares, y su máximo histórico en el año 2010, con 67.794 millones de dólares, cuando el país actuó como refugio de inversiones internacionales ante la inestabilidad de la mayoría de los países desarrollados. En esta ocasión, además, como apunta MERCADANTE el índice principal del mercado de valores de São Paulo, el Bovespa, registró un aumento del 68% entre abril y octubre del 2009, dando una idea de la importancia que tuvieron estas entradas de capitales para el país.

Durante el primer trimestre de 2013 la balanza comercial alcanzó un saldo negativo que no se producía desde el 2002, lo que obligó al gobierno a impulsar políticas anti-cíclicas gracias a las reservas acumuladas en los años de gran crecimiento económico. Pero después de la caída de 2009 con una disminución de -0.6% y la recuperación en 2010 con un crecimiento de 7.5 %, para el 2013 el crecimiento se establece en 3%. Esta variación determina tensiones en la capacidad de gasto público y crea tensiones inflacionarias.

La inflación a pesar de que disminuyó con respecto al 2012, durante el 2013 todavía se encontraba por encima de la meta. Esto pudo deberse a que este objetivo entra en colisión con las políticas anti-cíclicas de acceso al crédito con las que el gobierno trata de evitar el estancamiento del crecimiento.

Para el 2013 se mantuvo un superávit fiscal primario y la meta se elevó a 4.25%. La reducción del gasto público se complicó durante el 2013 debido a que se necesitaron inversiones en infraestructura para el mundial del 2014, a su vez, el alza de salarios y las políticas de incentivos también dificultaron este proceso. Uno de los principales problemas que presentó Brasil para este año era la deficiencia de sus instituciones, que combinado con la corrupción generó grandes problemas en la confianza generada.

En cuanto al 2014 en Brasil a pesar de que el PIB creció 0.5% (Banco Mundial) y 0.1% (BBC y Diario el País) principalmente por el mundial de fútbol que se protagonizó en el país, Brasil estaba lejos de volver al crecimiento que había tenido años atrás. Esto se dio gracias al leve crecimiento de la actividad agropecuaria y el sector de servicios que lograron contrarrestar el retroceso de 1.2% en la producción industrial. Durante este año, el país presentó una crisis tanto económica como política donde se inició una oleada de protestas contra el gobierno. El principal síntoma de esta crisis fue la recesión que se reflejó en el 2015 con cuando se contrajo la economía en 3.8%.

A pesar de la crisis que vivía Brasil, el desempleo pasó de 7.1% en 2013 a 4.8% en 2014 y consiguió reducir el desempleo a sus mínimos históricos principalmente por la cantidad de empleos generados por el Mundial y también por los próximos juegos olímpicos de 2016. En cuanto a la cuenta corriente de la balanza de pagos, se registró un déficit de 4.71% del PIB y es uno de los peores registrados desde 1983.

Para el año 2015, la economía de Brasil continuaba con el deterioro y la recesión ya que presentó una contracción del PIB de 3.8% en relación al año anterior; desde el año 2009 el índice no tenía un resultado negativo. La agricultura y la ganadería fueron los únicos sectores de la economía que registraron crecimiento para este año en un 1.8%. Al evaluar la formación bruta de capital fijo, o el capital invertido por el sector privado, continuó cayendo por séptimo trimestre consecutivo. Por su parte, el consumo privado también disminuyó considerablemente de 6.8% en el 2014 a 1.8% en el 2015 y fue uno de los determinantes de la disminución del PIB.

La inflación para febrero de 2016 fue muy elevada alcanzando el 10.3% pasando la meta situada por el gobierno en 6.5%. Por esto el Banco Central de Brasil elevó la tasa de interés en 14 ocasiones y se mantuvo en 14.25% en julio del 2015 hasta finales de año, con esto, el Banco Central pudo controlar la expansión monetaria y el crédito. Debido a la contracción de las importaciones, la balanza de pago tuvo mejoras ya que, a pesar de que se presentó un déficit de 3.3% del PIB, se redujo en relación al año anterior (4.4%). Aunque la IED disminuyó a 3.2%, el monto neto que ingresó permitió cubrir el déficit y las reservas internacionales permanecieron estables.

Por otro lado, el desempleo aumentó nuevamente pasando de 4.8% en el 2014 a 8.2% a inicios del 2016. El ámbito fiscal para el 2015 cerró con un déficit de 1.88% del PIB y el nivel de deuda pública se situó en 36.2% del PIB. Por las perspectivas económicas, Brasil, perdió el grado de inversión por parte de 3 agencias que mantuvieron al país en perspectivas negativas. También existió un incremento significativo del IPC en 10% debido a una fuerte depreciación de la moneda y al aumento de los precios del combustible y la energía.

En el 2016, la economía de Brasil se contrajo en un 3.6% y se encontraba en la peor recesión de toda su historia. Por tercer año consecutivo se volvía a contraer la economía según los datos publicado por el Instituto de Geografía y Estadística de Brasil. Por su parte, el consumo volvió a disminuir a 4.2% como lo viene haciendo desde el 2014 al igual que todos los sectores de la producción y la demanda.

En cuanto al desempleo, este aumento a 11.8% durante este año a diferencia del 2015 que fue de 8.9%. La demanda interna también se vio afectada y comenzó a disminuir, por esto se redujo el déficit de la balanza de pagos a 1.31% como consecuencia de una caída significativa de las importaciones. Por otro lado, la deuda pública continuó

aumentando de 36.2% del PIB en el 2015 a 44.2% a finales del 2016; el monto de la inversión extranjera directa se mantuvo en su nivel con respecto al año anterior pero el ingreso de otros capitales fue menor. Por su parte las reservas internacionales no variaron en gran medida por lo que se mantuvieron relativamente constantes.

A pesar de que la mayoría de los indicadores presentaron un balance negativo, la inflación comenzó a descender a finales del 2016, situándose en 7.9% por debajo de lo esperado por el Banco Central de Brasil luego de haber registrado un nivel de 10.3% para el 2015. Pero no todo fue negativo para Brasil durante este año ya que a finales del 2016 el panorama económico comenzó a mejorar con un aumento del sector agropecuario del 1% y la caída de los servicios y la industria se suavizaron. También, el precio de las materias primas comenzó a aumentar y el Banco Central comenzó a disminuir los tipos de interés por lo tanto las inversiones en Brasil comenzaron a verse más atractivas para los inversionistas.

Por último, en el 2017 Brasil comenzó a dejar atrás la recesión ya que el PIB creció 1.04%. Este resultado se debió al crecimiento de la producción agrícola que se registró en 14.5% al ser uno de los principales exportadores de azúcar y café mientras que la industria se mantuvo estancada y la mejora de los servicios fue discreta aumentando 0.3% con respecto al año anterior. El desempleo fue disminuyendo poco a poco en los dos últimos trimestres del 2017 por lo que el consumo de los hogares y la demanda interna aumentaron.

Para este año la inflación continuó disminuyendo situándose en 3.46% en el 2017 a diferencia de 7.9% en 2016 y por primera vez se encontró por debajo del rango meta fijado por el gobierno. Esto permitió un escenario donde las tasas de interés se situaron en sus mínimos históricos.

En el 2017 se obtuvo uno de los mejores resultados de la cuenta corriente en los últimos 10 años con un déficit de 0.48% del PIB. Por su parte la Inversión Extranjera Directa fue de 3.42% del PIB aumentando con respecto al año anterior. El desempleo se mantuvo en 11.8% pero se registró una mejora en la población desocupada que cayó 5%. Brasil sale poco a poco de la peor recesión que ha presentado en su historia entre el 2015 y 2016 y las previsiones más recientes del Banco Central de Brasil apuntan a que el PIB del país podría crecer hasta un 2,7% este año, ayudando a la creación de empleo.

3.2.2 Comportamiento de la economía de Chile (2005-2017)

Según las memorias anuales del Banco Central de Chile así fue el comportamiento de las principales variables macroeconómicas durante el periodo estudiado fue el que señalamos enseguida.

En el 2005 la economía presentó un crecimiento del 6,3%, cifra algo superior a la observada en el año anterior. Por otro lado, hubo una significativa expansión de los sectores no transables, como construcción y comercio. La industria creció algo menos que el año anterior, y la actividad minera reflejó problemas en minas particulares ya que el sector está operando a plena capacidad. La demanda interna creció 11,4%, destacando la expansión de la formación bruta de capital fijo con una tasa de inversión que alcanzó un nuevo máximo histórico. El consumo, en particular de bienes durables no cayó por los mayores precios de los combustibles.

El dinamismo del gasto interno no produjo tensiones en la evolución de la macroeconomía. Las buenas condiciones externas y el significativo incremento del ahorro público, resultado de la política de superávit estructural, evitó que las cuentas externas globales de la economía terminaran con déficit importante. Asimismo, el alto componente importado de la demanda evitó tensionar la capacidad productiva interna y los precios. El incremento de la inversión contribuyó a aumentar la tasa de crecimiento de esta misma capacidad. En el mercado laboral, el desempleo tuvo una clara tendencia descendente, llegando a niveles que no se observaban desde la década pasada. La trayectoria de la inflación subyacente estuvo en línea con lo esperado a comienzos de año. La variación anual del IPC pasó desde cifras en torno a 1% a fines del 2004, hasta 2,6% a fines del 2005. La inflación IPC tuvo un incremento más marcado, por el mayor precio de los combustibles y de algunos perecederos. Estos fenómenos tuvieron una incidencia transitoria en las expectativas de inflación y en los precios de activos financieros. Las tasas de interés de largo plazo, luego de un período prolongado en niveles bajos, aumentaron sustancialmente en parte del segundo semestre. En la medida en que se redujeron los riesgos de un rebrote inflacionario persistente por el mayor precio de los combustibles, las tasas de interés nominales mostraron cierto descenso. El favorable contexto macroeconómico externo e interno fue acompañado de una apreciación significativa del peso, tanto real como nominal. Aunque cualitativamente este fortalecimiento fue congruente con las tendencias macroeconómicas del año, se estimó que hacia fines del 2005 el nivel del tipo de cambio real se ubicaba marginalmente por debajo del que habría

correspondido a valores de largo plazo para los fundamentos que lo determinan, en particular el precio del cobre.

Durante el 2006, la actividad económica creció 4,0%, una cifra por debajo de lo esperado a comienzos de año. La demanda interna se desaceleró gradualmente durante ese año, en línea con la etapa actual del ciclo y la elevada acumulación de stocks de años anteriores, especialmente de capital. En el menor crecimiento del PIB influyeron varios factores como la menor actividad en sectores de recursos naturales y un creciente cambio en la composición del consumo hacia bienes de origen importado cuyo efecto fue especialmente visible en el pobre desempeño de la industria que compite con estos productos. Por el lado de la inversión, durante el primer semestre del año se verificó una normalización, especialmente en maquinaria y equipo, más pronunciada que la prevista. Esta situación, sin embargo, se revirtió en la segunda mitad del año, finalizando con una tasa de inversión/ PIB similar a la del año anterior. El dinamismo de la demanda interna en el 2005-2006 no fortaleció la evolución de la macroeconomía. Por un lado, las buenas condiciones externas y el significativo incremento del ahorro público, resultado de la política de superávit estructural, produjo un excedente significativo de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos. Por otro lado, el alto componente importado de la demanda evitó tensionar la capacidad productiva interna y los precios. La inflación IPC se mantuvo durante gran parte del año en la parte superior del rango meta, influida por el alto precio que alcanzaron los combustibles. A diferencia de lo que se observó el 2005, este fenómeno no tuvo una incidencia relevante en las expectativas de inflación y en los precios de activos financieros. Las medidas subyacentes, en tanto, estuvieron más cerca de 3%. A partir del último trimestre del año, acorde con la baja en el precio del petróleo y las reducidas presiones inflacionarias que comenzaron a observarse, la inflación anual del IPC se redujo sustancialmente, terminando el año por debajo de 3%.

El panorama macroeconómico tuvo cambios relevantes en el 2007. A mediados del primer semestre, tanto la inflación como la actividad mostraban novedades importantes en sus perspectivas. Por un lado, la actividad había tenido un repunte relevante, retomando tasas de crecimiento anual del orden de 6% y, por otro, la inflación había comenzado a aumentar. Hacia el segundo semestre del año, los cambios en el panorama macroeconómico se hicieron aún más significativos, la actividad se debilitó nuevamente, cerrando el año con un crecimiento de 5,1% y, por otro, la inflación anual continuó aumentando hasta ubicarse en niveles muy por sobre el rango de tolerancia de la meta de inflación. La conjunción de varios shocks de oferta fue decisiva en estos resultados, principalmente dado el significativo aumento en los precios de algunos alimentos por el incremento de sus símiles y/o insumos externos, el efecto de las heladas en los precios de frutas y verduras, la nueva alza en el precio de los combustibles y el efecto de este último factor y la escasez de gas natural en las tarifas eléctricas. A todo lo

anterior, se agregaron las crecientes turbulencias en los mercados financieros internacionales originadas por los alcances de la crisis del mercado hipotecario suprimido en EE.UU. Aunque a fines del 2007 no era posible apreciar aún efectos claros de esta situación en la economía nacional, las perspectivas para el 2008 se estimaban deterioradas y, de hecho, la relajación en la instancia de política monetaria en diversas economías desarrolladas apuntaba en esa dirección. En cuanto a los mercados financieros nacionales, las mayores consecuencias se verificaron en una alta volatilidad de los precios accionarios y una marcada apreciación del peso, en gran parte como respuesta a la debilidad del dólar en los mercados mundiales.

Durante el primer trimestre del 2008 se acentuó la apreciación que el peso había comenzado a mostrar en el último trimestre del 2007 y aunque la inflación siguió aumentando, este incremento fue menor que lo anticipado. Para mediados de año, con un tipo de cambio que comenzó a depreciarse gradualmente y precios de materias primas alcanzando niveles muy elevados en los mercados internacionales, el problema inflacionario volvió a surgir con fuerza. Así, la inflación nuevamente aumentó y se acercó a 10% anual entre fines del tercer trimestre y comienzos del cuarto. El cambio en el escenario mundial también se verificó con fuerza en la economía nacional. La caída en los precios de los productos básicos, en especial el petróleo, comenzó a traspasarse al mercado interno y en los últimos dos meses del 2008, las tasas de inflación mes a mes fueron negativas, finalizando el año con un incremento anual de 7,1% y perspectivas de que caería rápidamente hacia la meta de inflación. La actividad económica también sufrió el efecto de los cambios en el escenario externo. Entre el primer y tercer trimestre del año la economía creció en promedio 4,2% anual y en el último trimestre del año aumentó solo 0,2%, con una marcada desaceleración en los sectores de industria y comercio. La demanda interna, en especial el consumo, también tuvo una desaceleración significativa en el último trimestre del año, pasando de crecer a tasas promedio del orden de 10% en los primeros tres trimestres del año a caer 0,2% en el cuarto trimestre.

En el 2009 el escenario macroeconómico no fue distinto al del resto del mundo. Las condiciones financieras tuvieron un fuerte estrechamiento y la confianza del público se resintió de modo importante. La actividad, que ya se había deteriorado levemente en el tercer trimestre del 2008, sufrió una brusca caída a fines de ese año, la que se prolongó al menos hasta abril del 2009. El empleo también se deterioró con fuerza presentando una tasa de desempleo cercanas a 11%. Por el lado de la inflación esta llegó a un máximo de 9,9% anual en octubre del 2009, descendió rápidamente, resultado de una combinación de menores precios de alimentos, combustibles y la ampliación de las holguras de capacidad. En noviembre del 2009, alcanzó su valor mínimo: -2,3% anual. La actividad comenzó a recuperarse a partir de mayo y en el cuarto trimestre creció en términos anuales. En todo caso, el PIB cayó 1,5% anual en el 2009, su primera cifra negativa desde 1999. El empleo

también recuperó niveles y se observó una recomposición desde ocupación por cuenta propia hacia empleo asalariado. El consumo fue el componente de la demanda menos afectado por la crisis, en línea con los fuertes estímulos macroeconómicos instaurados. La inversión, y especialmente las existencias, tuvieron caídas relevantes. En ambos casos, los datos de fines del 2009 y comienzos del 2010 ya indicaban una recuperación.

Además de los efectos de los desarrollos externos, la evolución de la actividad y la inflación durante el 2010 estuvo marcada por el terremoto y maremoto que afectó a la zona centro sur del país a fines de febrero. En efecto, a fines del 2009 y los primeros meses del 2010 la actividad local venía recuperándose más rápido que lo previsto de la recesión mundial del 2009. Inicialmente, la recuperación de la demanda privada estuvo impulsada por la recuperación de los inventarios, pero posteriormente el consumo y la formación bruta de capital fijo también retomaron dinamismo. Varios indicadores disponibles a fines de febrero mostraban que las tendencias observadas en el consumo y la actividad en la segunda mitad del 2009 se estaban consolidando. Los eventos de febrero generaron una fuerte contracción de la actividad, con paralizaciones de empresas en marzo y parte de abril, que se concentró principalmente en la industria y se focalizó en la zona más afectada por la catástrofe. Sin embargo, las disrupciones de los procesos productivos se disiparon rápidamente y ya en el segundo trimestre del año, el nivel de actividad superaba a aquél previo a los eventos. La economía retomó el ritmo de crecimiento de la mano de un consumo privado y una inversión muy dinámicos, lo que en parte correspondía a la reposición de los daños producidos por los eventos del 27 de febrero, a la re acumulación de inventarios des acumulados durante la crisis del 2009, y también a la mantención de una política monetaria expansiva. La inflación, que fue negativa a principios del 2010, finalizó el año en 3%.

El dinamismo de la actividad y la demanda continuó reduciéndose en gran parte del 2011, coherente con una convergencia hacia cifras de expansión acordes con el crecimiento de tendencia. Ello como resultado, entre otros, del menor impulso externo y de los ajustes de la política monetaria. No obstante, la moderación de la demanda fue menor a la anticipada, destacándose la robustez del consumo privado y el dinamismo de la formación bruta de capital, liderado por el componente de maquinaria y equipos. El alto nivel de utilización de la capacidad instalada, un mercado laboral estrecho, y el renovado aumento de los precios internacionales de varias materias primas incrementó las preocupaciones por la inflación en la primera parte del 2011. En el curso del segundo semestre, las propias acciones del Banco, el deterioro del escenario internacional y con ello, los menores precios de las materias primas, fueron reduciendo los temores inflacionarios. El deterioro del escenario internacional en la segunda mitad del año se reflejó en algunas variables de los mercados financieros nacionales, como el precio de las acciones y el tipo de cambio. Hacia fines de año, también se observaron algunas tensiones

en los mercados monetarios. En la actividad, los efectos de los eventos externos fueron acotados y se limitaron a las cifras de octubre, coincidiendo con los momentos más tensos de la situación internacional y de una baja momentánea, pero relevante del precio del cobre.

