

América del Sur, recesión y después...

MARTÍN ABELES / SEBASTIÁN VALDECANTOS

Luego de la crisis internacional de 2008, América Latina enfrenta un aumento de la vulnerabilidad externa, real y financiera. Sin una discusión más profunda acerca de las distintas fuentes de esa vulnerabilidad externa –que incluya el replanteo del grado de apertura financiera–, los países de la región seguirán excesivamente expuestos a los ciclos de liquidez global, lo que dificultará alcanzar y, sobre todo sostener, un ritmo de crecimiento consistente con una agenda de cambio estructural progresivo.

En un contexto de fuerte incertidumbre en la economía mundial, se proyecta una nueva contracción económica de América Latina para 2016, explicada fundamentalmente por los países de América del Sur, que luego de contraerse 1,7% en 2015 caerán de nuevo 2,1% en 2016. Como se observa en la tabla de la página siguiente, ello no solo se debe a la fuerte contracción de Argentina, Brasil y Venezuela –que al representar cerca de 75% del PIB de

América del Sur ejercen una influencia decisiva en el desempeño agregado–, sino también a la desaceleración de los demás países de esta región, con la excepción de Perú.

Esa desaceleración comenzó a manifestarse en 2012 –con diferencias importantes entre países– y tendió a generalizarse en la segunda mitad de 2014, como consecuencia de la caída de los precios internacionales

Martín Abeles: es licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires (UBA) y doctor en Economía por la New School University (Nueva York). Es director de la Oficina de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) en Buenos Aires.

Sebastián Valdecantos: es licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires (UBA) y doctor en Economía por la Université Sorbonne Paris Cité. Se desempeña como economista de la Cepal.

Palabras claves: diversificación, materias primas, vulnerabilidad, América Latina.

Nota: este artículo se basa en el documento elaborado por los mismos autores: «Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe. Un análisis estructural», Serie Estudios y Perspectivas N° 47, Oficina de la Cepal en Buenos Aires, 2016. Las opiniones vertidas en el artículo son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Cepal.

Tabla

América del Sur: tasas de variación del PIB (en %)

País	2011	2012	2013	2014	2015	Proyección 2016
Argentina	6,1	-1,1	2,3	-2,6	2,4	-1,5
Bolivia	5,2	5,1	6,8	5,5	4,8	4,5
Brasil	3,9	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,5
Chile	5,8	5,5	4,0	1,8	2,1	1,6
Colombia	6,6	4,0	4,9	4,4	3,1	2,7
Ecuador	7,9	5,6	4,6	3,7	0,3	-2,5
Paraguay	4,3	-1,2	14,0	4,7	3,0	2,8
Perú	6,3	6,1	5,9	2,4	3,3	3,9
Uruguay	5,2	3,5	4,6	3,2	1,0	0,5
Venezuela	4,2	5,6	1,3	-3,9	-5,7	-8,0
Promedio	4,8	2,6	3,4	0,3	-1,7	-2,1

Fuente: Cepal: *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2016. La Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible y los desafíos del financiamiento para el desarrollo*, Cepal, julio 2016.

de los productos básicos. La reducción en el ritmo de crecimiento del comercio mundial en el mismo periodo y la incertidumbre financiera relacionada con el anunciado fin de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal de Estados Unidos (materializado en diciembre de 2015¹) indujeron un efecto contractivo adicional.

¿En qué medida puede revertirse esta situación? ¿Cuál es el margen de maniobra que tienen los gobiernos de la región para reactivar sus economías? Este artículo intenta responder estos interrogantes a partir del análisis del sector externo de los países de América del Sur, que desde nuestro punto de vista constituye el principal determinante del margen de maniobra contracíclico de los gobiernos en los países en desarrollo.

