

Evento Provincial de Globalización, 2006

Título: *América Latina ante la corrección del desequilibrio externo de Estados Unidos: Vulnerabilidad y lecciones de política*

Autores: MSc. Katia Cobarrubias Hernández (CESEU)
MSc. Laneydi Martínez Alfonso (CIEM)

E-mail: kcobah@yahoo.es; kcoba@uh.cu; laneydi@ciem.cu;
laneydim@yahoo.es

Resumen

En la actualidad, el desequilibrio externo norteamericano constituye uno de los riesgos más importantes que afronta la economía mundial. Este desbalance representa una fuente de inestabilidad, tanto para este país, como para la economía internacional. El presente trabajo pretende analizar los efectos potenciales en América Latina y el Caribe, de un previsible ajuste del desequilibrio externo norteamericano, destacando que esta región resultaría especialmente vulnerable ante un evento de tal naturaleza.

Inicialmente se analiza la persistencia del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos como un problema de desequilibrio e interdependencia global, que refuerza el riesgo de que el retorno a una situación más balanceada sea repentino y con consecuencias más negativas para la economía mundial. Los siguientes acápites se dedican a resaltar los riesgos a los que se enfrentaría América Latina y el Caribe ante una situación de ajuste de los desbalances globales, dada su tradicional dependencia comercial y financiera de la economía norteamericana y su notable grado de apertura externa. Se destacan los impactos de un ajuste en áreas tan importantes como el sector exportador, los activos de reservas internacionales y las condiciones de financiamiento externo. Finalmente, se identifican las principales implicaciones y lecciones de política económica para la región, en el actual escenario de profundización de los desequilibrios globales.

Descriptor: déficit de cuenta corriente de Estados Unidos/ desequilibrios globales/
América Latina y el Caribe/ vulnerabilidad externa

América Latina ante la corrección del desequilibrio externo de Estados Unidos: Vulnerabilidad y lecciones de política

Autores: MSc. Katia Cobarrubias Hernández (CESEU)

MSc. Laneydi Martínez Alfonso (CIEM)

Introducción

En la actualidad, el desequilibrio externo norteamericano constituye uno de los riesgos más importantes que afronta la economía mundial. Este desbalance representa una fuente de inestabilidad, tanto para este país, como para la economía internacional. El presente trabajo pretende analizar los efectos potenciales en América Latina y el Caribe, de un previsible ajuste del desequilibrio externo norteamericano, destacando que esta región resultaría especialmente vulnerable ante un evento de tal naturaleza.

Latinoamérica no ha tenido un papel protagónico en la conformación de los actuales desequilibrios globales. Sin embargo, muy recientemente, al registrar superávits en sus transacciones de cuenta corriente, ha integrado el conjunto de países subdesarrollados que contribuyen al financiamiento del déficit externo norteamericano. Interesa destacar que, si bien la región ha experimentado una relativa mejoría de sus principales indicadores de vulnerabilidad externa, aún sigue siendo sensible a un deterioro repentino de las condiciones en los mercados internacionales, proveniente de un ajuste de los desequilibrios.

Inicialmente se analiza la persistencia del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos como un problema de desequilibrio e interdependencia global, que refuerza el riesgo de que el retorno a una situación más balanceada sea repentino y con consecuencias más negativas para la economía mundial. Los siguientes acápites se dedican a resaltar los riesgos a los que se enfrentaría América Latina y el Caribe ante una situación de ajuste de los desbalances globales, dada su tradicional dependencia comercial y financiera de la economía norteamericana y su notable grado de apertura externa. Se destacan los impactos de un ajuste en áreas tan importantes como el sector exportador, los activos de reservas internacionales y las condiciones de financiamiento externo. Finalmente, se identifican las principales implicaciones y lecciones de política económica para la región, en el actual escenario de profundización de los desequilibrios globales.