Para el 2012 se presentó una combinación de alto crecimiento y baja inflación. Los efectos de la crisis en la Eurozona y la débil situación general del mundo desarrollado no tuvieron gran impacto sobre la actividad y la demanda interna, esto sustentado por un consumo e inversión que mantuvieron un dinamismo relevante. En el mercado laboral hubo un bajo nivel de desempleo y elevado crecimiento de los salarios. La inversión fue bastante dinámica, por el impulso de una serie de proyectos en el sector minero. El sostenido crecimiento del gasto también derivó en una ampliación del déficit en cuenta corriente que, en todo caso, fue mayormente financiado a través de Inversión Extranjera Directa. Por el lado de la inflación subyacente finalizó el 2012 con variaciones anuales por debajo de 2%.

La economía durante el 2013 mostró una desaceleración de la actividad y la demanda, que fue más notoria hacia fines de año. Esto fue producto de un pobre desempeño de los sectores ligados a la inversión, que mostraron caídas anuales importantes en los últimos meses del año. El consumo privado mostró una desaceleración bastante más acotada, apoyado por el favorable desempeño de sus determinantes, en particular de los ingresos laborales que siguieron creciendo y condiciones financieras sin mayores cambios. Así, el PIB del 2013 cerró con un aumento de 4,1% anual, por debajo de las proyecciones realizadas a lo largo del año. Del mismo modo, la demanda interna redujo su crecimiento de forma sustancial, finalizando el 2013 con tasas de expansión menores a las del producto, lo que no se observaba desde hacía varios trimestres. En este contexto, el déficit de la cuenta corriente resultó menor al esperado, lo que redujo uno de los riesgos que se habían planteado en el último año y medio.

Con respecto a la inflación, la variación anual del IPC se mantuvo en torno a 2% durante casi la totalidad del año, llegando a 3% solo en diciembre. Esto, de la mano de un incremento de la inflación de bienes y de mayores precios de la energía. Las expectativas de inflación a mediano plazo, se mantuvieron en 3% durante todo el año.

Si bien el PIB se expandió 1,9%, el crecimiento económico y la demanda interna siguieron desacelerándose en el 2014. El gasto interno se contrajo 0,6% y caída de la inversión, que ya se arrastraba desde el 2013, se sumó una desaceleración más intensa del consumo privado. Además, estuvo acompañada por un deterioro generalizado de las expectativas, tanto de consumidores como de las empresas. Así, durante el año el gasto en inversión de las empresas siguió reduciéndose y las importaciones de bienes de consumo y de capital registraron niveles bajos. Ello, contrasta con la evolución de las exportaciones,

donde la depreciación del peso ayudó a generar un impulso en los sectores relacionados. En contraste con la actividad y la demanda, el mercado laboral tuvo un mejor desempeño, presentando una tasa de desempleo con bajos niveles. De todos modos, se observaron señales de debilitamiento en la composición del empleo, con una mayor creación de puestos de trabajo por cuenta propia en vez de asalariado. Los salarios nominales mantuvieron un dinamismo importante, aunque en términos reales redujeron su tasa de expansión anual producto de la mayor inflación. A diferencia de lo ocurrido con la actividad y la demanda, la inflación del IPC aumentó a lo largo del año, pasando de una tasa de expansión anual cercana a 3% en enero del 2014 a una de 4,6% en diciembre, manteniéndose en gran parte del año por sobre el límite superior del rango de tolerancia. Además, acompañada por un incremento de la inflación subyacente. La marcada depreciación del peso desde la primera mitad del 2013 se reflejó en la evolución de los precios, tanto en el componente de bienes como de servicios.

Durante el 2015 la inflación anual continuó en niveles elevados en virtud de los efectos de la sostenida y significativa depreciación del peso. Sus efectos directos e indirectos también se reflejaron en la medida subyacente (IPCSAE). En particular, en la trayectoria del IPCSAE de bienes, que pasó de crecer 3,8 a 5% anual entre enero y diciembre del 2015. El otro componente del IPCSAE, el de servicios, se sostuvo con un crecimiento anual cercano a 5%. Todo ello llevó a que el IPCSAE creciera cerca de 5% anual en el 2015. La caída de los precios del petróleo en el mercado internacional y la menor incidencia anual de los alimentos frescos restaron a la inflación del IPC en el año. Así, la inflación anual del IPC se mantuvo en o sobre el rango de tolerancia durante varios meses.

En el 2015 por el lado de la actividad, el PIB finalizó el año con una expansión anual de 2,1%, similar a la del 2014. A lo largo del año destacó el deterioro del sector minero, mientras en el resto de los sectores, se evidenció el acotado crecimiento del gasto privado. Además, la confianza de consumidores y empresas se sostuvo en niveles pesimistas, y si bien el acceso al crédito bancario se volvió más restrictivo, las tasas de interés se mantuvieron en los niveles más bajos en años.

Para la economía chilena, a pesar de los vaivenes en los mercados financieros internacionales, el costo del crédito externo se mantuvo favorable. En el transcurso del año, los premios por riesgo soberano y corporativo tuvieron un acotado incremento al igual que las tasas largas. El mayor impacto se vio en la paridad peso/dólar, que mostró altas fluctuaciones. En particular, a mediados del 2015 el peso chileno volvió a depreciarse marcadamente, pasando de niveles cercanos a \$610 por dólar a \$710 por dólar al finalizar el año. De todos modos, en términos multilaterales, la paridad mostró un comportamiento más estable que su valor nominal, pues las monedas de los socios comerciales de Chile

exhibieron un movimiento similar o mayor al del peso chileno, lo que hizo que el TCR se sostuviera en torno a 100 en la segunda mitad del año.

En el 2016 el PIB creció 1,6% anual (2,1 % en el 2015). El bajo crecimiento se explicó, al igual que el 2015, principalmente, por la caída de la actividad minera, pero también por la moderación que exhibieron algunos sectores distintos de recursos naturales y que se tradujeron en un menor ritmo de crecimiento en la última parte del año. Destacó la contracción de la construcción, luego del dinamismo que mostró el 2015 por los efectos del cambio tributario que afectó la construcción de viviendas. Otras ramas, como el comercio, sostuvieron un buen desempeño a lo largo del año. Lo anterior se condice con el comportamiento que mostró la demanda interna que, sin existencias, creció 2,0% (1,7% el 2015), por un leve repunte del consumo privado, mientras que la inversión mantuvo un débil desempeño, y especialmente el componente de construcción y obras mostró un deterioro mayor al del 2015, en parte ligado al mencionado fin del impulso tributario en el sector, pero también por la postergación de proyectos de inversión minera. Todo ello en un contexto en que, si bien la confianza de consumidores y empresas mejoró, siguió en terreno pesimista. El mercado laboral continuó mostrando un ajuste gradual. En lo principal, el empleo asalariado ha tenido tasas de expansión nula o muy baja por varios trimestres. Sin embargo, el empleo por cuenta propia ha actuado como amortiguador, creciendo a tasas elevadas y permitiendo que la tasa de desempleo se mantuviera baja en términos históricos. El costo de financiamiento interno se mantuvo, pero con condiciones de oferta y demanda que se mostraron más débiles que el 2015.

La inflación anual descendió, volviendo al rango de tolerancia a mediados de año y finalizando el año en torno a 3%. Así, pasó de crecer 4,8% anual en enero a 2,7% en diciembre. Ello, principalmente en la medida que los efectos directos e indirectos de la depreciación del peso acumulada entre el 2013 y 2015 se fueron disipando y que durante el 2016 el tipo de cambio no se depreció con la fuerza con que lo hizo en dicho período. La paridad peso/dólar transitó entre \$730 y \$645 por dólar, finalizando el año en torno a \$670 por dólar.

El 2017 estuvo marcado por un bajo desempeño de la economía en la primera mitad del año y una mejora en los trimestres posteriores. Con ello, la economía creció 1,5% anual, tasa algo superior a la del 2016. En particular, la actividad minera mostró una contracción hasta mediados de año, afectada por la huelga en La Escondida y una lenta recuperación de la producción minera en general. Durante esos meses, la actividad no minera mostró un acotado crecimiento, afectado por shocks puntuales en algunos sectores industriales y la menor cantidad de días hábiles. En la segunda mitad del año, la actividad mostró un punto de inflexión, y subió su ritmo de expansión anual, apoyada por la mejora en algunos de los determinantes del gasto interno, en particular de las expectativas de empresas y consumidores, y condiciones financieras que se mantuvieron muy favorables.

El gasto interno, descontada la variación de existencias, creció 1,9% en el año (2,1% en el 2016), impulsado por el consumo, pues la inversión siguió contrayéndose en el 2017, resultado del comportamiento del componente de construcción y otras obras, que no obstante se apreció mejor a fines del año. Asimismo, el componente maquinaria y equipos exhibió un mejor desempeño en la segunda mitad del año. A ello se sumó la recuperación de las importaciones en el 2017, especialmente las ligadas a bienes de consumo. El mercado laboral no mostró mayores cambios a lo largo del año, más allá de un deterioro a inicios del 2017, especialmente en la creación de empleo asalariado. De todos modos, siguió observándose un estancamiento de la creación de empleo asalariado privado.

La inflación anual se ubicó en niveles por debajo de 3%, promediando 2,2% en el año. Con esto, acentuó la tendencia descendente que había comenzado el año anterior, determinada por el efecto de la apreciación acumulada del peso en la inflación de bienes y de la apertura de la brecha de actividad en la inflación de bienes.

3.2.3 Comportamiento de la economía de Colombia (2005-2017)

Según los informes económicos anuales del Banco de Colombia la economía de los años estudiados en este trabajo se comportó de la siguiente manera.

Al evaluar la economía colombiana se puede observar que en el período 2005-2007 se experimentó un período de auge económico que se dio gracias a la mejora de las condiciones externas; el aumento de los precios internacionales de los productos básicos, las bajas primas de riesgo país en las economías emergentes y la alta liquidez internacional trajo un incremento de los flujos de inversión extranjera y de portafolio y todo esto mejoró el acceso al financiamiento mundial.

Luego en el 2006 el PIB y la demanda interna crecieron significativamente en términos per cápita, por esto, el banco elevó sus tasas de interés para evitar las presiones inflacionarias de demanda. Ese mismo año existió una expansión del crédito con tasas de crecimiento alrededor del 50% que trajo deudores más riesgosos y esto debilitó los hogares y las empresas colombianas. El Banco Central implementó un “esquema de inflación objetivo ampliado” donde la política de tasa de interés la combinan con una serie de medidas macroeconómicas que tratan de evitar un aumento excesivo del crédito. El año siguiente el 2007, el Banco Central aumentó el encaje legal promedio y estableció un encaje marginal sobre los pasivos sujetos a encaje de los establecimientos de crédito. También se impusieron controles de capital para regular expansión del crédito y aliviar la exposición de la economía colombiana. Gracias a todas estas medidas tomadas por el

Banco Central colombiano, la economía pudo afrontar de manera positiva la crisis financiera del 2008 preservando la estabilidad de precios.

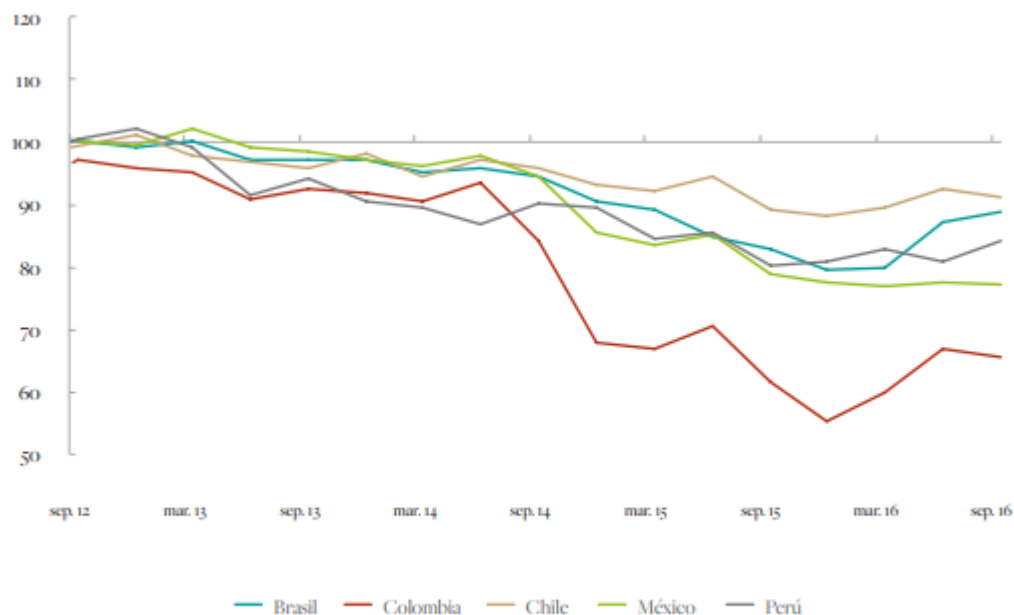
Durante la crisis del 2008 los niveles del comercio mundial y los precios internacionales de los bienes básicos disminuyeron en gran medida lo que afectó a los flujos de capital y el financiamiento internacional y así ocurrió la crisis mundial. El último trimestre del 2008 el ciclo expansivo de la economía colombiana cambió de tendencia, tuvo una expansión de 3.5% mientras que en el 2007 y 2006 fue de 7%; la crisis se manejó de manera similar en las economías del mundo reduciendo la tasa de interés de referencias y eliminando el encaje marginal. Estas medidas sumadas a la acumulación de reservas en el período de crecimiento económico permitieron a Colombia reducir la vulnerabilidad ante la crisis, sosteniendo la demanda agregada sin generar presiones inflacionarias.

En el año 2009 la economía creció 1.7% y fue la tasa más alta entre los países grandes de la región y la inflación fue del 2% establecido como límite inferior del rango de control. Luego de la crisis financiera internacional la economía Colombia retomó la senda de crecimiento entre el 2011 y el 2013, existió una gran demanda extranjera de los productos colombianos y grandes entradas de capital extranjero; con este escenario las tasas de interés internacionales mantuvieron unos niveles muy bajos lo que favoreció el crecimiento de la economía.

Existió un crecimiento económico sostenido durante el 2011 y el 2012 gracias a las políticas monetarias ya que incrementaban progresivamente la tasa de intervención y así moderaron la expansión del gasto y del endeudamiento privado. En el año 2012 se aplicó una política monetaria expansiva considerando que la actividad económica podía desacelerarse debido a la crisis de la deuda europea. Esta política permitió que la inflación estuviera controlada mientras que la economía tuvo uno de los mejores desempeños de la región.

Como ya explicamos durante los años 2011, 2012 y 2013 la economía colombiana presentó una expansión significativa, esta se vio interrumpida en el segundo semestre del año 2014 y se debió a una serie de choques inesperados que afectaron el crecimiento. El principal problema fue la caída del precio del petróleo que se había mantenido en 110 dólares por barril y en el 2014 se desplomó hasta ubicarse en enero del 2016 en 30 dólares por barril. El petróleo había constituido uno de los canales más importantes de ingreso de la economía colombiana por lo que se vio afectada significativamente. Uno de los términos que se vio más afectado, fue la capacidad de compra de las exportaciones del país. A pesar de que todas las economías de Latinoamérica se vieron afectadas, Colombia fue el país que sufrió el choque más fuerte como se puede observar en la gráfica a continuación

(índice 2012=100)



Fuente: Datastream y cálculo del Banco de la República.

Por esto, el ingreso colombiano recayó por la caída del precio de las exportaciones del petróleo y las minas, la disminución de las inversiones extranjeras directas en estas actividades y la pérdida de rentabilidad de los proyectos mineros energéticos. Todos los países de Latinoamérica se vieron afectados por choques similares por lo que disminuyeron la demanda de importaciones de los países vecinos y esto incrementó la crisis. En el caso de Colombia, los principales comercios que se vieron afectados que a su vez dependían del petróleo fue Ecuador y Venezuela que eran de los principales socios comerciales. Entre el 2014 y el 2015 el PIB de Colombia tuvo una tasa de crecimiento decreciente en relación al 2013, a su vez, existió una desaceleración de la demanda interna que pasó de 6% en el 2014 a 3.6% en el 2015 y 1.3% en el 2016. Tanto la disminución de las exportaciones como la desaceleración de la demanda interna provocó una contracción en la actividad económica de Colombia, que pasó de ser 4.7% en 2014 a 2.0% en 2016.

Las rentas del sector petrolero representaban cerca del 20% de los ingresos del gobierno nacional colombiano para el 2013, debido a la caída de los precios del petróleo las finanzas de la nación se vieron debilitadas ya que los ingresos públicos vinculados al petróleo disminuyeron del 3% del PIB en promedio entre el 2012 y el 2014 a 0.0% en el 2016. Mientras se debilitaban las finanzas de la nación, Estados Unidos comenzó a

implementar el proceso de normalización de la política monetaria por lo que se incrementaron las primas de riesgo de Colombia. Existió también un aumento en el déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos que ya venía registrando niveles crecientes (pasó de -11.364 millones de dólares en el 2013 a -18.563 millones de dólares en 2015). Debido a todos los choques negativos mencionados anteriormente, el peso colombiano presentó una fuerte depreciación nominal y real que fue del 60% entre el 2014 y junio del 2016 y se consideró mayor a la de otras monedas de Latinoamérica. Esta depreciación tuvo un impacto directo sobre la inflación al consumidor.

A pesar de todos estos problemas económicos, también existieron problemas climáticos como lo fue el fenómeno de El Niño que afectó el sector transporte, energía y alimentos que provocó una subida de los precios acelerada. Como consecuencia hubo un crecimiento significativo de la inflación al consumidor que en junio del 2016 llegó a registrarse en 8.97% con una meta pautada de 3%.

Para poder hacer frente ante todos los choques presentado se evaluó la caída de los precios del petróleo como permanente ya que existía una baja probabilidad de que se revirtiera rápidamente, por lo tanto, la contracción del ingreso nacional se analizó como un choque permanente. Se consideró que la economía debía ajustarse para evitar que se repitiera el escenario de altos déficits en la cuenta corriente, por lo tanto, se decidió que una política contra cíclica no era la mejor estrategia si no que lo más conveniente era admitir una desaceleración del gasto que fuera compatible con la caída del ingreso y así se pudiera asegurar la sostenibilidad del balance externo del país.

Los otros choques fueron considerados transitorios sobre la inflación por lo que no era de esperarse que la tasa de cambio mantuviera una tendencia alcista, a su vez, cuando el clima volvió a la normalidad se pudo anticipar una corrección del precio de los alimentos.