■ El «movimiento cíclico universal»

El peso de los factores externos en la dinámica del ciclo económico en las economías periféricas es un tema conocido en la región. Raúl Prebisch sostenía que existe un «movimiento cíclico universal» que se manifiesta de manera diferente en cada país en función de sus características estructurales e institucionales específicas². Según Prebisch, ese movimiento cíclico tiene su epicentro en los países desarrollados y se propaga hacia la

1. Desde diciembre de 2008, la Reserva Federal mantenía la tasa de interés de corto plazo virtualmente en 0%. En diciembre de 2015 decidió aumentarla a 0,25%.

2. R. Prebisch: «Memoria: Primera reunión de técnicos sobre problemas de banca central del continente americano», Banco de México, México, DF, 1946, pp. 25-26.

periferia a través del canal real, determinado por el tipo de especialización productiva, y por el canal financiero, cuya dinámica depende de los ciclos de liquidez internacional y del grado de apertura financiera de cada economía.

Frente a un contexto internacional menos favorable desde el punto de vista de la economía real y más incierto desde el punto de vista financiero, la perspectiva de reanudar un sendero de crecimiento en los países de la región depende en gran medida de su capacidad de impulsar las fuentes internas de expansión; es decir, de su capacidad para instrumentar políticas macroeconómicas contracíclicas (monetarias, fiscales) con efectividad. En un contexto periférico, esa capacidad depende de la situación –tanto real como financiera– del sector externo de cada economía, que es la que condiciona, en última instancia, el margen de maniobra contracíclico de los gobiernos.

La vulnerabilidad externa real depende de la especialización comercial de cada país. Un menor grado de diversificación productiva (como ocurre en los países de América del Sur debido a la concentración de sus exportaciones en pocos productos primarios) o un mayor grado de concentración exportadora en unos pocos socios comerciales (como ocurre en México, América Central y el Caribe en relación con el nivel de

actividad en Estados Unidos) implica un mayor grado de vulnerabilidad externa real. Una mayor diversificación productiva se corresponde, desde esta perspectiva, con una mayor diversificación de los riesgos.

La vulnerabilidad externa financiera depende, por su parte, del grado de endeudamiento externo de cada economía, que involucra no solo la emisión de deuda tradicional (un pasivo «financiero») sino también el *stock* de inversión extranjera directa (IED) radicado en cada país³. Ello se relaciona, en el primer caso, con el grado de apertura de la cuenta de capital y financiera de cada país, y en el segundo, con la política (marco regulatorio) referida a la radicación de capitales externos en la economía real (existencia o no de tratados bilaterales de inversión, etc.). Este análisis resulta, en realidad, bastante más complejo, pues existen nuevas formas de vulnerabilidad externa⁴, asociadas al acceso cada vez más frecuente de inversores extranjeros a instrumentos financieros de corto plazo y denominados en moneda local, que no llegan

3. Este tipo de inversión también implica un rendimiento determinado que compromete la disponibilidad de divisas en el tiempo, por lo que supone un efecto patrimonial semejante al de un instrumento de endeudamiento externo tradicional.

4. Ver Annina Kaltenbrunner y Juan Pablo Painceira: «Developing Countries Changing Nature of Financial Integration and New Forms of External Vulnerability: The Brazilian Experience» en *Cambridge Journal of Economics* vol. 39 N° 6, 2015, pp. 1281-1306.

a apreciarse en los indicadores tradicionales de apalancamiento externo utilizados a continuación.

■ Una aproximación gráfica

Para evaluar el grado de vulnerabilidad externa de los países de América del Sur, elaboramos dos indicadores, uno real y otro financiero. El primero procura identificar el grado de especialización productiva o comercial de cada economía en un número reducido de actividades/productos. Se construye como el ratio entre las exportaciones de bienes primarios y los ingresos de divisas totales registrados en la cuenta corriente de la balanza de pagos⁵. Cuanto más elevado ese cociente, mayor la vulnerabilidad externa real.