I- Implicaciones globales del desequilibrio externo norteamericano

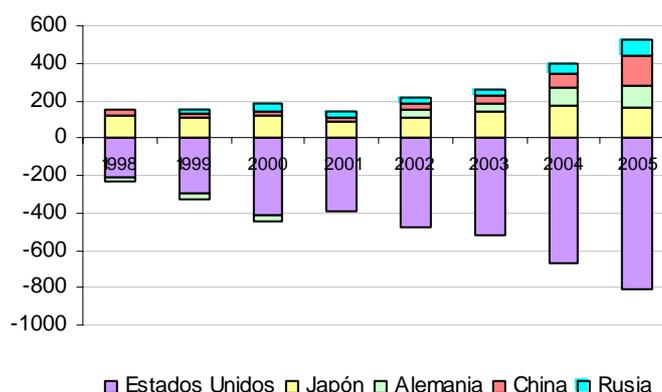
En el año 2005, el déficit de cuenta corriente norteamericano registró un nuevo record, con un valor de 804, 9 mil millones de dólares, equivalente al 6,4% del PIB. Nuevamente, la mayor parte de este aumento se explica por el deterioro del déficit en el comercio de bienes, el cual pasó de alrededor de 665 mil millones en el 2004, a más de 781 mil millones en el 2005 (BEA, 2006).

El déficit de cuenta corriente norteamericano también se puede analizar como un problema global de desequilibrio, basado en que Estados Unidos es

responsable de alrededor del 70% del déficit mundial. Asimismo, sólo cuatro países (Japón, Alemania, China y Rusia) generan el 62% del superávit global (Gráfico 1). Además, los países exportadores de petróleo, están teniendo un papel cada vez más relevante como economías superavitarias, a partir de los enormes ingresos que el alza de los precios del petróleo les ha proporcionado.

Esto significa que existe una dependencia norteamericana del ahorro exterior y, a la vez, una dependencia del resto del mundo de las exportaciones netas a Estados Unidos. Esta situación se puede denotar también como una situación de interdependencia global.

**Gráfico 1. Estados Unidos y principales economías superavitarias
Saldo de Cuenta Corriente en Mil Millones USD**



Fuente: Elaborado por las autoras a partir de datos de FMI, *World Economic Outlook*, September 2006, <http://www.imf.org>

Numerosos autores consideran que, individualmente, las trayectorias de las cuentas corrientes de Estados Unidos y el resto del mundo no son sostenibles, pero que juntas pueden mantenerse aún por un periodo extenso. Esta interdependencia global ha posibilitado que Estados Unidos continúe financiando con relativa facilidad su déficit externo, ha evitado que el dólar sufra una depreciación más significativa y, con ello, ha posibilitado que se mantenga la actual configuración de los desbalances¹. Por esta razón, hasta el momento, los efectos negativos de este desequilibrio han sido leves, pero esta situación entraña considerables riesgos.

Precisamente, diferentes informes de diversos organismos e instituciones internacionales continúan ubicando a los desequilibrios globales como un peligro potencial para el desempeño económico mundial. En la medida en que la situación descrita se prolongue sin que los principales actores atiendan coordinadamente las causas esenciales del problema, aumenta la probabilidad de que el retorno a una situación más balanceada sea repentino y con consecuencias más negativas para la economía mundial.

Hasta el momento no existen indicios de la voluntad de Estados Unidos y las principales economías superavitarias para encontrar una solución coordinada al problema. Más bien se nota un atrincheramiento de estos países en sus posiciones, basado en las ventajas que cada cual ha estado percibiendo. En

¹ Ver Mann, Catherine, "Managing Exchange Rates: Achievement of Global Rebalancing or Evidence of Global Co-dependency?", *Business Economics*, July, 2004.

definitiva, la actual situación de interdependencia y desequilibrio le ha proporcionado a Estados Unidos financiamiento de bajo costo en una coyuntura interna con niveles de ahorro deprimidos. Mientras, al resto del mundo, le ha posibilitado un crecimiento importante de las exportaciones, a partir de una mayor competitividad de su sector exportador.

La actual política monetaria contractiva en Estados Unidos, los graduales pasos hacia una mayor flexibilidad de la política cambiaria en China, por ejemplo, se pueden considerar acciones independientes de política económica que buscan darle solución a otros acontecimientos, más que al desequilibrio externo global. En el primer caso es una respuesta ante las presiones inflacionarias introducidas por el alza de los precios de los productos energéticos y por el aumento de los niveles de utilización de los recursos productivos de la economía. En cuanto a China, si bien las medidas sobre el régimen cambiario, calmaron un tanto las presiones internacionales para una revaluación del renminbi, los cambios se inscriben en un interés del país por atender mediante esta medida determinados desequilibrios y desproporciones que atentan contra el buen desenvolvimiento de su dinámica económica².

Una de las mayores preocupaciones a nivel internacional es la posibilidad de que el deterioro de la posición norteamericana en cuanto a las obligaciones externas netas, ocasione un ajuste abrupto de las tasas de cambio de las principales monedas. La depreciación del dólar conduciría a una apreciación automática del resto de las monedas sujetas a un régimen cambiario flexible, con la consecuente pérdida de competitividad de las exportaciones de esas economías y la disminución del valor de los activos financieros denominados en dólares.