Se habían elevado las expectativas de inflación muy por encima de la meta como consecuencia de los choques y el aumento de la inflación y se comenzaron a generar mecanismos de indexación. Sobre esta base, se buscó la convergencia gradual de la inflación dentro de un rango de control de 2% y 4% en el año 2017. Para poder lograr esto, en el 2015 se comenzó un proceso de alzas de las tasas de interés de política desde 4.5% hasta 7.75% en el año 2016.

Una convergencia más rápida de la inflación requeriría una desaceleración muy fuerte de la economía y esto tendría un costo significativo en términos de empleo. Una convergencia más lenta traería como consecuencia el aumento de las expectativas de inflación por encima de la meta y extender aún más los mecanismos de indexación, elevando excesivamente el costo de una desinflación futura. También la política monetaria contribuyó a la moderación del gasto y a su vez a la desaceleración de la demanda interna.

Esto fue un factor importante para iniciar una corrección parcial del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, tanto en dólares como en porcentaje del PIB.

Luego de analizar todas las políticas que se iban a tomar, la inflación comenzó a descender de 8.97% de junio del 2016 a 3.99% en junio del 2017 y por último a 3.20% en junio de este año. Por lo tanto, se está llegando a la meta establecida de inflación que es del 3%

Desde el 2005 hasta el 2013 la economía registró el mejor desempeño que ha tenido en su historia según el Banco de la República. El PIB per cápita aumentó de manera sostenida durante los años 2005, 2006, 2007 y la inflación disminuyó de manera significativa y convergió a la meta de largo plazo en 2009. Colombia contaba con una inflación moderada alta, pero desde el 2010 hasta el 2016 se logró una inflación que oscilaba alrededor del 3%.

La estabilidad del producto y de la inflación no se ve explicado por ausencia de choques ya que en el 2005 y 2006 los precios internacionales de los productos básicos subieron, luego entre el 2008 y el 2009 la crisis financiera afectó considerablemente el comercio internacional, los flujos de capital y la confianza. También se debe recalcar que en el 2010 y 2011 existieron fenómenos climáticos que afectaron de manera negativa la producción de alimentos y el transporte.

3.2.4 Comportamiento de la Economía de México (2005-2017)

Según los informes económicos anuales del Banco de México la economía de los años estudiados en este trabajo se comportó como señalamos a continuación.

Durante el 2005 el PIB del país creció 3 por ciento, una tasa menor que la registrada en 2004 (4.2 %) y que resultó también inferior a la que anticipaban al inicio del año los analistas económicos. Cabe señalar que, en 2005, al igual que ocurrió en el año precedente, el desempeño del gasto interno y de la actividad económica fue favorecido por importantes incrementos del superávit de la balanza comercial de productos petroleros y de los ingresos por remesas familiares. La inflación general se redujo sustancialmente a lo largo de 2005, situándose en 3.33 por ciento en diciembre

El flujo de inversión extranjera directa que ingresó a la economía mexicana ascendió a 17,805 millones de dólares. En la distribución sectorial de dicho flujo destacó lo canalizado a los sectores manufacturero (57.7%), comercio (17.7 %) y transporte y comunicaciones (9.9 %). En cuanto a los países de origen, la IED provino en lo principal

de los Estados Unidos (68 %), España (10.1%), Holanda (9.4 %) y Francia (2 %). En lo referente a la inversión extranjera de cartera, en 2005 el ingreso neto de recursos por ese concepto sumó 6,699 millones de dólares. Dicho monto se derivó de entradas por 3,353 millones de dólares en el mercado accionario y por 3,346 millones en el mercado de dinero, las cuales se canalizaron principalmente a la compra de instrumentos de largo plazo. Con lo anterior, el flujo total de inversión extranjera (directa y de cartera) que recibió el país en el año que se reporta se ubicó en 24,503 millones de dólares.

El saldo de los activos en el exterior, propiedad de residentes en México, se incrementó en 2005 en 10,964 millones de dólares. Ese monto de recursos se derivó principalmente de un aumento de los activos en el exterior, propiedad del sector no bancario, así como por salidas asociadas a la realización de inversión directa en el exterior por parte de empresas mexicanas.

En lo que respecta a la actividad económica en México, durante 2006 el PIB registró un crecimiento real anual de 4.8%, superior al anticipado por los analistas económicos al inicio del año y el más alto desde el 2000. Este resultado obedeció a la fortaleza del consumo, el dinamismo de la inversión y el comportamiento favorable de la demanda externa. Cabe señalar que entre los factores que han contribuido a la expansión del gasto interno, al igual que en años anteriores, destacan los grandes ingresos por remesas familiares y por las exportaciones de crudo, así como el incremento considerable en el acceso al crédito por parte del sector privado.

La evolución de la inflación general durante 2006 se caracterizó por una tendencia a la baja durante el primer semestre del año para ubicarse, hacia mediados de año, en niveles cercanos a 3 por ciento; y, por un repunte a partir de agosto, para cerrar el año en 4.05 por ciento

Al igual que en 2004 y 2005, durante los primeros meses de 2006 continuaron las condiciones favorables en los mercados financieros internacionales como consecuencia de la relativa holgura a nivel global. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, durante el segundo trimestre del año la percepción de una posible transición hacia un entorno de mayor restricción monetaria global se vio acompañada de una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y de un menor apetito por riesgo de los inversionistas. Lo anterior dio lugar a un incremento transitorio en las tasas de interés de plazos mayores y en los diferenciales de tasas de interés de deuda soberana en diversos países emergentes. En el caso de México, este ajuste se vio afectado por cierta incertidumbre asociada al proceso electoral federal, lo cual propició que el ajuste al alza en las tasas de interés internas fuera ligeramente mayor que en otras economías emergentes. El incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, con la consecuente disminución en los flujos financieros internacionales dirigidos hacia

las economías emergentes, contribuyó a que el tipo de cambio de diversas economías registrara una tendencia a la depreciación de sus monedas, específicamente durante el segundo trimestre del año. Este también fue el caso en economías como Polonia, Hungría, Sudáfrica y Chile; cuya calificación crediticia es similar o mayor que la de México

En 2006 el flujo de Inversión Extranjera Directa (IED) que captó la economía mexicana ascendió a 18,938 millones de dólares. Ese monto de recursos se canalizó a los siguientes sectores: 61.2% en el manufacturero, 15.4 % en los servicios financieros y 2.5 % en transportes y comunicaciones. En cuanto a los países de origen, la IED provino principalmente de Estados Unidos (63.7 %), Holanda (7.9 %), Francia (4.8 %) y Reino Unido (4.7 %). Por otra parte, el ingreso neto de recursos al país por concepto de inversión extranjera de cartera resultó en 2006 de 6,477 millones de dólares. Este monto se integró por entradas de 2,805 millones en el mercado accionario y de 3,672 millones en el mercado de dinero. Con lo anterior, el flujo total de inversión extranjera (directa y de cartera) que recibió la economía mexicana en el año que se reporta alcanzó 25,416 millones de dólares. El saldo de los activos en el exterior, propiedad de residentes de México mostró en 2006 un aumento de 13,094 millones de dólares. Dicho monto de recursos se derivó principalmente de flujos regresivos asociados a inversión directa en el exterior de empresas mexicanas y de un incremento de los activos en el exterior, propiedad del sector no bancario.

Durante 2007, la actividad económica en México presentó un menor dinamismo que en el año anterior. El PIB registró un crecimiento real anual de 3.3 por ciento, que se compara con 4.8 por ciento en 2006. Esta desaceleración se originó, principalmente, por un menor crecimiento de la demanda externa, aunque también el gasto interno atenuó su ritmo de expansión. Por su parte, la disminución en el crecimiento de la masa salarial y en los ingresos por remesas del exterior contribuyó a la desaceleración del gasto de consumo privado. La inversión, en particular la realizada por el sector privado, también redujo su tasa de crecimiento. Ahora bien, ésta se incrementó a una tasa anual que superó a la del PIB por cuarto año consecutivo. La evolución de la inflación en México durante 2007 se vio afectada por el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, particularmente, las utilizadas como insumos en la producción de alimentos. Así, la inflación general durante los primeros ocho meses del año fluctuó alrededor de 4 %, ubicándose en niveles menores durante el último cuatrimestre para cerrar el año en 3.76 por ciento.

En abril, la postura monetaria se restringió de manera preventiva para alcanzar un mejor balance en cuanto a los riesgos asociados a la inflación y evitar que el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas afectara el proceso de formación de precios y salarios en la economía. Con ello, la tasa de interés de fondeo bancario se incrementó de 7.00 a 7.25 por ciento. Posteriormente, a raíz de una revisión al alza en las

previsiones para la inflación y del deterioro en el balance de riesgos correspondiente, en octubre, una nueva restricción en las condiciones monetarias dio lugar a que la tasa de interés de fondeo bancario se incrementara a 7.50 por ciento.

La economía mexicana captó en 2007 un monto de recursos por Inversión Extranjera Directa (IED) de 23,230 millones de dólares. En la distribución sectorial de dicho flujo destacó lo canalizado a los sectores manufacturero (49%), servicios financieros (24.3 %), extractivo (5.8 %) y comercio (5.3 por ciento). En cuanto a los países de origen, la IED provino principalmente de Estados Unidos (47.3 %), Holanda (15%), España (9.6 %) y Francia (7.2 %). En cuanto a la inversión extranjera de cartera en el ingreso de recursos por ese concepto resultó de 8,576 millones de dólares, derivado de la combinación de ingresos por 9,058 millones en el mercado de dinero y de egresos por 482 millones en el mercado accionario. Con lo anterior, el flujo total de inversión extranjera (directa y de cartera) que recibió la economía mexicana en ese año sumó 31,806 millones de dólares. Por su parte, el saldo de los activos en el exterior, propiedad de residentes del país observó un aumento de 27,255 millones de dólares. Ello reflejó las transacciones normales de un país muy integrado a la economía mundial, como es el caso de México, tanto en el mercado de bienes y servicios como en el financiero.

La economía mexicana fue perdiendo dinamismo durante 2008. En particular, durante los primeros tres trimestres del año, la economía se fue desacelerando como respuesta al gradual deterioro de la demanda externa, lo cual incidió fundamentalmente en los niveles de actividad de los sectores productores de bienes comerciables. No obstante, en los últimos meses del año, el choque de demanda externa se extendió al componente privado del gasto doméstico, lo cual influyó en el dinamismo del PIB y en particular, condujo a que éste mostrara una tasa de crecimiento negativa en el último trimestre. Así, si bien durante los primeros tres trimestres del año el PIB creció 2.4 por ciento anual (lo que se compara con una tasa de crecimiento de 3.3 % en 2007), en el último trimestre del año este registró un decrecimiento del 1.6 %. Dado esto, para el año en su conjunto el crecimiento del PIB fue de 1.3 %. Por otro lado, la inflación en México durante 2008 se vio afectada por los aumentos en los precios internacionales de las materias primas de alimenticias, metálicas y energéticas, particularmente durante el primer semestre del año. Estas alzas tuvieron un impacto importante en la estructura de costos de producción de prácticamente todos los sectores de la economía. De igual manera, la evolución de los precios estuvo influida hacia finales del año por la depreciación cambiaria que tuvo lugar a partir de septiembre. Así, al cierre de 2008, la inflación general anual fue de 6.53%, mientras que en diciembre de 2007 ésta se había situado en 3.76 por ciento. Ante este aumento de la inflación, la Junta de Gobierno del Banco de México incrementó el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 25 puntos y con ello, la tasa de interés aumentó de 7.50 a 8.25 por ciento

Por otro lado la economía mexicana captó un monto de recursos por Inversión Extranjera Directa (IED) de 18,589 millones de dólares. Los principales sectores de destino de dicha IED fueron: 33.1% en el manufacturero, 22.9 % en el sector extractivo, 21.4 % en los servicios financieros y 9.3 % en el comercio. En cuanto al país de origen de la IED esta provino principalmente de Estados Unidos (45.7%), Canadá (11.8%) y España (11.1 %). Por otro lado, en 2008 se registró un ingreso de recursos por concepto de inversión extranjera de cartera por un monto de 3,223 millones de dólares. Tal cifra reflejó entradas por 6,726 millones en el mercado de dinero y salidas por 3,503 millones en el mercado accionario. Con lo anterior, el flujo total de inversión extranjera (directa y de cartera) que ingreso en la economía fue de 21,812 millones de dólares. Cabe destacar que el saldo de los activos en el exterior, propiedad de agentes locales presentó un aumento de 8,360 millones de dólares, que se derivó principalmente de mayores depósitos de instituciones bancarias, así como un incremento de los activos en el exterior del sector público y un alza de los depósitos de las empresas mexicanas (exportadoras e importadoras) que requieren para sus transacciones comerciales y financieras con el exterior.

El 2009, dado el entorno internacional, fue uno de los peores años de los estudiados en este trabajo. La actividad económica de México se vio bastante afectada por una fuerte reducción de la demanda externa, un deterioro en los términos de intercambio y la crisis que había en los mercados financieros internacionales. En consecuencia, el PIB registró una contracción de 6.5 por ciento anual, magnitud similar a la observada durante la crisis de 1995.

La inflación general en México tuvo una tendencia a la baja durante este año, en un entorno que se caracterizó por la ausencia de presiones de demanda. La inflación general anual disminuyó de 6.53 a 3.57 por ciento entre los cierres de 2008 y 2009.

De esta manera, durante la primera mitad del año, el balance de riesgos que enfrentó la política monetaria se vio más afectado por la evolución de la actividad económica que por la trayectoria de la inflación. Ello condujo al Instituto Central a tomar acciones preventivas de política monetaria con el objetivo de mitigar los efectos desfavorables del choque externo. La Junta de Gobierno del Banco de México decidió reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en un total de 375 puntos base, pasando de 8.25 por ciento a finales de 2008, a 4.50 por ciento el 17 de julio de 2009.

En lo que respecta al año 2010 se continuó con el proceso de reactivación de la actividad que inició en el segundo semestre de 2009. La recuperación de los niveles de producción fue consecuencia del crecimiento de la economía mundial, en particular, la actividad industrial en Estados Unidos. Este último impulsó de manera importante a las exportaciones mexicanas, lo cual fue transmitiéndose gradualmente a los componentes del gasto interno. En dicho año, el PIB real registró un incremento anual de 5.5 por ciento,

cifra que se compara con la contracción de 6.1 por ciento observada el año anterior. Esta expansión condujo a que se observara una generación importante del empleo formal de la economía, mismo que logró superar los niveles observados antes del inicio de la crisis global. A pesar de ello, durante el año la economía continuó operando por debajo del PIB potencial, lo que evitó la presencia de presiones de demanda sobre el proceso de formación de precios. La inflación general anual durante 2010 en promedio fue menor que la registrada en 2009, habiendo disminuido de 5.30 a 4.16 por ciento.

Por su parte, en los mercados financieros internacionales se presentaron algunos episodios de incertidumbre y volatilidad, en general durante la mayor parte del año prevalecieron condiciones favorables de financiamiento para los países emergentes. Lo anterior se derivó de la presencia de un entorno de elevada liquidez a nivel global, propiciada en buena medida por la política monetaria llevada a cabo por las principales economías avanzadas. Esta situación incentivó la búsqueda de mayores rendimientos, induciendo así importantes flujos de capital hacia las economías emergentes. Este entorno, aunado a la incorporación, a partir de octubre, de los bonos de largo plazo del Gobierno Federal al índice World Government Bonds Index (WGBI), favoreció la captación de un flujo importante de recursos financieros externos por parte de México, la cual condujo a un superávit en la cuenta de capital por un elevado monto, de 36,017 millones de dólares. El resultado anterior permitió un financiamiento holgado del déficit de la cuenta corriente y una acumulación de reservas internacionales por 22,759 millones de dólares.

La actividad económica del país durante 2011 presentó una trayectoria positiva, si bien la situación económica internacional propició un entorno menos favorable para el crecimiento económico en México. En particular, el menor impulso de la demanda externa, especialmente de aquella proveniente de Estados Unidos, se reflejó en una gradual desaceleración del ritmo de crecimiento económico en México durante el segundo semestre de 2011. Sin embargo, la fortaleza de los fundamentos económicos condujo a que la economía mexicana continuara con el proceso de recuperación iniciado en la segunda mitad de 2009, registrando el PIB un crecimiento de 3.9 por ciento para el año en su conjunto. En este contexto, tanto el desempeño de la demanda agregada, como la persistencia de holgura en el mercado laboral, condujeron a que no se observaran presiones de demanda sobre el nivel de precios ni sobre las cuentas externas del país. En lo que corresponde al desempeño de la inflación, durante 2011 ésta presentó niveles más bajos que el año previo. En particular, su nivel promedio fue de 3.41 por ciento (en 2010 este dato fue 4.16 por ciento).

La conducción de la política monetaria, enfocada en preservar la estabilidad de precios, permitió que el periodo de turbulencia financiera por el que atravesó la economía, y el consecuente ajuste en el tipo de cambio ante un entorno internacional menos favorable, no contaminaran el proceso de formación de precios en la economía mexicana.

De esta manera, durante este episodio se confirmó el bajo traspaso de movimientos cambiarios a la inflación en México. Por tanto, la depreciación cambiaria prácticamente no tuvo efectos sobre las expectativas de inflación. Así, los sólidos fundamentos de la economía mexicana permitieron que, a pesar del deterioro en el entorno externo, la actividad económica registrara una expansión y que la inflación continuara avanzando en su convergencia hacia el objetivo permanente de 3 por ciento. Considerando lo expuesto, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.5 por ciento a lo largo de 2011.

Las condiciones de incertidumbre que prevalecieron en los mercados financieros mundiales, las cuales se reflejaron en un incremento en la aversión al riesgo de los inversionistas, impactaron en general de manera negativa al flujo de recursos dirigido a economías emergentes. Sin embargo, la solidez de los fundamentos de la economía mexicana favoreció la entrada de capitales, lo cual condujo a un elevado superávit en la cuenta financiera por 18 52,407 millones de dólares. Estos recursos permitieron un financiamiento holgado del déficit de la cuenta corriente y un incremento en las reservas internacionales brutas de 28,621 millones de dólares

En el 2012 la economía mexicana registró una trayectoria positiva, cuyo ritmo de crecimiento condujo a que esta continuara convergiendo hacia niveles cercanos al PIB potencial. Si bien en la primera mitad del año el crecimiento de la actividad económica del país no se vio afectado de manera notoria por la desaceleración de la economía mundial y la volatilidad en los mercados financieros, hacia la segunda mitad de 2012 dicho entorno ocasionó una pérdida de dinamismo de la economía nacional. Este menor ritmo de crecimiento se derivó inicialmente de menores tasas de expansión de las exportaciones manufactureras y, posteriormente, de la transmisión de este choque a algunos componentes de la demanda interna.