El segundo apunta a identificar el grado de apalancamiento externo (neto de reservas internacionales) de cada economía. Se construye como el ratio entre la suma del endeudamiento de corto y largo plazo⁶ –neto de las reservas internacionales– y el PIB. A igualdad de otras condiciones, este indicador crece con el incremento del endeudamiento externo, sea de corto plazo (aumento de las inversiones financieras provenientes del exterior) o de largo plazo (aumento de la IED), y disminuye con el aumento del *stock* de reservas internacionales. Cuanto más elevado este indicador, mayor la vulnerabilidad externa financiera, pues implica una

mayor exposición a reversiones repentinas en el ciclo financiero internacional.

El gráfico de la página siguiente muestra la evolución de estos dos indicadores entre el periodo 2005-2007 (referencia al movimiento cíclico alcista anterior a la crisis financiera internacional de 2008-2009) y el periodo 2013-2015 (referencia a la situación posterior). En el eje horizontal se representa el indicador de vulnerabilidad externa real y en el eje vertical, el de vulnerabilidad externa financiera. Mientras más alejado del origen esté cada país en cada uno de los ejes, mayor será su vulnerabilidad externa. En términos dinámicos, un país será más vulnerable entre un periodo y el otro cuanto más se haya desplazado hacia arriba y hacia a la derecha en el gráfico, y viceversa.

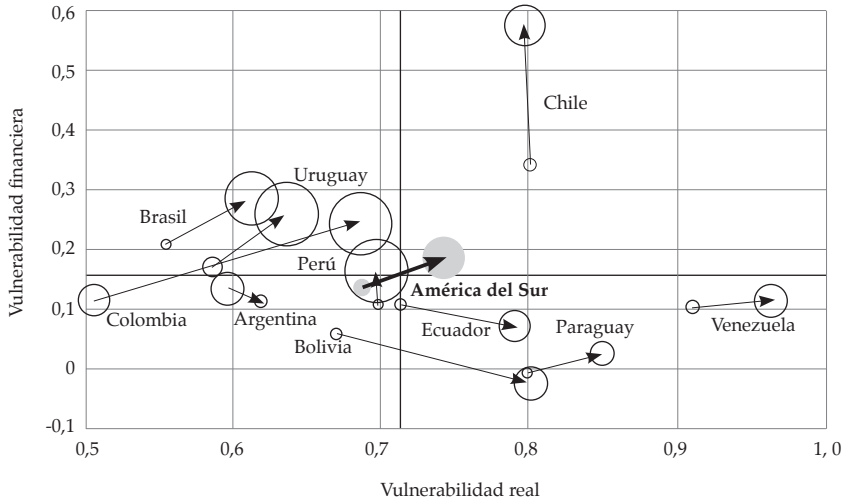
El análisis de la evolución de los indicadores de vulnerabilidad externa real y financiera en el tiempo puede combinarse con el de una variable adicional de índole más coyuntural: el resultado de la cuenta corriente, una medida de las necesidades de

5. Estos incluyen, además de los ingresos por exportaciones de bienes, los derivados de las exportaciones de servicios y, cuando corresponde, los ingresos por envíos de remesas desde el exterior.

6. El endeudamiento de corto plazo, típicamente asociado a inversiones de carácter especulativo, está compuesto fundamentalmente por acciones y bonos emitidos por el sector público o privado. El endeudamiento de largo plazo consiste mayormente en IED.

Gráfico

**América del Sur: vulnerabilidad externa, promedio 2005-2007
 contra 2013-2015**



Fuente: M. Abeles y S. Valdecantos: «Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe. Un análisis estructural», Serie Estudios y Perspectivas N° 47, Oficina de la Cepal en Buenos Aires, 2016.

financiamiento externo de corto plazo de una economía. En el gráfico, el resultado de la cuenta corriente está representado por el tamaño de cada círculo: mientras mayor sea la circunferencia, mayor el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y viceversa.