Este ajuste de las paridades cambiarias implicaría, además, un alto riesgo para la economía mundial ya que podría derramarse a otros mercados financieros y provocar fuertes perturbaciones en los mismos. Tal inestabilidad influiría negativamente sobre las expectativas de los inversionistas, aumentaría el diferencial de rendimiento en los mercados de bonos de los países subdesarrollados y disminuiría su calidad de crédito soberano, dificultándose su acceso al financiamiento externo.

Además, se daría un aumento de las tasas de interés a nivel global. En este caso, se pueden mencionar dos mecanismos fundamentales a través de los cuales la depreciación del dólar, se reflejaría en un aumento de la tasa de interés de Estados Unidos. Una depreciación del dólar, proveniente de una reversión de la confianza de los inversores sobre la economía norteamericana podría traducirse en una retirada de capitales, una disminución de la liquidez de los mercados financieros estadounidenses y, por consiguiente, un aumento de las tasas de interés. Otra vía se refiere a las presiones inflacionarias que introduciría la depreciación, a través del aumento relativo del precio de las importaciones. Estas presiones podrían inducir a la Reserva Federal a incrementar la tasa de interés de los fondos federales, la cual influiría, a su vez, en otras tasas de interés nominales y reales.

² Ver Molina Elda, Regalado E. 2005. "La revaluación de la moneda china", *El Catoblepas*, No. 44, octubre.

En general, se crearía una situación nociva para las relaciones comerciales y financieras, aumentaría la incertidumbre sobre el futuro de la economía, reduciendo la inversión y el consumo y, por consiguiente, el producto global en el corto plazo.

En un contexto de recesión e inestabilidad como el descrito, los países subdesarrollados resultarían especialmente vulnerables. A continuación, se centra la atención en América Latina y el Caribe, región que sería seriamente afectada por el desfavorable contexto que dicha corrección conformaría.

II- Efectos del ajuste en el sector exportador de América Latina y el Caribe

i) Depreciación del dólar

Tradicionalmente, las oscilaciones de las tasas de cambio de las principales divisas han influido de forma significativa en los flujos internacionales de comercio e inversión, con lo cual han tenido importantes implicaciones para los países subdesarrollados. Así, las fluctuaciones del dólar han tenido un impacto relativamente mayor debido a su supremacía en el sistema monetario internacional.

En caso de que los desequilibrios globales se ajustaran de forma abrupta, dando lugar a una aguda depreciación del dólar, se pueden identificar, teóricamente, dos efectos diferentes en las tasas de cambio del resto de los países, en dependencia del régimen cambiario vigente en cada caso. Con un régimen cambiario flexible, la depreciación del dólar podría dar lugar a una apreciación de la moneda local y, con ello, un deterioro de la competitividad de las exportaciones. Sin embargo, en presencia de un régimen cambiario fijo, la moneda local se depreciaría frente a terceros, con lo que el país ganaría en competitividad en relación con otros países en los que prevalezca la flexibilidad cambiaria.

En el caso de América Latina y el Caribe, aunque algunas naciones han establecido la dolarización total de sus economías, la mayoría cuenta con regímenes cambiarios flexibles o intermedios³, lo que conduce a afirmar que una aguda depreciación del dólar podría inducir una apreciación cambiaria en la mayor parte de la región.

De hecho, en los años 2003 y 2004, las principales economías latinoamericanas registraron una apreciación de sus monedas, en términos reales, frente al dólar. Tal es el caso de los países de América del Sur⁴ y

³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, Guyana, Haití, Jamaica, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Surinam, Trinidad y Tobago y Uruguay cuentan con un régimen cambiario flexible. Bolivia, Costa Rica, Nicaragua y Honduras tienen regímenes de paridades o bandas móviles. Bahamas, Barbados, Belice y Venezuela tienen un sistema de paridad fija. Por otra parte, Antigua y Barbuda, Granada, Dominica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas operan con cajas de conversión. La dolarización ha sido adoptada por Ecuador, El Salvador, Panamá (CEPAL, *Balance Preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2005*, <http://www.eclac.cl>).

⁴ Excepto Bolivia y Venezuela.