Esta desaceleración fue particularmente notoria en el sector industrial como reflejo de una disminución en la tasa de crecimiento del sector manufacturero y de construcción. Finalmente, la inversión mostró una notoria desaceleración en la segunda mitad de 2012. Este comportamiento obedeció, principalmente, al débil desempeño de la inversión en construcción, especialmente en lo relacionado con la construcción de vivienda aun cuando el gasto en inversión en maquinaria y equipo también presentó una pérdida de dinamismo.

En el caso particular de los flujos de inversión extranjera directa, en 2012 éstos alcanzaron 12,659 millones de dólares, cifra que incluye un flujo negativo en el cuarto trimestre de 909 millones de dólares. Este resultado fue a su vez influido por una operación de venta de acciones de una institución financiera con capital extranjero por 4,106 millones de dólares, lo cual impactó directamente, de forma negativa, al flujo de inversión extranjera directa captada por el país. No obstante, la gran mayoría de estas acciones

(3,943 millones de dólares) fue comprada por inversionistas extranjeros, por lo que en buena medida esta operación implicó fundamentalmente una transformación de inversión directa en inversión de cartera y, por ende, no implicó un retiro elevado de recursos de la economía.

Por otro lado, durante el primer semestre de 2013 continuó la moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mexicana que se había observado desde la segunda mitad de 2012. Tanto la demanda externa, como algunos indicadores del consumo y la inversión continuaron decreciendo. Por el lado del gasto interno éste continuó mostrando una pérdida de dinamismo, en particular, la inversión pública y la inversión privada en vivienda siguieron desacelerándose, mientras que algunos indicadores oportunos relacionados al consumo presentaron un mayor debilitamiento. En lo que respecta a la actividad económica por el lado de la producción también se acentuó la tasa de desaceleración. Asimismo, la industria manufacturera continuó presentando durante el primer trimestre de 2013 un ritmo de expansión débil, en comparación con el crecimiento que había tenido hasta la primera mitad de 2012. Además, un entorno de relativo bajo crecimiento de la actividad y el comercio mundial condujo a una disminución en el ritmo de expansión de la demanda externa de los productos de exportación.

Para el segundo semestre del 2013, la actividad económica tuvo una mejora importante. La recuperación que tuvo se derivó primero de un mayor dinamismo de la demanda externa, y por una recuperación de algunos componentes de la demanda interna en particular el consumo privado y el gasto público. Sin embargo, la inversión siguió sin mostrar señales claras de mejora.

En cuanto a las entradas de capital el país siguió mostrando flujos positivos, a pesar del entorno de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. México continuó captando recursos del exterior dirigidos a la adquisición de instrumentos financieros, lo que contrasta con la situación que prevaleció en otras economías emergentes. Lo anterior es reflejo en buena medida de la percepción de la estabilidad macroeconómica del país y de la perspectiva favorable que tenían los inversionistas ante los avances en el proceso de reformas estructurales. En 2013, el saldo de la tenencia de valores gubernamentales en poder de los no residentes se incrementó en un 12.1 % respecto al cierre de 2012.

La cuenta financiera de la balanza de pagos presento un superávit de 58,783 millones de dólares. Dicho saldo fue resultado de ingresos netos por 25,221 millones de dólares en la cuenta de inversión directa (ingresos de 35,188 millones de dólares por inversión directa captada por México y egresos por 9,967 millones de dólares por inversiones directas realizadas por empresas mexicanas en otros países) y por 48,266

millones de dólares en la cuenta de inversión de cartera; así como de salidas netas de 14,704 millones de dólares en la cuenta de otra inversión

En el 2014 la actividad económica creció 2.1%, presentando una mejora con respecto al del año anterior (1.44%). Por actividad económica, los mayores avances se registraron en las actividades terciarias con un alza anual de 2.2 %, impulsado por el dinamismo del sector de servicios corporativos, seguido del aumento de las actividades de comercio que tuvieron un crecimiento del 3.3 %, y las de medios masivos y de transporte, correos y almacenamiento que repuntaron 2.2% y 2%, respectivamente.

Por otro lado, el sector secundario o manufacturero avanzó 1.9 por ciento anual, donde destacó el avance de 1.9 por ciento anual del sector construcción; aunque el sector de minería cayó 2.3 por ciento, sobre todo por el descenso de la minería petrolera, que bajó 2.4 por ciento. Por su parte, las actividades primarias crecieron 2.8 por ciento anual en 2014.

La inversión fija bruta mantuvo una tendencia positiva en el último trimestre de 2014. Dicho comportamiento se derivó, principalmente, de la recuperación que ha presentado la inversión en construcción. Esta mejoría se originó de la reactivación que ha reportado la inversión privada en construcción, ya que el componente del sector público siguió mostrando un débil desempeño. En cuanto al rubro de maquinaria y equipo, si bien en el cuarto trimestre de 2014 las importaciones de bienes de capital exhibieron un estancamiento, el gasto en maquinaria y equipo nacional continuó registrando un incremento en su dinamismo.

En 2014, la balanza comercial registró un déficit de 2.4 miles de millones de dólares (estimado en 0.2 por ciento del PIB), por lo que se prevé que el déficit en la cuenta corriente haya sido de 26.5 miles de millones de dólares (2.1 por ciento del PIB).

La cuenta financiera de la balanza de pagos presentó un superávit de 55,962 millones de dólares. Dicho saldo se derivó de entradas netas por 14,958 millones de dólares en la cuenta de inversión directa (ingresos de 22,568 millones de dólares por inversión extranjera directa captada por México y egresos de 7,610 millones de dólares por inversiones directas en el exterior de residentes en México) y por 46,490 millones de dólares en la cuenta de inversión de cartera, y de una salida neta por 5,486 millones de dólares en la cuenta de otra inversión.

La economía de México creció 2.5 por ciento durante 2015. El PIB del sector comercial y de las manufacturas fueron los principales motores de dicho crecimiento y explican casi la mitad de este. En el sector comercial la producción creció 4.5 por ciento, con lo que aportó 70 puntos base al crecimiento de la economía. Y el sector manufacturero registro un avance de 2.86 por ciento. Otras actividades con mayor aportación fueron los

servicios masivos de información, los servicios inmobiliarios y la fabricación de equipo de transporte.

La cuenta corriente de la balanza de pagos presentó un saldo negativo de 32,381 millones de dólares, monto que se originó de la combinación de déficits de 23,823 millones de dólares en la balanza de bienes y servicios y de 32,844 millones de dólares en la de renta, y de un superávit de 24,287 millones de dólares en la balanza de transferencias.

La cuenta financiera de la balanza de pagos presentó en 2015 un superávit de 33,826 millones de dólares. Dicho saldo fue resultado de ingresos netos por 20,310 millones de dólares en la cuenta de inversión directa (ingresos de 28,382 millones de dólares por inversión extranjera directa captada por México y egresos de 8,072 millones de dólares por inversiones directas en el exterior de residentes en México) y por 27,985 millones de dólares en la cuenta de inversión de cartera, y de egresos netos por 14,469 millones de dólares en la cuenta de otra inversión.

En el 2016 la economía mexicana registró un crecimiento real del Producto Interno Bruto de 2.3 % lo que muestra una desaceleración si se compara con el año anterior. Las industrias manufactureras y de la construcción son las únicas que mantienen una tendencia positiva, con un crecimiento anual de 1.3 y 1.8%, respectivamente, que, sin embargo, evidencia una desaceleración respecto de los datos del año previo.

En tanto, el sector industrial que forma parte de las actividades secundarias, y representa una tercera parte del PIB total, arrojó un estancamiento anual explicado por la recesión de la industria minera que acumuló más de dos años en contracción. El segmento de las actividades terciarias, donde están todos los servicios, se presentó una ligera desaceleración anual respecto al 2015.

Por su parte, durante el último trimestre de 2016 la inversión fija bruta continuó registrando un estancamiento ante la debilidad del gasto en construcción y en maquinaria y equipo de origen importado, toda vez que el rubro de maquinaria y equipo de origen nacional ha mantenido una trayectoria positiva

La cuenta corriente de la balanza de pagos presentó un saldo negativo de 27,858 millones de dólares en 2016, monto que se derivó de la combinación de déficits en la balanza de bienes y servicios por 20,911 millones de dólares y en la de renta por 33,598 millones de dólares, y de un superávit en la balanza de transferencias por 26,650 millones de dólares.

La cuenta financiera de la balanza de pagos en 2016 mostró un superávit de 35,873 millones de dólares. Dicho saldo se originó de ingresos netos por 27,526 millones de dólares en la cuenta de inversión directa (de los cuales 26,739 millones de dólares corresponden a inversión extranjera directa captada por México y 787 millones de dólares

a una reducción de la inversión directa en el exterior de residentes en México); de una entrada neta de 30,709 millones de dólares en la cuenta de inversión de cartera; y de una salida neta por 22,362 millones de dólares en la cuenta de otra inversión.

En el 2017, último año de estudio, el crecimiento del Producto Interno Bruto se redujo a 2% ya que la incertidumbre por las renegociaciones en curso del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y por el proceso electoral, disminuyó aún más la inversión. Esta desaceleración del PIB se ha venido evidenciando desde el 2015, y existe una tendencia negativa asociada con la caída de la inversión interna bruta.

El consumo privado se ha mantenido razonablemente bien a pesar de la caída en los salarios reales asociada con un aumento inflacionario en 2017. Por otro lado, hubo una fuerte recuperación del comercio exterior causado por un aumento de la competitividad externa que se dio por la depreciación acumulada del peso y el fortalecimiento de la producción industrial de Estados Unidos que fortaleció las exportaciones mexicanas.

El traspaso de la depreciación del peso a la inflación tomó fuerza en 2017 y junto con la liberalización de los precios de la gasolina y un aumento en el impuesto especial sobre el combustible ayudó a elevar la inflación anual a 6.8 por ciento para fines del 2017, el nivel más alto en 16 años. Esto llevó al Banco Central a reanudar su ciclo de ajuste monetario al cierre 2017 y principios de 2018, dejando la tasa de interés de política monetaria en 7.5 por ciento para fines de febrero de 2018. Con la ayuda de una contribución significativa de las ganancias del Banco Central, que asciende a 1.5% del PIB, el sector público logró un superávit primario y cumplió holgadamente con su objetivo de déficit de 2017. Esto fue suficiente para poner la relación deuda / PIB en un camino descendente.

El déficit en la cuenta corriente disminuyó durante el 2017, ubicándose en -1.63% como porcentaje del PIB frente al -2.15% de 2016. Por su parte, hubo una menor entrada neta de divisas por medio de la cuenta financiera (excluyendo los movimientos en los activos de reserva), que representó el 1.86% del PIB, en contraste con el 2.96% reportado en 2016. Es importante destacar que la fuerte disminución en las entradas por parte de la cuenta financiera se debió, principalmente, a la caída en la inversión de cartera. La inversión directa también se redujo, pero en un grado mucho menor.

Cabe destacar que para el 2018 que en Septiembre el Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas (IMEF) marco una previsión para el crecimiento del PIB en 2018 de 2.1% así como una desaceleración en la inversión fija bruta. Esto prueba la tendencia negativa de la tasa de crecimiento evidenciada en el grafico 3 de este trabajo.

3.2.5 Comportamiento de la economía de Perú (2005-2017)

Según los informes económicos anuales del Banco Central de Reserva de Perú la economía de los años estudiados en este trabajo se comportó de la siguiente manera.

Durante el año 2005 la economía de Perú presentó una tasa de crecimiento superior al 4.0% sustentada por los sectores de demanda interna. Este sería el séptimo año consecutivo que Perú registra crecimiento y es un período donde destaca el dinamismo que presentó la economía con una tasa de 4.6%. La inversión privada sería uno de los motores del crecimiento económico fijado en 6.9%, que registró un crecimiento por encima del PIB explicado por la estabilidad macroeconómica del país por la reducción del riesgo y por las oportunidades de inversión, en particular, en el sector minero. A su vez y las exportaciones también se consideró un motor de crecimiento, pero en menor medida con un 4.6%, cuyo crecimiento se desaceleró en relación al 2004 luego de haber crecido un 15.2%. Las buenas perspectivas de la inversión se reflejarían en un incremento de 11% en las importaciones de bienes de capital.

En el primer semestre del 2005 el mercado cambiario seguiría presentando presiones apreciativas del nuevo Sol, esto se debió principalmente al saldo positivo de la balanza comercial, la debilidad del dólar a nivel mundial, mayores remesas de peruanos en el exterior y el proceso de desdolarización financiera. Durante el segundo semestre del año la tendencia apreciatoria del Sol fue parcialmente contrarrestada por la elevación de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos por encima de la tasa de interés registrada por el Banco Central de Reserva del Perú y en menor medida por el inicio del calendario electoral hacia fines de año. Como consecuencia el tipo de cambio registró una apreciación real del 0.8%.

La tasa de inflación cerró en 2.0% en el 2005, con tendencia a la baja ya que a finales del segundo trimestre del año se generaron expectativas deflacionarias. El 2005 fue un año dominado por la corrección a la baja de la mayoría de los precios, sobretodo de los rubros de alimentación. Por otro lado, como consecuencia del superávit comercial que presentó Perú, finales del 2005 la balanza comercial presentó un superávit del 0.2% del PIB luego de 26 años.

Para el año 2006 la economía peruana se caracterizó por mantener un buen desempeño macroeconómico. Por un lado, el PIB tuvo una tasa de crecimiento del 8.0% y es la tasa más alta que se había registrado desde 1995, con una inflación de 1.1% donde existía un contexto internacional favorable ya que los principales socios comerciales de Perú presentaban crecimiento de su economía y por esto existió mejora de los términos de

intercambio. El crecimiento del PIB trajo como consecuencia un aumento generalizado de los componentes de la demanda interna como la inversión privada que se registró en 20.2% y el consumo privado en 6.5%.

Este escenario explicó en gran parte el aumento de los ingresos fiscales y el superávit fiscal de 2,0% del PBI y también la mejora en los indicadores financieros de las empresas bancarias. El crecimiento presentado en el 2006 se dio en un escenario de gran confianza por parte de los empresarios y consumidores que se vio favorecido por el elevado precio de los productos de exportación, un entorno macroeconómico con estabilidad en los precios y un mercado internacional con tasas altas de crecimiento. Este ciclo económico se vio favorecido y estuvo asociado a la mejora en la productividad de los factores de producción y mayores niveles de inversión.

A su vez, la inflación disminuyó de 1.5% presentada en el 2005 a 1.1% en el 2006. Esto ocurrió como consecuencia de la reversión de choques de oferta presentados en el 2005 que afectaron a los precios significativamente. Por otro lado, la balanza de pagos presentó un superávit de 2.8% del PIB y se registra como el segundo mayor superávit desde 1950 en Perú; la balanza comercial presentó también un superávit record de 8934 millones de dólares y aumentaron las remesas provenientes del exterior.

Durante el 2007, Perú continuó con su ciclo de crecimiento de la actividad económica impulsado por el aumento del consumo y la inversión privada. Continuó el escenario de altas expectativas para empresarios y consumidores y también el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y en las cuentas fiscales.

Debido a la crisis financiera presentada en Estados Unidos, los mercados financieros internacionales presentaron incertidumbre y un aumento en los precios de los alimentos importados y del petróleo. Los elevados precios junto a la debilitación del dólar provocaron fuertes presiones inflacionarias en todo el mundo. Estos factores externos provocaron que Perú presentara una inflación de 3.9% y fue la tasa más alta registrada desde 1998 pero a pesar de esto, la inflación de Perú estaba entre las más bajas de América Latina después de Ecuador y México.

La demanda interna durante este año tuvo una tasa creciente de 11.6%, aumentando en 1.6 puntos porcentuales en relación al año anterior. Esto sumado a la evolución del gasto privado provocó un aumento en el PIB de 9.0% que ha sido la tasa más alta de los últimos 13 años. Este incremento de la demanda interna se debe a que existían condiciones crediticias favorables, aumento del empleo formal en todos los sectores, fundamentos macroeconómicos sólidos y aumento en los planes de inversión de las empresas en todos los sectores de la economía.

Aunque la cuenta corriente de la balanza de pagos continuó presentando un superávit durante el 2007, el nivel fue menor que en el 2006 ya que se ubicó en 1.4% del PIB mientras que el año anterior había sido de 3.0% del PIB. Esto se debe al aumento de las exportaciones como consecuencia del aumento de la demanda interna.

En el 2008 el panorama internacional se encontraba en una de las crisis financieras más fuertes que se han registrado en la historia. A pesar de esto, Perú presentó un crecimiento de 9.8% del PIB y fue la tasa de crecimiento más elevada de Latinoamérica para ese año completando 10 años seguidos de expansión económica. El crecimiento del PIB se debió al aumento prolongado de la demanda interna que a lo largo de los últimos tres años estuvo creciendo a tasas mayores que las del PIB, reflejando así el empuje de la inversión.

Como se mencionó anteriormente, la demanda interna tuvo un crecimiento mayor al del PIB y se registró en 12.3%; las exportaciones aceleraron su expansión con respecto al año anterior y debido al aumento de el volumen las exportaciones de productos mineros, químicos, textiles y agropecuarios. Por su parte el consumo privado aumento 8.8%, la tasa más alta que se ha registrado desde 1995 como consecuencia del incremento del ingreso nacional disponible en 8.0%

La inflación se vio afectada en el 2008 debido a la crisis financiera y se fijó en 6.65%, aumentando 2.8 puntos porcentuales en relación al año anterior. Esto se debió al crecimiento de 9.7% de los precios de los alimentos tanto nacionales como importados. En cuando a la cuenta corriente de la balanza de pago, pasó de un superávit de 1.1% a un déficit de 3.3% del PIB debido al crecimiento de la demanda interna y a la caída de los términos de intercambio.

Para el año 2009, la economía peruana tuvo que afrontar una serie de choques que se ocasionaron por la crisis financiera internacional donde por primera vez en sesenta años la economía mundial tuvo una caída en el nivel de actividad donde se contrajo la producción global en 7%. Para atenuar el impacto de la crisis, el Banco Central aplicó una serie de medidas de reducción de la tasa de interés de referencia que llegó al 1.25% luego de estar en 6.5%. Anterior a esto, el BCRP había tomado medidas monetarias orientadas a generar liquidez al mercado y evitar una contracción crediticia.

La actividad económica de Perú creció 0.9% durante este año. A diferencia de los países vecinos, en Perú el empleo continuó creciendo y por lo tanto el consumo privado también aumentó a pesar de que fuera a tasas menores que en el 2008. La inversión privada presentó una disminución de 15.1%.