El gráfico permite apreciar a simple vista las características estructurales de las economías de América del Sur. Se observa, por ejemplo, que todos los países exhiben un grado elevado de vulnerabilidad externa real, en tanto que en todos ellos las

exportaciones de materias primas representan más de la mitad de los créditos de la cuenta corriente. Dentro de este panorama general, Argentina, Brasil, Uruguay y Colombia muestran un mayor grado de diversificación relativa que, por ejemplo, Chile o Venezuela, fuertemente especializados en la exportación de cobre y petróleo, respectivamente. Con respecto a la vulnerabilidad externa financiera, el gráfico revela con bastante nitidez la separación convencional entre los países integrados a los mercados financieros internacionales (Brasil, Chile, Colombia, Perú

y Uruguay se ubican en la mitad superior del gráfico) y los no integrados (Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela en la mitad inferior).

La vulnerabilidad externa de los países de América del Sur, tomados en conjunto, aumentó entre los periodos 2005-2007 y 2013-2015. En el gráfico se advierte cómo la posición promedio, representada por la línea más gruesa, se mueve hacia arriba y a la derecha, al mismo tiempo que aumenta de modo significativo el déficit de cuenta corriente.

Este comportamiento general resulta bastante ilustrativo del desempeño en cada país. Al comparar las distintas situaciones individuales, se observa que:

- en siete de los diez casos se registró un aumento de la vulnerabilidad externa real;
- en nueve se incrementó la vulnerabilidad externa financiera;
- en cinco aumentaron las dos fuentes (real y financiera) de vulnerabilidad externa;
- en ningún caso se observó una mejora conjunta de los dos indicadores;
- en todos aumentó el déficit en cuenta corriente.

El único atenuante de esta situación de deterioro sistemático –y que en gran medida explica por qué esta creciente vulnerabilidad no se tradujo, por el momento, en una situación de

mayor tensión externa– se relaciona con el grado de acceso a los mercados financieros internacionales. Para el periodo considerado, casi todos los países de la región mantuvieron un acceso al crédito externo relativamente fluido (Argentina y Venezuela constituyeron, hasta 2015, la excepción), incluidos los países con mayores déficits en cuenta corriente.

Así, en distinto grado, puede afirmarse que en los últimos años los países de América del Sur han tendido a exhibir una mayor vulnerabilidad externa que en el periodo inmediatamente anterior a la crisis *subprime* (2008-2009). Esta mayor vulnerabilidad se manifiesta tanto en el frente real como en el financiero, a pesar del aumento en el *stock* de reservas internacionales evidenciado en muchos casos. El hecho de que la mayoría de los países de la región haya mantenido su acceso al crédito internacional (en un contexto externo signado por la política monetaria expansiva, primero de la Reserva Federal y luego del Banco Central Europeo), y que la IED haya continuado fluyendo hacia varios de los países de la región explica por qué esta situación de creciente vulnerabilidad no se tradujo en mayores tensiones en los balances de pagos, más allá de episodios puntuales y esporádicos, que se manifestaron en una mayor volatilidad cambiaria y en la caída de las reservas internacionales en varios de los países considerados.

La situación no parece revestir, sin embargo, la fragilidad que caracterizó a la región en, por ejemplo, las décadas de 1980 o 1990. En comparación con ese periodo, el aumento del *stock* de reservas internacionales en varios países de la región y el predominio de regímenes cambiarios más flexibles han conferido un mayor margen de maniobra macroeconómico. Aun así, el contexto de creciente vulnerabilidad externa dificultará la posibilidad de aumentar las fuentes internas del crecimiento, que pueden resultar vitales ante la retracción de la demanda agregada global. Como consecuencia de ello, a corto plazo difícilmente se revierta el bajo ritmo de crecimiento de los países de la región.

Desde una perspectiva histórica, la información presentada sugiere que en el periodo reciente los países de América del Sur no lograron avanzar en un proceso de cambio estructural que les permitiera diversificar sus exportaciones a fin de reducir su exposición a las fluctuaciones de los precios internacionales. Los datos reflejan, a su vez, la persistencia de un importante grado de apertura financiera –herencia de las reformas de mercado introducidas en periodos anteriores– que impone serias limitaciones al ejercicio autónomo de la política macroeconómica.