México, entre otros países centroamericanos⁵. En ese periodo, la moneda norteamericana registraba pérdidas de valor también frente a las principales divisas, como consecuencia, fundamentalmente, del amplio desequilibrio externo de Estados Unidos. Sin embargo, en el caso de las monedas de América Latina y el Caribe, la revalorización no fue sólo una respuesta a la debilidad del dólar, como sí lo fue, por ejemplo, para el euro⁶.

En este comportamiento a nivel regional fueron determinantes los resultados positivos de las balanzas de pagos, como consecuencia de la mejora de los términos del intercambio y del aumento de la demanda externa de productos básicos, principalmente gracias al dinamismo de la economía china. Además, influyeron los elevados ingresos por concepto de remesas, sobre todo en países de Centroamérica y el Caribe. Estos factores dieron lugar a un exceso de oferta en el mercado cambiario, que presionó a la apreciación a los tipos de cambio reales, aunque en una magnitud diferenciada por países.

En el año 2005, las monedas de la región volvieron a manifestar una tendencia general a la apreciación frente al dólar. Los factores determinantes volvieron a ser los saldos positivos en la cuenta corriente de la balanza de pagos registrados en muchos países, la importante afluencia de capital externo y el ingreso de un volumen importante de transferencias corrientes.

A pesar de la existencia de una mayor flexibilidad, las autoridades monetarias de la región han seguido de cerca la evolución de las tasas de cambio. Por esta razón, varios bancos centrales⁷ han recurrido a las intervenciones en el mercado cambiario, acumulando divisas para, entre otros objetivos, mantener la estabilidad y la competitividad de sus monedas. No obstante, como en el caso de Colombia en el año 2004, no siempre han podido evitar la apreciación nominal (CEPAL, 2005 a).

Si bien, aún los tipos de cambio relevantes para el comercio de la región están hoy más depreciados que el promedio de la década del noventa⁸, comienza a notarse cierta preocupación acerca de la apreciación generalizada de las principales monedas latinoamericanas frente al dólar. En definitiva, el compromiso con la flexibilidad del tipo de cambio las hace vulnerables a shocks externos como una repentina corrección del valor del dólar, que entonces sí sea determinante de la apreciación cambiaria en la región. En una situación como esa, es probable que muchos bancos centrales no puedan asumir la magnitud de las intervenciones esterilizadas necesarias para mantener la

⁵ El peso mexicano se apreció frente al dólar en el 2004, después de haberse depreciado en el 2003, debido a condiciones de escaso crecimiento, baja inflación y tasas de interés.

⁶ El propio Banco Central Europeo reconocía en el 2004, que la apreciación experimentada por el euro era un reflejo de las presiones generalizadas a la baja que sufría el dólar, debido a factores como el continuo deterioro del déficit de cuenta corriente norteamericano y las preocupaciones respecto de su financiación. (BCE, *Informe Anual 2003, 2004*, <http://www.ecb.int>)

⁷ Argentina en 2003, Perú, Colombia, Brasil y México en 2004. (CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2004- 2005, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2003*, <http://www.eclac.cl>).

⁸ Ver CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2004- 2005*.

paridad de las monedas y, a la vez, la competitividad del sector de bienes y servicios transables.

No obstante, los efectos negativos de tal apreciación sobre el balance exportador de los países latinoamericanos podrían verse limitados por el hecho de que, debido a los tradicionales vínculos comerciales y financieros con Estados Unidos, muchos de los productos con destino al mercado exterior se denominan en dólares. En estos casos, el tipo de cambio frente al dólar no resultaría ser una variable tan relevante en las decisiones de compra de los importadores norteamericanos. Así, se podría asistir a una sustitución por parte de Estados Unidos de productos denominados en monedas apreciadas con respecto al dólar, por productos latinoamericanos denominados en esa divisa (Rojas- Suárez, 2005).

Asimismo, otro factor atenuante sería la posibilidad de que, ante un ajuste de los desequilibrios globales, las monedas de Asia y Europa, sufran una revalorización mucho más acusada que las de la región. Con esto, la pérdida de competitividad sería comparativamente menor, quedando la región en una mejor posición relativa en el comercio de bienes sustitutos de los ofertados principalmente por los competidores asiáticos (textiles, equipos electrónicos).

ii) Desaceleración del crecimiento en Estados Unidos y el resto del mundo

La administración de la tasa de interés por la Reserva Federal ha constituido, tradicionalmente, una respuesta a los movimientos cíclicos de la economía norteamericana, configurando una cercana relación entre la política monetaria y el crecimiento económico en Estados Unidos. La política monetaria afecta el crecimiento a través de su influencia en la inversión y en el consumo de bienes duraderos y por consiguiente, en la demanda agregada.