Durante el 2009 la inflación disminuyó a 0.25% luego de que en el 2008 se había registrado en 6.65%. Esto reflejó la reversión de los choques de oferta que trajeron un

aumento de los precios de los alimentos y del combustible y que permitió una caída de la inflación. Como la actividad económica se ubicó por debajo de su potencial, las expectativas de inflación retornaron a la meta y no se generaron presiones en la demanda de la economía. En cuanto a la balanza de pagos, la cuenta corriente presentó un superávit de 0.2% del PIB a diferencia del déficit presentado en el 2008; esto se debió a que disminuyeron las importaciones como medida de moderación de crecimiento y de desacumulación de inventario.

Luego de los años de recesión, en el 2010, las economías de los países del mundo comenzaron a recuperarse. Para afrontar la crisis, se ejecutaron simultáneamente estímulos monetarios y fiscales que permitieron que la economía de Perú se comportara positivamente luego del cuarto semestre del 2009. El PIB tuvo una tasa de crecimiento de 8.8% gracias a la existencia de un entorno internacional favorable y un mercado interno que se vio impulsado por expectativas optimistas de los agentes privados y la brecha entre el PIB potencial y el diferencial se fue cerrando. La demanda interna continuó en crecimiento y fue el motor del crecimiento del PIB ya que aumentó en 12.8%. Existió una recuperación del consumo privado y a su vez una expansión de la inversión privada a tasas similares a las que tenían años anteriores a la crisis financiera. En cuanto a la tasa de inflación, se volvió a situar en la meta de 3% y por lo que sabemos la inflación fue mayor que en el 2009 ya que los precios internos se vieron afectados por los aumentos registrados en cotizaciones internacionales de alimentos y combustibles.

El entorno se caracterizó por mayores entradas de capitales y una expectativa de apreciación del nuevo Sol. Ese panorama determinó que el Banco Central dictara medidas de encaje orientadas a amortiguar el dinamismo del crédito y la liquidez en el mercado interno. El déficit fiscal de 1.6% a 0.5% del PIB debido a la mejora de la recaudación.

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró nuevamente un déficit debido al encarecimiento de los precios de los productos de importación. Por lo que pasó de un superávit de 0.2% del PIB a un déficit de 1.5% del PIB en el 2010. Los gastos del gobierno central subieron 11% en términos reales y el gasto de capital subió 20% y llegó a representar el 6% del PIB.

Durante el 2011 la economía mundial experimentó diversos choques que afectaron las economías de los países desarrollados como la crisis de deuda de la Eurozona, la débil recuperación del consumo y el empleo en Estados Unidos, el sismo de Japón y el alza del precio del petróleo; estos choques también generaron impacto sobre las economías emergentes. Todo esto llevó a una desaceleración del crecimiento de la economía mundial que pasó de 5,2% en 2010 a 3,7% en 2011.

Perú se encontraba en año electoral y por lo tanto existió moderación en el crecimiento por la incertidumbre. Mientras el consumo privado crecía a altas tasas, la

inversión privada y el gasto público llevaron a una desaceleración de la demanda interna. Por esto, el PIB creció 6.9% a diferencia del 2010 que la tasa de crecimiento había sido de 8.8%.

Por su parte la inflación aumentó de 2.8% en el 2010 a 4.7% en el 2011 debido al impacto que generaron algunos choques de la oferta. Durante este período se registró un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que disminuyó de 2.5% en el 2010 a 1.9% del PIB en el 2011, por otro lado, se presentó un superávit fiscal de 1.9% del PIB. Dicho resultado es consistente con el desempeño de la actividad económica de Perú durante el 2011 y el aumento de los precios de los principales commodities de exportación, que afectaron favorablemente en los ingresos corrientes del gobierno.

La economía peruana creció 6.3% en 2012 que en relación al 2011 tuvo una disminución, pero fue superior a lo que se había estimado (5.7%). Esto se explica por el comportamiento de la demanda interna que creció 7.4% y se compensó por menos importaciones netas. La tasa de inflación anual tuvo una tendencia decreciente en el 2012 en la medida que los choques de oferta se iban revirtiendo gradualmente. Así, la inflación anual se redujo de 4,74% en 2011 a 2,65% en 2012.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó de 1,9% del PBI en 2011 a 3,6% en 2012, esto se ve explicado por el crecimiento de la demanda interna por encima del crecimiento del PIB y también por la caída de los precios internacionales de los principales productos de exportación de Perú debido al tiempo de incertidumbre mundial. Asimismo, se observó un flujo positivo de inversión extranjera de cartera en el país principalmente a empresas del sector no financiero, como producto de la emisión de bonos de estas empresas en el extranjero.

Por último, la posición fiscal fue sólida, con un superávit fiscal de 2.1% del PBI en 2012; esto quiere decir que los ingresos del gobierno fueron mayores que el gasto público.

Durante el 2013 la economía de Perú creció 5.8%, el ritmo de crecimiento menor reflejó en gran medida el impulso externo asociado a un escenario internacional menos favorable, con un alto grado de desaceleración e incertidumbre de las economías emergentes más importantes. Por parte de la inflación, esta aumentó 0.21% en relación al año anterior situándose en 2.86%. Con ello, en el período 2001-2013, la tasa de inflación anual promedio fue 2,5%, la más baja de América Latina,

En el 2013 el crecimiento de la demanda interna nuevamente estuvo por encima del crecimiento del PIB por lo que existió un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que aumento de 3.3% del PIB en 2012 a 4.5% del PIB en 2013. La cuenta

financiera tuvo superávit de más de 5.6% del PIB principalmente por las operaciones de largo plazo del sector privado.

El panorama macroeconómico tuvo una variación durante el 2014 ya que la economía peruana presentó una desaceleración al pasar de un crecimiento de 5.4% en 2013 a 2.4% en el 2014. La disminución de crecimiento representó el decrecimiento de la inversión y del consumo debido a la caída de los términos de intercambio en los últimos 3 años. También la producción se vio afectada por los factores climáticos que afectaron la producción agropecuaria y pesquera.

La inflación se encontró por encima de la meta establecida por el BCRP que estaba entre 1% y 3%, fue de 3.2%. A pesar de esto, fue una de las inflaciones más bajas de los países de la región. También existió un déficit en la cuenta corriente de 4.0% del PIB, este se redujo en relación al año anterior que fue de 4.2%; esto se produjo por la disminución de las importaciones. El crecimiento del consumo privado en el 2014 fue moderado (4.1%) debido a la disminución de la inversión privada, la desaceleración del empleo y de los ingresos familiares.

Durante el 2015 el PIB tuvo una recuperación ya que creció de 2.4% en el 2014 a 3.3%, esto se debió a la reducción de choques de la oferta que se experimentaron en el 2014 y a nuevos proyectos mineros que aumentaron la producción. En este año la inflación pasó de ser 3.2% a 4.4% debido a la aceleración de la tasa de depreciación de la moneda y a factores externos como lo fue el fenómeno El Niño.

En cuanto a los términos de intercambio, estos continuaron deteriorándose disminuyendo 6.3% en el 2015 debido a la desaceleración del crecimiento económico de China y por la incertidumbre presentada por la posible subida de tasas por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. Este deterioro en parte se contrarrestó por el aumento de los volúmenes de minerales exportados, y aunque hubo una reducción de las importaciones, el déficit en la balanza de pago en la cuenta corriente aumentó a 4.4%, 0.4 puntos porcentuales por encima del año anterior. El financiamiento bruto de capitales de largo plazo del sector privado ascendió a 5.3% del PIB por lo que se continuó financiando el resultado de la cuenta corriente.

El Sol se depreció 14.6% en términos nominales durante el 2015 debido a las señales de recuperación de Estados Unidos, la posible alza de tasa de interés de política por la Reserva Federal de Estados Unidos y la incertidumbre sobre el crecimiento de la economía de China.

El año 2016 estuvo caracterizado por tener un entorno internacional más favorable. Para este año, se registró un crecimiento del PIB de 3.9%, impulsado por la actividad de los sectores primarios. La inversión privada y el gasto público disminuyeron por tercer

año consecutivo. En este contexto, la demanda interna tuvo un aumento de 0.9% luego de crecer 2.9% en el 2015.

Los flujos de capitales a las economías emergentes fueron positivos la mayor parte del año a diferencia del 2015 en cuanto a la salida neta presentada. En Perú los términos de intercambio tuvieron una caída de 0.7% que es significativamente menor que los años anteriores, incluso tuvo una tendencia alcista a finales del 2016. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de 4,8% del PBI en el año 2015 a 2,7% en 2016, generando un superávit en la balanza comercial luego de estar dos años consecutivos con déficit.

Durante el 2016 la inflación presentó un comportamiento decreciente ya que pasó de 4.4% en diciembre de 2015 a 3.2% en diciembre de 2016. En agosto la inflación estuvo dentro del rango, pero por consecuencia de la falta de agua (déficit hídrico) los precios de los alimentos subieron notablemente por lo que a final de año la inflación estuvo por encima de la meta establecida. Durante este año, el Sol se apreció 1,7% principalmente por la recuperación de la cotización de los commodities, la evolución favorable de la economía peruana con respecto a sus pares y la entrada de capitales a la región, donde ya no existía tanta incertidumbre sobre la economía de China y cierta normalización de los mercados financieros que habían sido afectados por los resultados del referendo del Reino Unido.

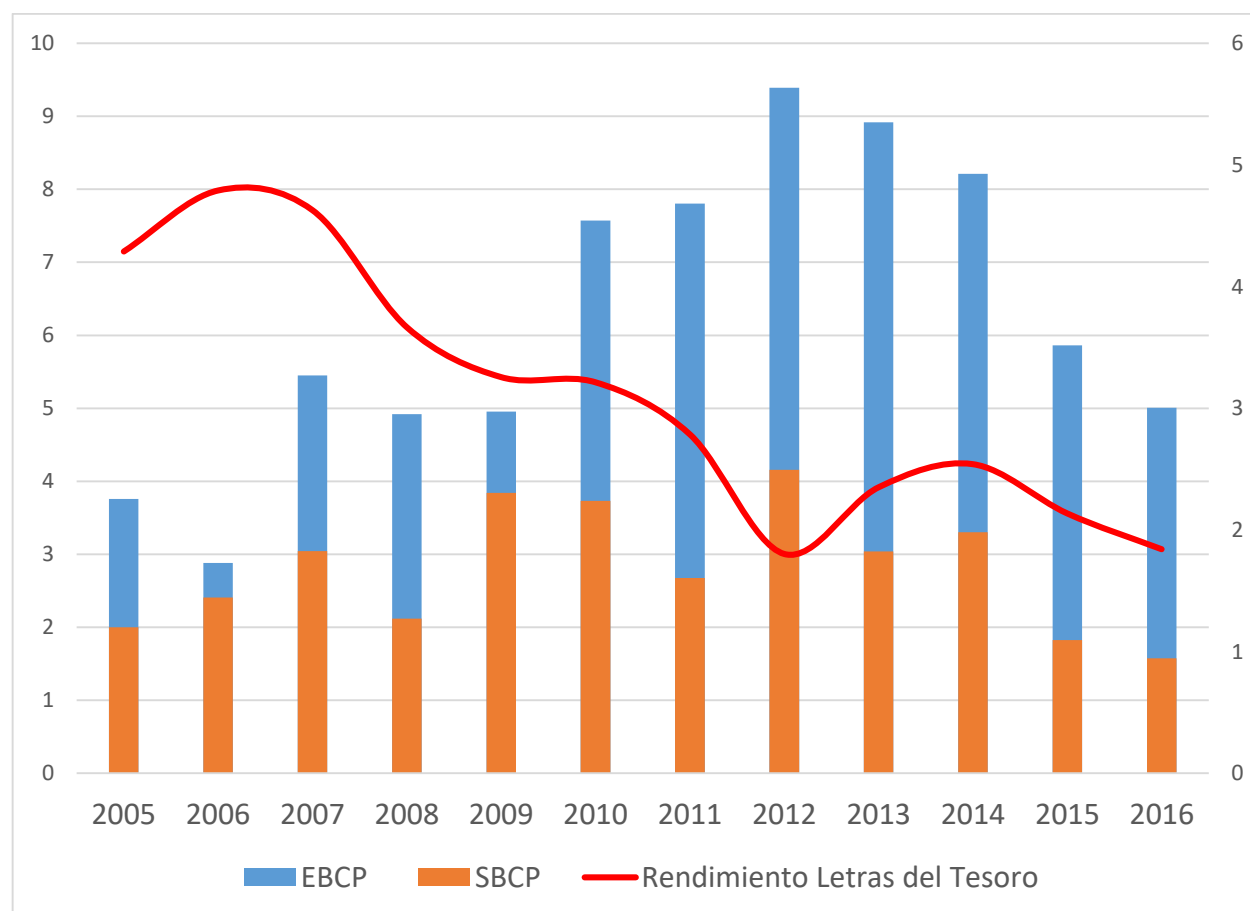
Para el año 2017 el PIB pasó de crecer 4.0% en el 2016 a 2.5%, esto fue consecuencia del fenómeno El Niño que afectó gran parte de la infraestructura del país y el caso de corrupción Lava Jato que generó desconfianza en los inversionistas. Entre 2014 y 2017, la expansión de la economía se desaceleró a un promedio de 3,1% anual, sobre todo como consecuencia de la caída del precio internacional de las principales materias primas de exportación de Perú.

La demanda interna nuevamente tuvo una tasa de crecimiento menor a la del PIB (1.4%) por cuarto año consecutivo. Los términos de intercambio comenzaron a aumentar ese año y generaron mayor dinamismo en la inversión privada y en el gasto público.

En el 2017 la inflación alcanzó la meta y cerró el año en 1.36% y ha sido la tasa más baja desde el 2009 debido principalmente a la corrección de los precios de los alimentos tras la rápida reversión de los choques de oferta. El entorno internacional fue favorable este año ya que la actividad global creció 3.7% y ha sido la mayor expansión desde el 2011. Tanto las economías emergentes como las desarrolladas crecieron de manera sincronizada a diferencia de años anteriores, donde se presentan bajas presiones inflacionarias.

Como parte del ajuste, en los últimos años el déficit fiscal se ha venido incrementando y cerró en 3,1% del PBI en 2017. El mayor déficit se debe a una disminución en los ingresos debido a los menores precios de exportación y la desaceleración económica durante años recientes. A pesar de ello, con 23,7 % del PBI, la deuda pública de Perú sigue siendo una de las más bajas de la región. Para el año 2018 se espera un crecimiento del PIB alrededor del 4%.

Gráfico 1. Rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años y Flujos de Capital como porcentaje del PIB de las EME de Latinoamérica



En el gráfico anterior podemos observar que las Entradas Brutas de Capital como porcentaje del PIB de las EME tienen un comportamiento similar a las Salidas Brutas de

Capital, esto se puede evidenciar al calcular la correlación entre ambos que es de 0.5896. Al ser positiva, indica que los Flujos de Capital se mueven en la misma dirección. Como mencionan Aitor Erce y Silvia Gutiérrez en su artículo El comportamiento de los Flujos de Capital Internacional y su Respuesta en los períodos de crisis: “Algunos trabajos argumentan que los flujos de capital se mueven principalmente como consecuencia de shocks de productividad, lo cual implica que flujos de entrada y de salida se comportan de forma simétrica, es decir, residentes y no residentes se mueven en la misma dirección, sea hacia fuera o hacia dentro del país. Es decir, los flujos de capital brutos son procíclicos: durante las expansiones los extranjeros invierten en activos domésticos y los residentes invierten en activos internacionales.” También en un estudio de Broner et al. (2013) los autores establecen una relación positiva entre entradas brutas y salidas brutas de capital e indican que el comportamiento de los inversores domésticos tiende a compensar el comportamiento de los inversores extranjeros durante de la crisis. En el caso de América Latina, una tasa de interés de Estados Unidos más baja genera un aumento en la inversión de cartera

Por otro lado, podemos observar que el comportamiento entre el rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años y los Flujos de Capital son inversos; con una correlación mayor entre las Entradas Brutas de Capital de las EME y el Rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años como se observa en el siguiente cuadro:

Tabla 1.

Correlación entre:	Rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años
Entradas Brutas de Capital de las EME como porcentaje del PIB	-0.6775***
Salidas Brutas de Capital de las EME como porcentaje del PIB	-0.1085

Flujo Neto de Capital de las EME como porcentaje del PIB	-0.7091***
---	------------

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Elaboración propia

La correlación del flujo de capital neta es negativa porque la correlación de entrada es mayor a la de salida. Por lo tanto, el rendimiento de las Letras del Tesoro tiene mayor sensibilidad hacia las Entradas Brutas de capital que ante las Salidas Brutas de capital en las EME de Latinoamérica.