Más allá de algunos avances en el campo de la política macroprudencial

y de la adopción cada vez más generalizada de regímenes cambiarios flexibles, la región sigue exhibiendo una apertura prácticamente irrestricta a los flujos de capital transfronterizos. Ello se manifiesta en los niveles relativamente altos de endeudamiento de corto plazo, en particular del sector privado, a lo que se añade el peso creciente, desde una perspectiva macrofinanciera, del *stock* de IED, que conlleva una carga estructural negativa sobre el balance de pagos, derivada de la remisión de utilidades al exterior.

Esta dependencia persistente, y en algunos casos creciente, del financiamiento externo y el elevado grado de apertura financiera internacional exponen cada vez más a los países de América del Sur a los vaivenes de los ciclos de liquidez internacional. Ello no solo dificulta la implementación de políticas contracíclicas. Supone, además, como ha sugerido Ha-Joon Chang⁷, una mayor injerencia de la visión imperante entre los agentes financieros en las decisiones de política interna; una visión que tiende a contraponerse a la agenda de desarrollo inclusivo, asociada al enfoque de derechos, la sostenibilidad ambiental y la diversificación y complejización de la estructura productiva en los países en desarrollo.

7. Ha-Joon Chang: «Institutions and Economic Development: Theory, Policy and History» en *Journal of Institutional Economics* vol. 7 N^o 4, 2011.

En suma, la región requiere una discusión más profunda acerca de su especialización productiva e inserción comercial. Esto resulta decisivo para reducir el grado de vulnerabilidad externa real de los países de América del Sur. Pero para ello, además,

debe discutir su apertura financiera y el grado de financierización prevalentes. Existe una relación entre ambas dimensiones, que intentamos reflejar en la información aquí presentada, y que esperamos contribuya a esa discusión. ☐

ÍCONOS

REVISTA DE CIENCIAS SOCIALES

Mayo de 2016

Quito

Nº 55

DOSSIER: Una paz insegura: de la reproducción de la violencia colectiva en América Latina y el Caribe. Presentación del dossier, **Fernando A. Chinchilla**. Órdenes criminales: repensando el poder político del crimen organizado, **Markus Schultze-Kraft**. Instituciones, violencia criminal e interdependencia: el camino acotado del desarrollo en América Latina y el Caribe, **Rogelio Madruño**. Midiendo la impunidad en América Latina: retos conceptuales y metodológicos, **Juan Antonio Le Clercq**, **Azucena Cháidez** y **Gerardo Rodríguez**. Genealogía e historia no resuelta de la desaparición forzada en México, **Carolina Robledo Silvestre**. Política militar del Gobierno de Rouseff: reflexiones sobre la actuación de las Fuerzas Armadas en las UPP y la MINUSTAH, **Suzeley Kalil Mathias**, **Bruce Scheidl Campos** y **Leandro Fernandes Sampaio Santos**. Armas pequeñas y países pequeños: armas de fuego en la agenda de seguridad internacional, **Carla Álvarez Velasco**. DIÁLOGO: El populismo: ¿una amenaza a la democracia en América Latina? Un diálogo con Kurt Weyland, **Jenny Pontón Cevallos**. ENSAYO VISUAL: Antropología y arte contemporáneo: parodia y estereotipos en la obra de Sandro Birk, **X. Andrade**. TEMAS: Silencios y acentos en la construcción de la violencia de género como un problema social en Quito, **Paz Guarderas Albuja**. Comercio justo, seguridad alimentaria y globalización: construyendo sistemas alimentarios alternativos, **Martin Calisto Friant**. RESEÑAS.

Íconos es una publicación cuatrimestral de Flacso-Ecuador, La Pradera E7-174 y Av. Almagro, Quito, Ecuador. Tel.: (593 2) 3238888. Correo electrónico: <revistaiconos@flacso.org.ec>. Página web: <www.flacso.org.ec/html/iconos.html>. Pedidos y suscripciones: <lalibreria@flacso.org.ec>.