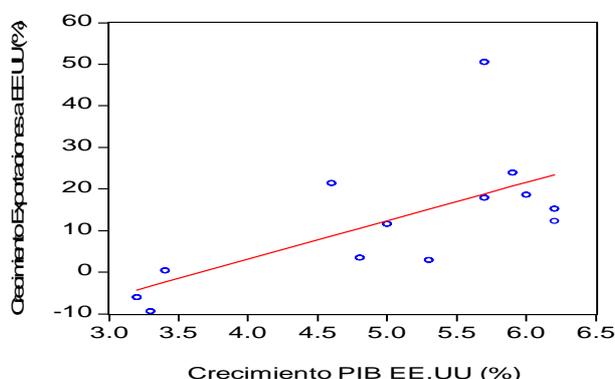
En este contexto, la actual situación de interdependencia y desequilibrio de Estados Unidos con el resto del mundo, ha incrementado la sensibilidad de este último, ante los cambios en el crecimiento económico y el consumo norteamericanos, como elementos dinamizadores de sus exportaciones. Así, una subida de las tasa de interés en Estados Unidos, como parte de la corrección del desequilibrio externo, se traduciría en una desaceleración de la economía norteamericana. Esta desaceleración aliviaría el déficit de cuenta corriente estadounidense, vía reducción del gasto de consumo privado y por tanto de las importaciones. Además, no se debe descartar la posibilidad de una desaceleración brusca del crecimiento global, como consecuencia de las mayores tasas de interés a nivel internacional y, sobre todo, de la mencionada desaceleración de la economía norteamericana.

En general, esta previsible recesión tanto en Estados Unidos, como a nivel global, impactaría al sector exportador latinoamericano mediante una reducción del volumen de bienes y servicios exportados y un deterioro de los términos de intercambio.

Específicamente, una disminución del crecimiento en Estados Unidos vendría acompañada de una contracción de su demanda de productos exportables

regionales. Esta relación se confirma con el Gráfico 2, en el que se vincula el crecimiento económico estadounidense con el crecimiento de las exportaciones latinoamericanas hacia ese destino.

Gráfico 2. Vínculo entre el crecimiento del PIB de EE.UU y las exportaciones de América Latina y el Caribe a EE.UU, 1991-2003

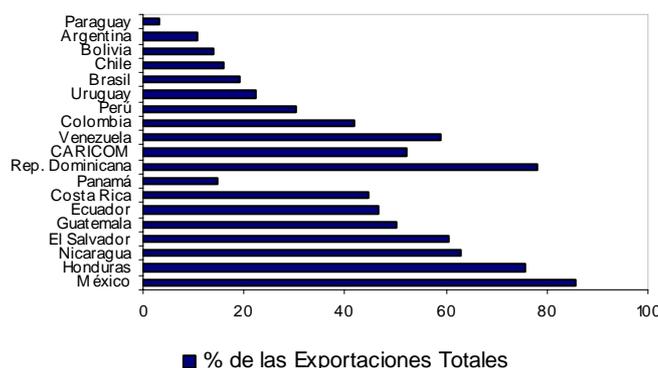


Fuente: Elaborado por las autoras con datos del Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.gov> y CEPAL, <http://www.eclac.cl>

En general, América Latina y el Caribe aprovechó el alto crecimiento económico estadounidense durante los noventa, como principal mercado de sus exportaciones. En la actualidad, Estados Unidos absorbe el 50% de las exportaciones latinoamericanas y caribeñas, constituyendo la fuente del 40% del incremento de las ventas externas de la región en el 2005, de las cuales, más de dos tercios corresponden a México y Centroamérica (CEPAL, 2006 a).

Esta dependencia de la región de las exportaciones hacia Estados Unidos es particularmente notable para países como México (85,8% de sus exportaciones tienen como destino el mercado norteamericano), República Dominicana (77,9%), Honduras (75,6%), Nicaragua (63%), El Salvador (60,6%), Venezuela (58,8%) y los países del CARICOM (52,2%). Asimismo, para países como Paraguay (3,2%), Argentina (10,8%), Bolivia (14%) y Panamá (14,8%), esta dependencia aunque no despreciable, es considerablemente menor (Gráfico 3).