A continuación, se detallan las correlaciones por países:

Tabla 2. Correlación del rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años y Flujos de Capital de las EME de Latinoamérica por país

	Correlaciones			
Países	Entradas Brutas y Salidas Brutas	Entradas Brutas y Letras del Tesoro	Salidas Brutas y Letras del Tesoro	Entradas Netas y Letras del Tesoro
Brasil	0.957***	-0.440	0.106	-0.479*
Chile	0.768***	-0.642**	-0.381	-0.563**
Colombia	0.920***	-0.774***	-0.380	-0.755***
México	0.809***	-0.778***	-0.015	-0.656***
Perú	0.947***	-0.674***	-0.289	-0.548**

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

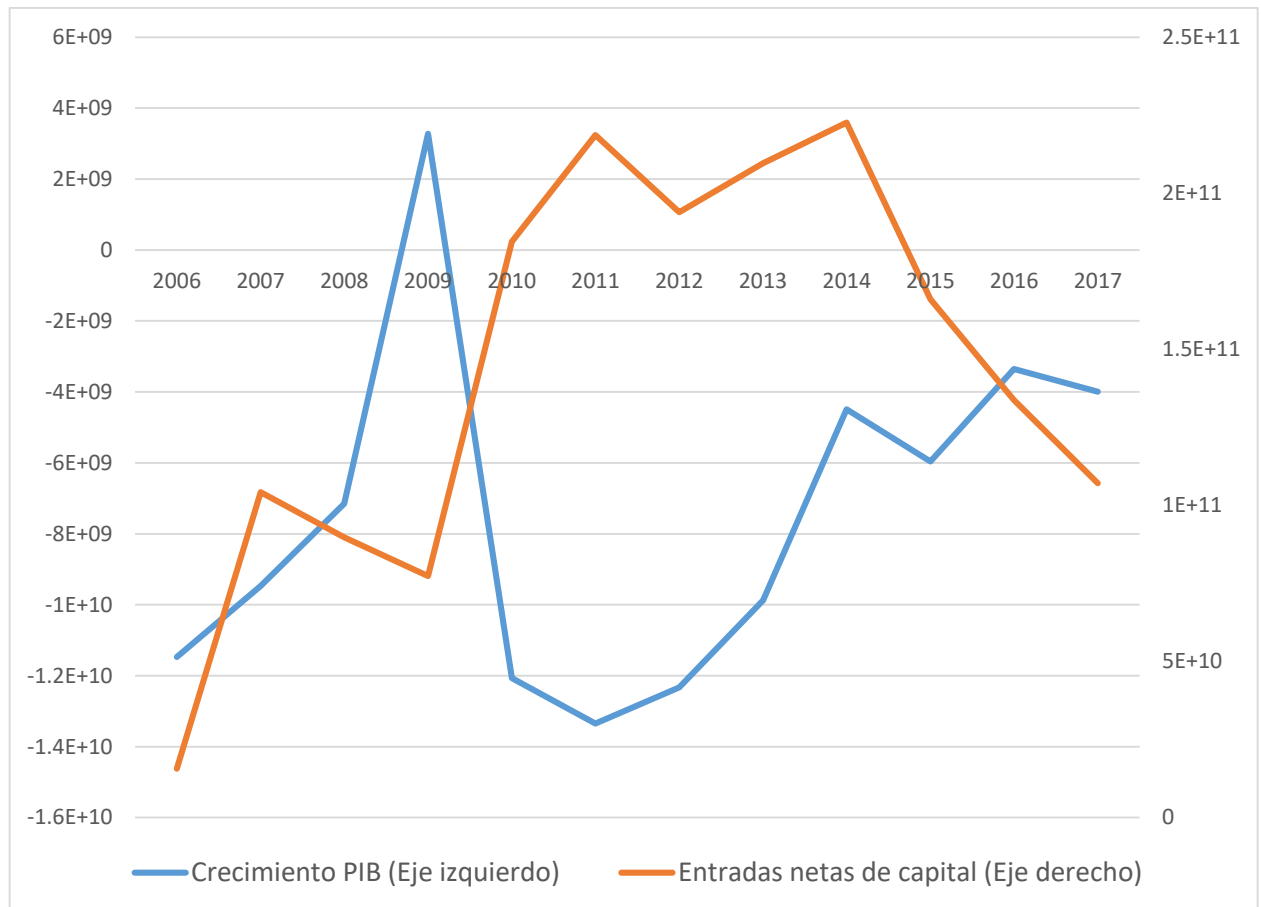
Fuente: Elaboración Propia

Lo que se había analizado en la Tabla 1 para la región en cuanto a la correlación de entradas y salidas de capital (tienen el mismo movimiento en el tiempo), también se

evidencia por país por país. Podemos observar que las entradas brutas de capital están más correlacionadas con las letras que las salidas ya que la correlación de las salidas brutas de capital no es significativa. Se puede ver por país que los inversores domésticos no responden en gran magnitud a los cambios en los rendimientos de las letras del tesoro (salidas/letras). Como habíamos mencionado que la correlación de entradas y letras es alta, entonces, los flujos netos tendrán el mismo comportamiento.

Por otro lado, se observa que la correlación entre Salida Bruta de Capital y Rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años en Brasil tiene signo positivo y es la única Economía Emergente que presenta ese signo, esto puede deberse a que Brasil se encuentra dentro de los 10 países con mayor adquisición de Letras del Tesoro de Estados Unidos evidenciado en la data del departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfico 2. Crecimiento del PIB y Flujos Netos de Capital de las EME

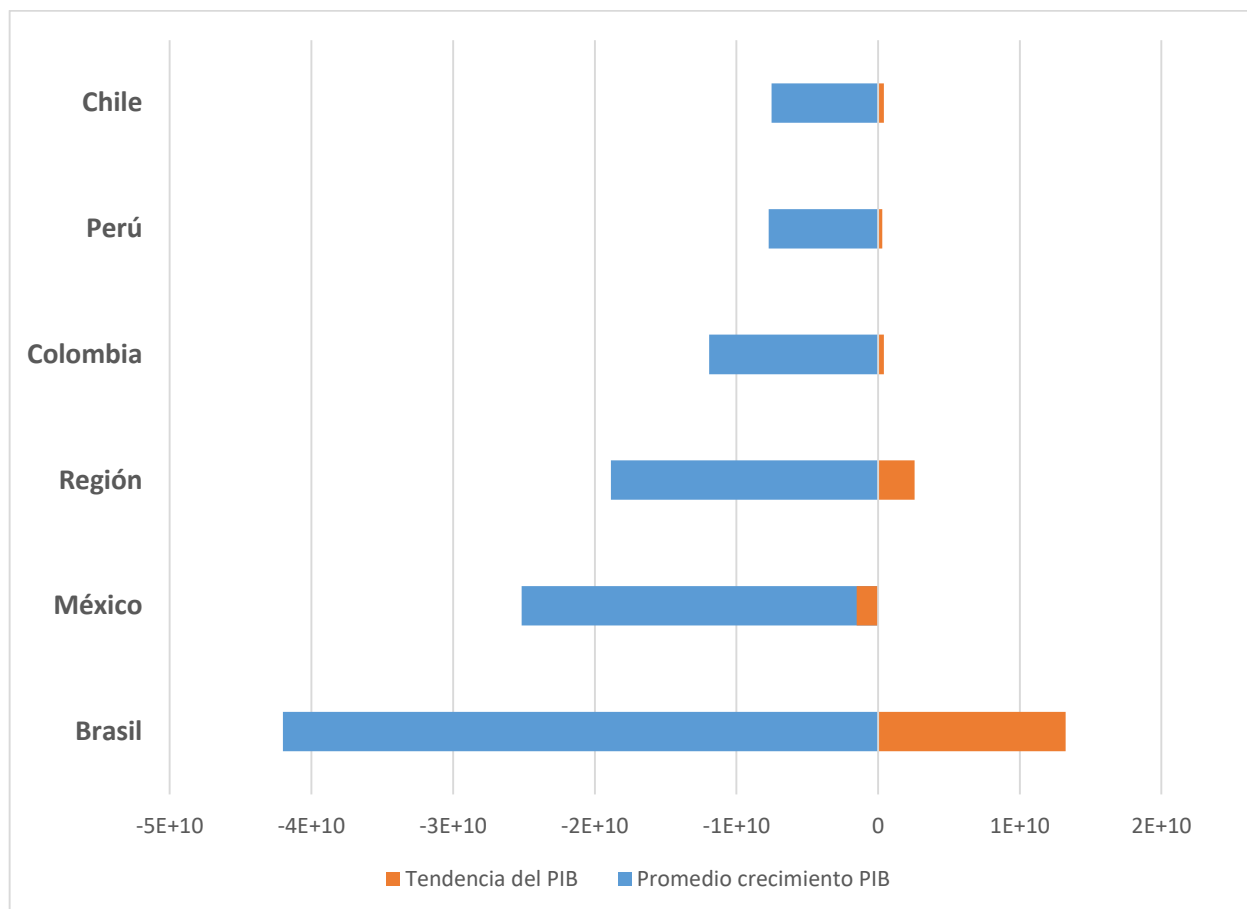


En este gráfico se observa una relación inversa entre el crecimiento del PIB de las EME y las Entradas Netas de Capital, a su vez se ve que entre los años 2008 y 2009 la tasa de crecimiento del PIB de las EME tuvo una importante desaceleración, esto puede deberse a la crisis financiera que se originó en el 2007. A partir del 2011 la tasa de crecimiento del PIB de las EME comenzó a aumentar a pesar de que es negativa. Por lo tanto, se observa que los países EME de Latinoamérica están desacelerando el crecimiento del PIB.

Por otro lado, las Entradas Netas de Capital de las EME tuvieron un comportamiento alcista hasta el año 2014 y luego cambió su tendencia; con este gráfico

observamos que las Entradas Netas y el crecimiento del PIB tienen una correlación negativa de -0.304 y su comportamiento es inverso pero la correlación no es significativa.

Gráfico 3. Promedio del Crecimiento y Tendencia del PIB de las EME por país



Con este gráfico podemos concluir que en las EME de Latinoamérica a pesar de que la tasa de crecimiento del PIB sea negativa, es decir se está desacelerando, la tendencia es alcista. La única excepción es México ya que la tasa de crecimiento se está desacelerando y la tendencia es negativa. Según datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía la inversión fija bruta como porcentaje del PIB en México han decrecido en gran cantidad lo que ha llegado a causar que el PIB potencial también caiga provocando una tendencia bajista a largo plazo.

CAPITULO IV

ANALISIS DE RESULTADOS

4.1 Estimación del modelo

4.1.1 Entrada Bruta de Capital como Porcentaje del PIB

El modelo se estimó por el método de corrección de los errores estándar en los paneles (PCSE), controlando la heterogeneidad no observable con efectos fijos en los países ya que presentó problemas de heterocedasticidad en las perturbaciones (para tabla ver Anexos).

La ecuación del modelo está dada por:

$$\begin{aligned} EBCP = \alpha + \mu_i + \alpha_1 EBCP_{i,t-1} + \beta_1 LT_t + \beta_2 VIX_t + \beta_3 DPIBUSAt + \gamma_1 DPIBEME_{i,t} \\ + \gamma_2 ICI_{i,t} + \gamma_3 TI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Una vez estimado el modelo, se obtuvieron los resultados presentados en la TABLA 3 .

Tabla 3. Modelo EBCP

Variables	EBCP
L_EBCP	0.3390**
<u>Variables Globales:</u>	
LT	-0.5907*
VIX	0.0606
DPIBUSA	1.92e-12
<u>Variables Domésticas:</u>	
DPIBEME	1.00e-11*
ICI	3.0691***
TI	-0.1237*
_CONS	4.0004
R2	0.6518

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Elaboración Propia

Con estos resultados (para tabla en detalle ver Anexos), podemos afirmar que:

$\hat{\beta}_1 = -0.5907$ subíndice de LT en el modelo. Por cada 1% que aumente el rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años de Estados Unidos, las Entradas Brutas de Capital como porcentaje del PIB disminuyen en promedio 0.5907%

$\hat{\beta}_2 = 0.6060$ subíndice del VIX. Por cada unidad que aumente el “CBOE Volatility Index” (VIX), las Entradas Brutas de Capital como porcentaje del PIB aumentan en promedio 0.6060% aunque cabe destacar que el impacto de esta variable no es significativo

$\hat{\beta}_3 = 1.92e^{-12}$ subíndice del DPIBUSA. Por cada billón de dólar que aumente el crecimiento del PIB de Estados Unidos en términos reales, las Entradas Brutas de Capital como porcentaje del PIB aumentan en promedio 1.92% aunque cabe destacar que el impacto de esta variable no es significativo

$\hat{\gamma}_1 = 1.00e^{-11}$ subíndice de DPIBEME. Por cada billón de dólar que aumente el crecimiento del PIB de las Economías Emergentes de Latinoamérica en términos reales, las Entradas Brutas de Capital como porcentaje del PIB aumentan en promedio 10%

$\hat{\gamma}_2 = 3.0691$ subíndice de ICI. Por cada unidad que aumente el Índice de Calidad Institucional de las Economías Emergentes de Latinoamérica, las Entradas Brutas de Capital como porcentaje del PIB aumentan en promedio 3.0691%

$\hat{\gamma}_3 = -0.1237$ subíndice de TI. Por cada 1% que aumente la Tasa de Interés de depósito doméstica de las Economías Emergentes de Latinoamérica, las Entradas Brutas de Capital como porcentaje del PIB disminuyen en promedio 0.1237%

Como el R^2 es de 0.6518 esto quiere decir que las variables independientes que participan en el modelo, explican en un 65.18% a las Entradas Brutas de Capital como porcentaje del PIB

En resumen, podemos decir que los resultados son ampliamente consistentes con la reciente literatura sobre cómo los factores globales y domésticos están asociados con las entradas de capital (Fratzscher, 2012; World Bank, 2014; y Powell, 2014). Por el lado de los factores globales la tasa de interés de Estados Unidos a 10 años tiene el coeficiente negativo, es decir una tasa más alta está asociada con menores niveles de entradas brutas de capital a las EMEs de Latinoamérica, y es la única estadísticamente significativa. Por otro lado, la aversión al riesgo internacional, dada por el índice VIX y el crecimiento económico de los Estados Unidos, tienen una relación positiva con las entradas brutas de capital, aunque no son estadísticamente significativos.

En cuanto a los factores domésticos, estos están aún más asociados con las entradas brutas de capital hacia las EMEs de Latinoamérica. Tanto el crecimiento económico doméstico como la calidad institucional tienen una relación positiva y son estadísticamente significativos. Por el lado del crecimiento del PIB doméstico esto quiere decir que mientras mayores niveles de crecimiento experimenta el país, mayores serán los niveles de capital que entrarán en forma de inversión directa e inversión de cartera. Y por el lado del Índice de calidad institucional la relación se puede explicar en que mientras más confiables y estables sean las instituciones en el país mayores serán las entradas brutas de capital. En cuanto a la tasa de interés doméstica está relacionada negativamente con las entradas de capital brutas y es estadísticamente significativa. Como menciona Luis Lozano, Ligia Melo-Becerra y Jorge Ramos en su artículo de investigación “La Política Fiscal frente a los flujos de capital: Evidencia de algunos países de Latinoamérica” Esto podría deberse a una función de reacción por parte de los Bancos Centrales de cada país, ya que se ha evidenciado que las entradas de capital masivas si bien pueden tener muchos beneficios para financiar el desarrollo de los países también pueden tener riesgos especialmente macroeconómicos y financieros. Existen efectos negativos que podrían

generarse como por ejemplo la apreciación del tipo de cambio debido al masivo ingreso de divisas del exterior lo que podría generar una pérdida de competitividad en el comercio del país. Otro factor negativo podría ser que se descontrole la inflación en el país, es por esto que las autoridades económicas aplican diferentes políticas fiscales o monetarias de manera de contrarrestar estos efectos. De esta manera la relación negativa que guardan la tasa de interés y las entradas brutas de capital en el modelo puede deberse a que los bancos centrales disminuyen sus tasas de interés como una respuesta a las entradas masivas de capital.

4.1.2 Salida Bruta de Capital como Porcentaje del PIB

El modelo se estimó por el método de corrección de los errores estándar en los paneles (PCSE), controlando la heterogeneidad no observable con efectos fijos en los países ya que presentó problemas de autocorrelación serial y heterocedasticidad en las perturbaciones (para tabla ver Anexos)

La ecuación del modelo está dada por:

$$\begin{aligned} \text{SBCP} = & \alpha + \mu_i + \alpha_1 \text{SBCP}_{i,t-1} + \beta_1 \text{LT}_t + \beta_2 \text{VIX}_t + \beta_3 \text{DPIBUS}_t + \gamma_1 \text{DPIBEME}_{i,t} \\ & + \gamma_2 \text{ICI}_{i,t} + \gamma_3 \text{TI}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Una vez estimado el modelo, se obtuvieron los resultados presentados en la TABLA 4.

Tabla 4. Modelo SBCP

Variables	SBCP
L_SBCP	0.1850
<u>Variables Globales:</u>	
LT	0.2591
VIX	-0.0017
DPIBUS	-8.69e-13
<u>Variables Domésticas:</u>	

DPIBEME	-7.21e-12*
ICI	4.8084***
TI	-0.1375***
_CONS	1.9266
R2	0.8725

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Elaboración Propia

Con estos resultados (para tabla en detalle ver Anexos), podemos afirmar que:

$\hat{\beta}_1 = 0.2591$ subíndice de LT en el modelo. Por cada 1% que aumente el rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años de Estados Unidos, las Salidas Brutas de Capital como porcentaje del PIB aumentan en promedio 0.2591% a pesar de que el impacto de esta variable no es significativo.

$\hat{\beta}_2 = -0.0017$ subíndice del VIX. Por cada unidad que aumente el “CBOE Volatility Index” (VIX), las Salidas Brutas de Capital como porcentaje del PIB disminuyen en promedio 0.0017% aunque cabe destacar que el impacto de esta variable no es significativo.

$\hat{\beta}_3 = -8.69e^{-13}$ subíndice del DPIBUSA. Por cada billón de dólar que aumente el crecimiento del PIB de Estados Unidos en términos reales, las Salidas Brutas de Capital como porcentaje del PIB disminuye en promedio 0.869% aunque cabe destacar que el impacto de esta variable no es significativo

$\hat{\gamma}_1 = -7.21e^{-12}$ subíndice de DPIBEME. Por cada billón de dólar que aumente el crecimiento del PIB de las Economías Emergentes de Latinoamérica en términos reales, las Salidas Brutas de Capital como porcentaje del PIB disminuyen en promedio 7.21%

$\hat{\gamma}_2 = 4.8084$ subíndice de ICI. Por cada unidad que aumente el Índice de Calidad Institucional de las Economías Emergentes de Latinoamérica, las Salidas Brutas de Capital como porcentaje del PIB aumentan en promedio 4.8084%

$\hat{\gamma}_3 = -0.1375$ subíndice de TI. Por cada 1% que aumente la Tasa de Interés de depósito doméstica de las Economías Emergentes de Latinoamérica, las Salidas Brutas de Capital como porcentaje del PIB disminuyen en promedio 0.1375%

Como el R^2 es de 0.8725 esto quiere decir que las variables independientes que participan en el modelo, explican en un 87.25% a las Salidas Brutas de Capital como porcentaje del PIB.

Al analizar este modelo se observa que solo los factores domésticos guardan relación significativa con las salidas brutas de capital. Tanto el crecimiento del PIB de las EME y las tasas de interés domésticas guardan una relación negativa con la variable dependiente; para el crecimiento del PIB, a mayor tasa de crecimiento del PIB menor serán las salidas brutas de capital en las EME.

Los resultados del modelo sugieren que una caída en la tasa de crecimiento del PIB de las EME ha sido un importante motor de las salidas brutas de capital en los últimos años. Según el Banco Central Europeo desde el 2010 el crecimiento del PIB de las EME ha tenido tendencia a la baja, impulsada tanto por un deterioro del entorno doméstico como por el externo. Además, el bajo crecimiento o las recesiones en algunas EME podrían haber reforzado las salidas brutas de capital. Se conoce que el diferencial de crecimiento trimestral promedio en las EME disminuyó de 1,2 puntos porcentuales en el

período anterior a la crisis (2001-07) a 0,9 puntos porcentuales en 2010-15 y hasta 0,7 puntos porcentuales en los últimos dos años. Por otro lado, en el trabajo de investigación de “ El Papel de la Inversión en el Crecimiento Económico” escrito por Nicolás Martínez y Juan José Martínez, se evidencia que mientras mayores sean las tasas de crecimiento de los países mayor será la relación inversión/PIB, esto nos dice que cuando el crecimiento económico del país es más acelerado los agentes económicos tendrán mayores incentivos para invertir su capital en la economía local, pues hay confianza en que se generaran los retornos esperados. También, según un informe de la comisión económica para América latina (CEPAL), se estudió la dependencia entre el crecimiento económico y la inversión, los autores indican que para un numero relevantes de países latinoamericanos, cambios en la tasa de variación del PIB preceden a los cambios en el coeficiente de inversión, incluida la interna

Al analizar la otra variable local, la tasa de interés, mientras mayor sea esta las salidas brutas de capital serán menores. Esto se debe a que la tasa de interés es un factor que determina que tan “atractiva” es la economía de un país ante los inversores tanto locales como extranjeros, por esto, si la tasa de interés es mayor, los inversores domésticos tenderán a invertir en el país ya que les genera mayores beneficios que invertir en el exterior y así las salidas brutas de capital disminuyen.

Esto se ve respaldado en el trabajo de Cervo, Ana María (1985) "Determinantes de la Tasa de Interés “donde menciona que las tasas de interés reales positivas pueden reducir considerablemente las salidas de capital. Según la autora si la tasa de interés interna corregida según la depreciación prevista de la moneda local resulta más elevada que la tasa de interés del mercado externo, esto podría generar una entrada neta de capital privado a la economía doméstica.

Por último, la relación entre las salidas brutas de capital y el Índice de Calidad Institucional es positiva por lo que ambos se mueven en el mismo sentido. Esto quiere que decir que al aumentar el índice de Calidad Institucional las salidas brutas de capital

también lo harán. Como se explica en el trabajo de Alonso, Irma (2016) “Los determinantes institucionales de los flujos de capital”: un aumento del índice se refleja en una mejora en las instituciones del país y así en su gobernanza y esto favorece el ahorro en el exterior. Explican que un marco institucional sólido genera un entorno adecuado de negocios que incentiva la inversión en el exterior para empresas nacionales con crecimiento.

4.1.3 Entradas Netas de Capital como Porcentaje del PIB

El modelo se estimó por el método de corrección de los errores estándar en los paneles (PCSE), controlando la heterogeneidad no observable con efectos fijos en los países ya que presentó problemas de autocorrelación serial y heterocedasticidad en las perturbaciones (para tabla ver Anexos)

La ecuación del modelo está dada por:

$$\begin{aligned} ENCP = & \alpha + \mu_i + \alpha_1 ENCP_{i,t-1} + \beta_1 LT_t + \beta_2 VIX_t + \beta_3 DPIBUSAt + \gamma_1 DPIBEME_{i,t} \\ & + \gamma_2 ICI_{i,t} + \gamma_3 TI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Una vez estimado el modelo, se obtuvieron los resultados presentados en la TABLA 5.

Tabla 5. Modelo ENCP

Variables	ENCP
L_ENCP	0.0224
<u>Variables Globales:</u>	
LT	-1.3213***
VIX	0.4655
DPIBUSA	2.71e-12
<u>Variables Domésticas:</u>	
DPIBEME	1.76e-11***
ICI	-1.3274**
TI	-0.0197
_CONS	5.4344
R2	0.5535

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Elaboración Propia

Con estos resultados (para tabla en detalle ver Anexos), podemos afirmar que:

$\hat{\beta}_1 = -1.3213$ subíndice de LT en el modelo. Por cada 1% que aumente el rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años de Estados Unidos, las Entradas Netas de Capital como porcentaje del PIB disminuyen en promedio 1.32% y es la única variable Global que es significativa.

$\hat{\beta}_2 = 0.4655$ subíndice del VIX. Por cada unidad que aumente el “CBOE Volatility Index” (VIX), las Salidas Brutas de Capital como porcentaje del PIB aumenta en promedio 0.4655% aunque cabe destacar que el impacto de esta variable no es significativo.

$\hat{\beta}_3 = 2.71e^{-12}$ subíndice del DPIBUSA. Por cada billón de dólar que aumente el crecimiento del PIB de Estados Unidos en términos reales, las Entradas Netas de Capital como porcentaje del PIB aumenta en promedio 2.71% aunque cabe destacar que el impacto de esta variable no es significativo.

$\hat{\gamma}_1 = 1.76e^{-11}$ subíndice de DPIBEME. Por cada billón de dólar que aumente el crecimiento del PIB de las Economías Emergentes de Latinoamérica en términos reales, las Entradas Netas de Capital como porcentaje del PIB aumentan en promedio 17.6%

$\hat{\gamma}_2 = -1.3274$ subíndice de ICI. Por cada unidad que aumente el Índice de Calidad Institucional de las Economías Emergentes de Latinoamérica, las Entradas Netas de Capital como porcentaje del PIB disminuyen en promedio 1.3274%

$\hat{\gamma}_3 = -0.0197$ subíndice de TI. Por cada 1% que aumente la Tasa de Interés de depósito doméstica de las Economías Emergentes de Latinoamérica, las Entradas Netas de Capital como porcentaje del PIB disminuyen en promedio 0.0197% aunque esta variable no es significativa en el modelo.

Como el R^2 es de 0.5535 esto quiere decir que las variables independientes que participan en el modelo, explican en un 55.35% a las Entradas Netas de Capital como porcentaje del PIB.

En este modelo el Rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años de los Estados Unidos es significativo y su coeficiente es negativo por lo que, al aumentar este rendimiento, las entradas netas de capital (relación entre entradas y salidas brutas de capital) disminuyen. De acuerdo al informe del Fondo Monetario Internacional: “Cómo las tasas de interés de Estados Unidos afectan a los mercados financieros de las economías emergentes” escrito por Klemm, Alexander; Meier, Andre y Sosa, Sebastián se plantea que a pesar de que los rendimientos de las letras del Tesoro de Estados Unidos a 10 años tienen impacto negativo hacia las entradas netas de capital al igual que hacia las entradas brutas, el impacto es menor lo que refleja el rol estabilizador que tienen los residentes.

En cuanto al crecimiento de las economías emergentes de Latinoamérica existe una relación positiva con las entradas netas de capital. Es decir que cuando la tasa de crecimiento económico aumenta, los flujos netos de capital también aumentaran. Esto también se ve evidenciado en el trabajo de Nicolás Martínez y Juan José Martínez mencionado en la sección de salidas de capital brutas, donde se menciona que un incremento de la tasa de crecimiento económico estimulara la inversión tanto local como extranjera. Además de que disminuirán las salidas de capital brutas como ya se mencionó anteriormente.

El Índice de calidad institucional es significativo y tiene una relación negativa con las entradas netas de capital. La razón de esto es que cuando el nivel del índice es mayor la magnitud de las salidas brutas de capital es mayor a las entradas y al ser una diferencia de estas dos el resultado es negativo.

CAPITULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Se sabe que ha existido un aumento de flujos de capital a las EME de América Latina desde el 2005 y esta tendencia se profundizó luego de la crisis financiera internacional de 2007-2008. En este contexto, es relevante comprender los factores que en los últimos años han sido la causa de este aumento.

Como sabemos la Reserva Federal de Estados Unidos luego de la crisis del 2007-2008 inició un proceso de normalización de la política monetaria y se evidencia que esto tuvo un impacto significativo en los flujos de capital de las EME. Al evaluar cómo afectan las variables locales vs las globales en los 3 modelos que realizamos, observamos que el rendimiento de las letras del tesoro a 10 años de Estados Unidos fue la única variable global que es significativa para los flujos de capital de las EME de Latinoamérica, tanto para entradas brutas como para entradas netas mientras que las otras variables globales no fueron significativas. El estudio encontró evidencia que sugiere que las entradas brutas de capital a las EME y las entradas netas siguen un ciclo global relacionado con las tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos. Por el contrario, no encontramos evidencia que sugiera que, en nuestro período de análisis, el crecimiento del PIB de Estados Unidos o el Índice de Volatilidad del Mercado de Valores de Estados Unidos (VIX) sean impulsores de los flujos de las EME de Latinoamérica. Por otro lado, las salidas brutas de capital parecen estar asociadas principalmente con factores domésticos y no con factores globales.

Al analizar las variables locales, observamos que el Índice de Calidad Institucional ha tenido un papel importante en las entradas y salidas brutas de capital al igual que el crecimiento del PIB y la tasa de interés doméstica. Mientras que las entradas netas siguen

un ciclo local relacionado únicamente con el crecimiento del PIB de las EME y el Índice de Calidad Institucional.

Estos resultados son particularmente relevantes en la actualidad económica donde el último programa QE en Estados Unidos ha finalizado y donde la Reserva Federal inició la normalización de su monetaria política de recaudación de fondos federales en diciembre de 2015. Se espera que el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos generará una reasignación de recursos, alentando los flujos de capital a los Estados Unidos. Si este proceso también se produce en medio de una mayor volatilidad del mercado, las salidas de capital de las EMEs podrían exacerbarse debido a la sensibilidad de los flujos de capital a la volatilidad implícita en los mercados financieros.

La amplia liquidez originada principalmente en los países desarrollados, junto con las mejores perspectivas de crecimiento de las EMEs, habían acelerado los flujos de capitales hacia éstas. Estos flujos representan un factor importante para la dinámica macroeconómica y financiera de una economía abierta.

También vale la pena señalar que la normalización de la política monetaria de EE.UU. tiene lugar en un entorno donde el crecimiento de Estados Unidos está ganando fuerza, mientras que las perspectivas de crecimiento para las EMEs son menos optimistas lo que se debe en gran parte al retroceso en la inversiones extranjeras en el sector de recursos naturales por un menor atractivo en los precios de los commodities, lo que podría ser un factor importante a la hora de explicar la reducción en los flujos de capital que ha tenido la región desde el 2014. Hay que destacar entonces que el aumento de las tasas de interés de Estados Unidos ha sido lento, por lo que no se ha visto un impacto significativo en el decrecimiento de las entradas de capital a causa de esto. Sin embargo, se espera que la Reserva Federal continúe con el aumento de la tasa de interés, lo que podría llegar a causar un impacto mayor en los flujos de capital hacia las EMEs en un futuro no tan lejano.

Las EMEs se enfrentan a una transición de un escenario con tasa de interés de Estados Unidos más bajas de la historia, a uno donde la normalización de la política

monetaria ha producido que las tasa aumenten. En este proceso podría presentarse un ajuste en las entradas de capitales hacia las EMEs específicamente las de portafolio, que podría afectar la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por esto, recomendamos que se genere un marco macroeconómico sólido a través de la mejora en la calidad de las instituciones, establecer un tipo de cambio flexible, mejora de la productividad de los países apostando a la formación de talento humano y a la innovación con el fin de que se generen mejores expectativas de crecimiento económico y así mayores incentivos para los inversores.

A pesar de que la Reserva Federal de Estados Unidos continúa con el proceso de normalización de la política monetaria de manera gradual, no podemos descartar la posibilidad de que ocurra un nuevo período de volatilidad financiera donde las entradas de capitales masivas puedan causar choques externos que presenten riesgos para la estabilidad financiera, tal como una apreciación no deseada de su moneda, burbujas especulativas o la posibilidad de salidas de capitales disruptivas si las condiciones actuales cambiaran de manera abrupta. Por esto, recomendamos que las EMEs fortalezcan sus fundamentos macroeconómicos a través de una mejora en la disciplina fiscal, incremento en la flexibilidad del tipo de cambio, que exista una política enfocada en la estabilidad de precios, mantener un nivel de reservas internacionales que aseguren un mayor nivel de confianza y reforzar la supervisión de la salud financiera de los participantes en los mercados, incluyendo la calidad, transparencia y periodicidad de la información de las empresas emisoras, en particular sobre el uso de instrumentos financieros derivados, riesgo cambiario en que incurren.

También se recomienda establecer regulaciones a las entradas de capital de manera que se tenga un control del destino de estas ya que al dejar que la inversión extranjera actúe de manera totalmente libre, esto hará a que se orienten únicamente a los sectores más rentistas estimulando la dependencia de la economía a dicho sector. Cabe destacar que según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe entre el 2001 y el 2016 se han repatriado el 50,5% de las entradas brutas de capital lo que evidencia que

no se han llevado a cabo regulaciones por parte de los gobiernos que permitan que estas estimulen el crecimiento económico de forma más efectiva.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Adler G., M. L. Djigbenou, and S. Sosa, (2014), “*Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?*” IMF Working Paper. Disponible en: <http://www.cemla.org/red/cbrn-xix-papers/cbrn-xix-papers-00023.pdf>
- Alonso, I. (2016) “*Los determinantes institucionales de los flujos de capital*” Disponible en el Boletín económico del Banco de España
- Banco de la República Colombia (2018) Estadísticas. Disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/-estadisticas>
- Banco de la República Colombia (2016) “*Informe de Gestión 2005-2016*” Disponible en: http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/informe-gestion-2005-2016.pdf
- Banco Central Europeo (2016) Economic Bulletin, Issue 5 “*Box 1 Recent developments in capital flows to emerging market economies*”. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201605_focus01.en.pdf?f932e100b1dfe7b3a9097cf8dbdccc297
- Banco Central de Chile (2018) Memorias Anuales. Disponible en: <http://www.bcentral.cl/web/guest/publicaciones?cat1=33269&cat2=33265&cat3=33259>
- Banco Central de México (2017) Estadísticas. Disponible en: <http://www.anterior.banxico.org.mx/estadisticas/index.html>

- Banco Central de México (2018) Informes anuales economía. Disponible en: <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-anuales/informes-anuales-economia-ban.html>
- Banco Central de Reserva del Perú (2018). Memoria Disponible en: <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/memoria-anual.html>
- Banco Mundial. (2018) “Gobernabilidad” Disponible en: <http://www.bancomundial.org/es/topic/gobernabilidad>
- Casilda Bejar, D. (2015) “*Brasil 2015; Año Peligroso*” Artículo publicado por el Diario el País. Disponible en: https://elpais.com/economia/2015/07/13/actualidad/1436806214_543406.html
- CBOE Global Markets “*What is VIX Index*” Disponible en: <http://www.cboe.com/vix>
- Comisión económica para América Latina y el Caribe (2018) Informes anuales. Disponible en: <https://www.cepal.org/es/publicaciones/tipo/informes-anuales>
- Cubeddu, L. M. y Iakova, D. M. (2014) “*América Latina: Nuevos desafíos para el crecimiento y la estabilidad*”
- Erce A. y Gutiérrez S. (2011) “*El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis*”. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/11/Feb/Fich/art6.pdf>
- Fratzscher, M. (2012), “*Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis*”, Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1364.pdf?5ab35e7293dd93524b1a4a5ad6dc3888>

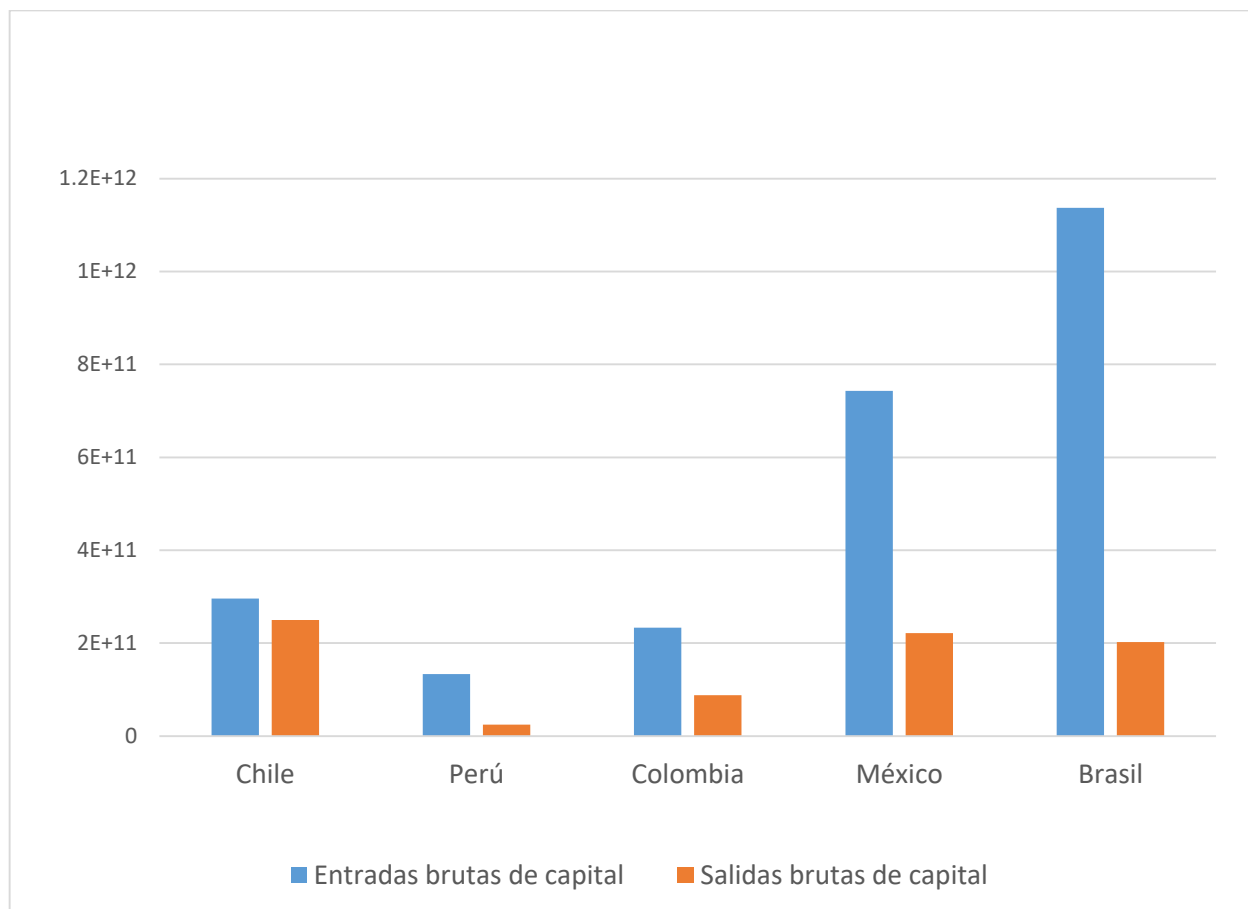
- Kaufmann, K. and Mastruzzi (2010). “*The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues*”. The World Bank. Disponible en: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#doc>
- Klemm, A.; Meier, A. y Sosa, S. (2014) FMI “*Cómo las tasas de interés de Estados Unidos afectan a los mercados financieros de las economías emergentes*” Disponible en: <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=3879>
- Krugman, P. R. and Obsfeld, M. (2006), “*Economía Internacional y Teoría Política*”
- Lozano, L.; Melo-Becerra, L. y Ramos, J. (2016) “*La Política Fiscal frente a los flujos de capital: Evidencia de algunos países de Latinoamérica*”. Disponible en: <http://www.scielo.org.co/pdf/cenes/v35n62/v35n62a03.pdf>
- McGraw-Hill Madrid, (2006), “*Economía Internacional. Globalización e integración regional*”.
- Navarro, F. y Oglietti G. (2017) “*Análisis de la Inversión extranjera directa en America Latina 1990-2016*”. Artículo publicado por el CELAG. Disponible en: www.celag.org
- Olaberría, E. (2014), “*US Long Term Interest Rates and Capital Flows to Emerging Economies*” Disponible en: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5jz0wh67l733-en.pdf?expires=1531758550&id=id&accname=guest&checksum=A63BB56EDAA9E7BEC262846548E3CC2F>
- Powell, A. (2014), “*La recuperación global y la normalización monetaria ¿cómo evitar una crónica anunciada*”. Disponible en: <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/6417/La+recuperaci%F3n+global+y+la+normalizaci%F3n+monetaria:c%F3mo+evitar+una+cr%F3nica+anunciada.pdf?sequence=2>

-Ramírez, C. and González, M. (2015) “*Have QE Programs Affected Capital Flows to Emerging Markets? A Regional Analysis*”. Disponible en: <http://www.cemla.org/PDF/ic/2017-05-jrp-ISMP-06.pdf>

- World Bank (2014), “*Capital flows and risks in developing countries*”, Global Economic Prospects. Disponible en: http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEParchives/GEP2014a/GEP2014a_chap3.pdf

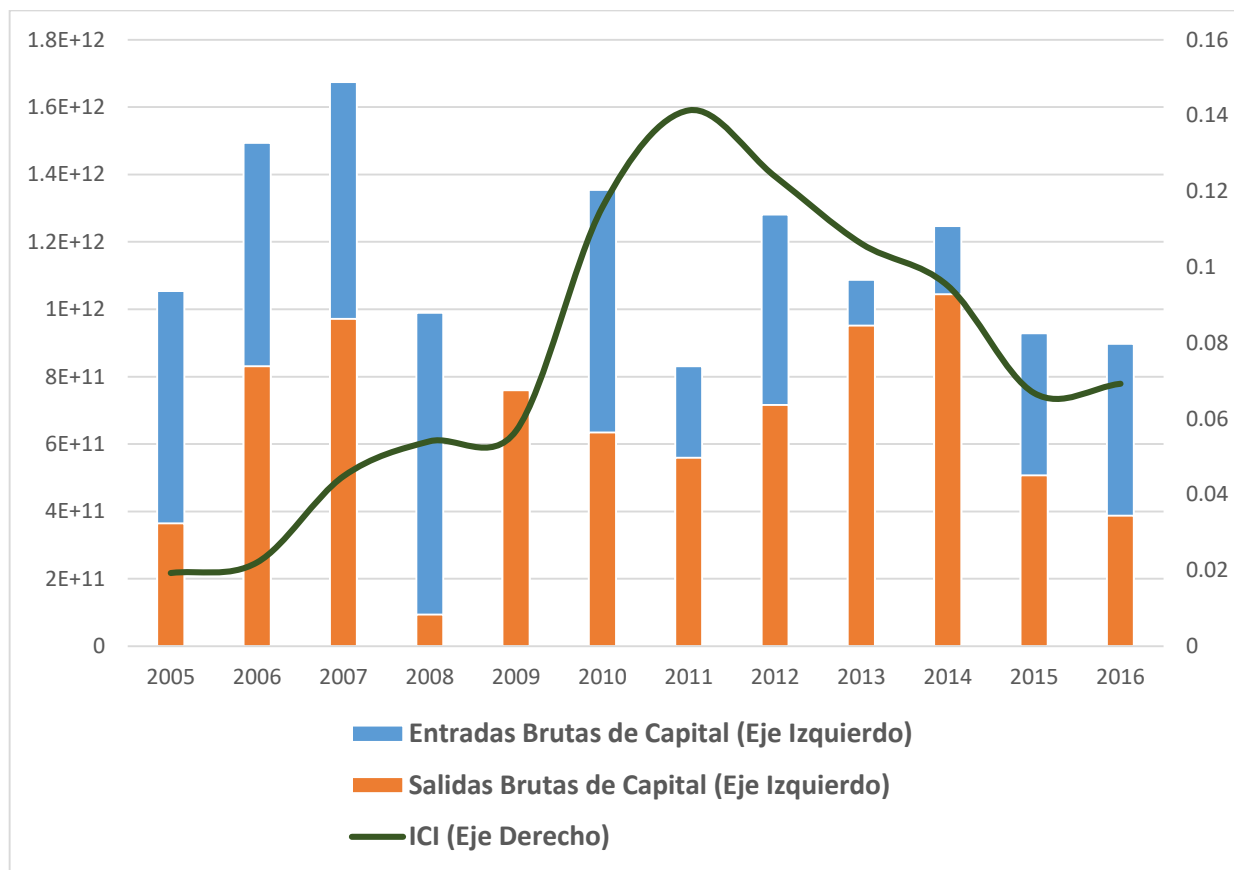
ANEXOS

Gráfico 4. Entradas y Salidas Brutas de Capital de las EME de Latinoamérica



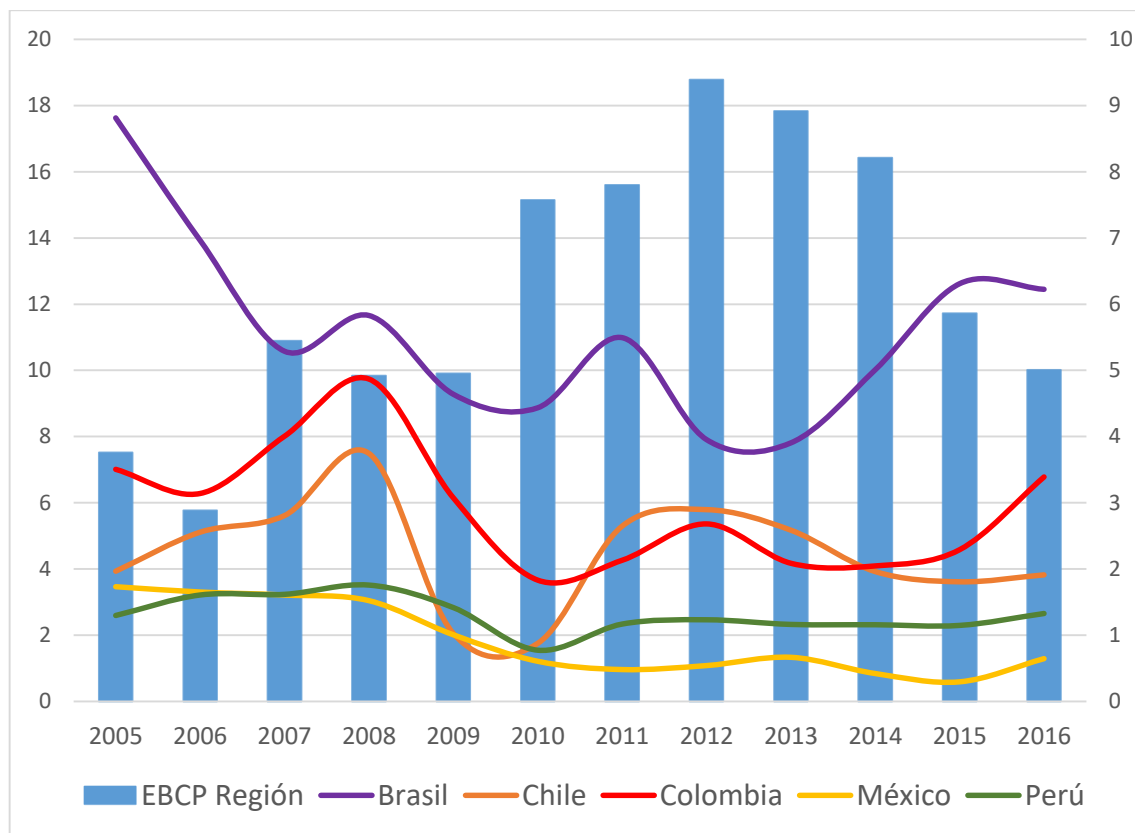
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5. Índice de Calidad Institucional y Flujos de Capital de las EME



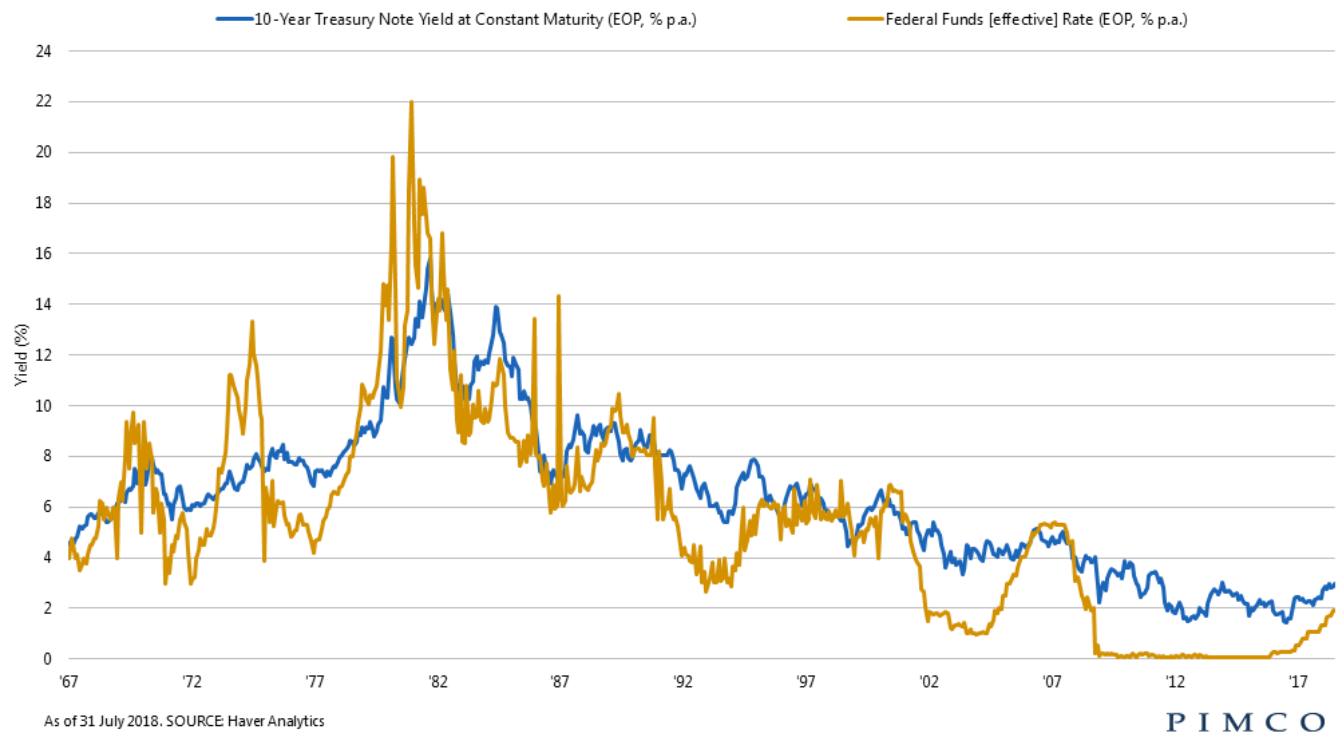
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 6. Relación entre la Tasa de Interés de las EME y las Entradas Brutas de Capital de la Región.



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 7. Tasa de la Reserva Federal y el rendimiento de las letras del tesoro a 10 años en Estados Unidos



Fuente: Haver analytics

Pruebas del Modelo de Entrada Bruta de Capital de las EME

Tabla 6. Prueba de autocorrelación serial EBCP

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,      4) =      3.588
      Prob > F =      0.1311
```

Tabla 7. Prueba de autocorrelación contemporánea EBCP

Correlation matrix of residuals:

	__e1	__e2	__e3	__e4	__e5
__e1	1.0000				
__e2	-0.3604	1.0000			
__e3	0.2355	0.3658	1.0000		
__e4	0.2864	0.3597	0.6066	1.0000	
__e5	0.3030	0.1005	-0.2252	0.4863	1.0000

```
Breusch-Pagan LM test of independence: chi2(10) = 14.164, Pr = 0.1656
Based on 10 complete observations
```

Tabla 8. Prueba de heteroscedasticidad EBCP

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

```
chi2 (5) = 70.47
Prob>chi2 = 0.0000
```

Tabla 9. Salida MODELO EBCP

```

Group variable:   País                      Number of obs   =          55
Time variable:   Año                        Number of groups =           5
Panels:          heteroskedastic (balanced) Obs per group:
Autocorrelation: no autocorrelation                min =          11
                                                    avg =          11
                                                    max =          11

Estimated covariances      =           5      R-squared        =       0.6518
Estimated autocorrelations =           0      Wald chi2(7)       =       78.82
Estimated coefficients     =          10      Prob > chi2       =       0.0000

```

EBCP	Het-corrected					[95% Conf. Interval]
	Coef.	Std. Err.	z	P> z		
L_EBCP	.3390446	.159013	2.13	0.033	.0273849	.6507044
LT	-.5907947	.3373173	-1.75	0.080	-1.251925	.070335
VIX	.0606045	.0699513	0.87	0.386	-.0764975	.1977066
DPIBUSA	1.92e-12	1.95e-12	0.99	0.324	-1.90e-12	5.74e-12
DPIBEME	1.00e-11	5.26e-12	1.90	0.057	-2.92e-13	2.03e-11
ICI	3.069145	.9573424	3.21	0.001	1.192789	4.945502
TI	-.1237013	.0641412	-1.93	0.054	-.2494157	.0020131
País						
Chile	0	(omitted)				
Colombia	1.556679	.6560372	2.37	0.018	.2708698	2.842488
México	0	(omitted)				
Perú	1.41422	.8605526	1.64	0.100	-.272432	3.100872
_cons	4.000473	2.482249	1.61	0.107	-.8646459	8.865593

Pruebas del Modelo de Salidas Brutas de Capital de las EME

Tabla 10. Prueba de autocorrelación serial

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F(1, 4) = 9.251
Prob > F = 0.0383

Tabla 11. Prueba de autocorrelación contemporánea

Correlation matrix of residuals:

	__e1	__e2	__e3	__e4	__e5
__e1	1.0000				
__e2	-0.3187	1.0000			
__e3	0.0948	-0.2519	1.0000		
__e4	-0.5799	0.4490	-0.0809	1.0000	
__e5	-0.2246	0.2791	0.2450	0.4128	1.0000

Breusch-Pagan LM test of independence: chi2(10) = 11.850, Pr = 0.2952
Based on 11 complete observations

Tabla 12. Prueba de heteroscedasticidad

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (5) = 58.55
Prob>chi2 = 0.0000

Tabla 13. Salida Modelo SBCP

Prais-Winsten regression, heteroskedastic panels corrected standard errors

```

Group variable:  País                      Number of obs   =      55
Time variable:  Año                      Number of groups =       5
Panels:         heteroskedastic (balanced)  Obs per group:
Autocorrelation: common AR(1)              min =      11
                                              avg =      11
                                              max =      11

Estimated covariances   =       5          R-squared       =    0.8725
Estimated autocorrelations =       1        Wald chi2(6)      =   163.10
Estimated coefficients   =       9          Prob > chi2       =    0.0000

```

SBCP	Het-corrected					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
L_SBCP	.1850356	.1826906	1.01	0.311	-.1730314	.5431025
LT	.2591838	.1967043	1.32	0.188	-.1263495	.6447171
VIX	-.0017658	.0532206	-0.03	0.974	-.1060762	.1025445
DPIBUSA	-8.69e-13	1.60e-12	-0.54	0.587	-4.01e-12	2.27e-12
DPIBEME	-7.21e-12	4.30e-12	-1.68	0.094	-1.56e-11	1.22e-12
ICI	4.80841	1.136181	4.23	0.000	2.581535	7.035285
TI	-.1375271	.052595	-2.61	0.009	-.2406115	-.0344427
País						
Chile	0	(omitted)				
Colombia	1.642582	.4498372	3.65	0.000	.7609175	2.524247
México	0	(omitted)				
Perú	0	(omitted)				
_cons	1.926683	1.531161	1.26	0.208	-1.074338	4.927704
rho	-.2375525					

Pruebas del Modelo de Entradas Netas de Capital de las EME

Tabla 14. Prueba de autocorrelación serial

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F(1, 4) = 14.616
Prob > F = 0.0187

Tabla 15. Prueba de autocorrelación contemporánea

Correlation matrix of residuals:

	__e1	__e2	__e3	__e4	__e5
__e1	1.0000				
__e2	-0.0982	1.0000			
__e3	0.2497	0.2873	1.0000		
__e4	-0.3886	0.6714	0.2817	1.0000	
__e5	-0.0520	-0.4173	-0.3331	0.0819	1.0000

Breusch-Pagan LM test of independence: $\chi^2(10) = 12.432$, Pr = 0.2572
Based on 11 complete observations

Tabla 16. Prueba de heteroscedasticidad

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

$\chi^2(5) = 19.28$
Prob> $\chi^2 = 0.0017$

Tabla 17. Salida Modelo ENCP

Prais-Winsten regression, heteroskedastic panels corrected standard errors

```

Group variable:  País                      Number of obs   =      55
Time variable:  Año                        Number of groups =       5
Panels:         heteroskedastic (balanced) Obs per group:
Autocorrelation: common AR(1)              min =      11
                                              avg  =      11
                                              max  =      11

Estimated covariances   =      5      R-squared       =    0.5535
Estimated autocorrelations =      1      Wald chi2(6)     =    41.86
Estimated coefficients   =      9      Prob > chi2      =    0.0000

```

ENCP	Het-corrected					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
L_ENCP	.0224687	.15207	0.15	0.883	-.275583	.3205204
LT	-1.321368	.3609521	-3.66	0.000	-2.028821	-.6139144
VIX	.0465528	.0709054	0.66	0.511	-.0924191	.1855248
DPIBUSA	2.71e-12	2.00e-12	1.36	0.175	-1.21e-12	6.63e-12
DPIBEME	1.76e-11	5.61e-12	3.14	0.002	6.65e-12	2.86e-11
ICI	-1.327406	.5643564	-2.35	0.019	-2.433524	-.2212875
TI	-.0197192	.0590148	-0.33	0.738	-.1353861	.0959476
País						
Chile	0	(omitted)				
Colombia	0	(omitted)				
México	0	(omitted)				
Perú	1.773501	.7823278	2.27	0.023	.2401669	3.306836
_cons	5.434463	2.53519	2.14	0.032	.4655811	10.40334
rho	-.1296813					