Gráfico 3. América Latina y el Caribe: Dependencia de las exportaciones a Estados Unidos, 2005



Fuente: Elaborado por las autoras a partir de CEPAL, *Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe 2005- 2006*, <http://www.eclac.cl>

Numerosos estudios de CEPAL han afirmado que el crecimiento económico de América Latina y el Caribe, durante los noventa, tuvo su base en el desempeño sin precedentes del sector exportador, que aportó dinamismo y liquidez a las economías de la región. En la actualidad, el comercio latinoamericano continúa beneficiándose, entre otros factores, del crecimiento de la demanda internacional, especialmente de Estados Unidos y China. Durante el 2005, América Latina y el Caribe constituyó la segunda región después de China con mayor incremento de las exportaciones en términos reales, ampliando la contribución de este sector al crecimiento regional (CEPAL, 2006 a).

En general, América Latina y el Caribe ha apostado, a través de su política comercial, por los mercados extrarregionales y en particular por el mercado norteamericano, como principal motor del comercio de la región, tendencia especialmente importante en los casos de México, el Mercado Común Centroamericano, el Caribe y la Comunidad Andina. América del Sur, por el contrario, presenta una estructura más diversificada tanto en sectores como en socios comerciales, con una participación creciente de Asia, y en particular China, en el comercio de la subregión.

La estructura de estas exportaciones constituye otra fuente de vulnerabilidad de la región ante el ajuste del desequilibrio externo norteamericano. La existencia dentro de las exportaciones de un alto componente de manufacturas con especificaciones para el mercado estadounidense, dificultaría la posible reubicación hacia otros destinos en el corto plazo. Según datos de CEPAL, en el 2003, el 79,1% de las exportaciones de bienes América Latina y el Caribe hacia Estados Unidos correspondía a bienes industriales o manufacturas, mientras que a productos primarios correspondía alrededor de un 20,8% (CEPAL, 2006 a).

De esta forma, la corrección del desequilibrio externo norteamericano, vía incremento de la tasa de interés y desaceleración del crecimiento en Estados Unidos, tendría un fuerte impacto sobre las exportaciones y por consiguiente, sobre el crecimiento latinoamericano y caribeño, dada la fuerte dependencia

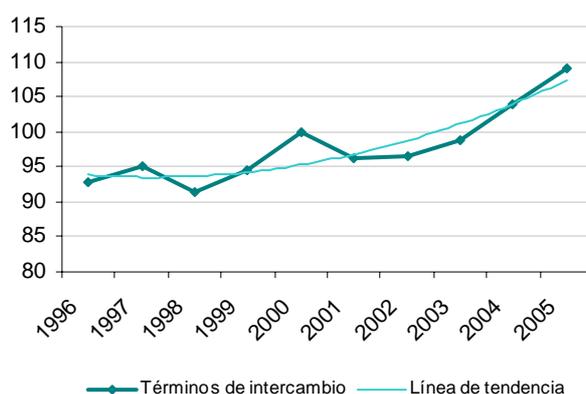
entre crecimiento y desempeño exportador que se ha constatado en la región. Este impacto sería más significativo para México y Centroamérica, teniendo en cuenta que poseen una estructura de comercio exterior más concentrada en el mercado norteamericano.

Por otra parte, al debilitarse el crecimiento de las economías subdesarrolladas de Asia, como resultado del ambiente recesivo a nivel global, también lo haría su demanda de productos primarios, y el balance exportador latinoamericano se podría ver afectado, tanto por una disminución del volumen físico de exportaciones, como por un deterioro de los términos de intercambio.

Precisamente, la región se ha beneficiado en los últimos años de un contexto en el que se han combinado, por un lado, el crecimiento del PIB mundial y el comercio internacional y por otra, el alza de los precios de las materias primas. Los primeros dos factores se han reflejado, fundamentalmente, a través del dinamismo de las importaciones de productos latinoamericanos por parte de Estados Unidos y China.

Estas compras por parte de tan importantes socios comerciales han contribuido a que el aumento del volumen físico exportado por la región haya sido notable en los últimos dos años, 10% en el 2004 y 12% en el 2005 (CEPAL, 2006 b). Junto al crecimiento del volumen físico exportado, se ha registrado, desde el 2002, una mejoría notable de los términos de intercambio de la región (Gráfico 4). Aunque también ha influido la disminución de los precios de los bienes importados, el aumento de los precios de los productos primarios de exportación ha sido el elemento clave en este comportamiento.

Gráfico 4. América Latina y el Caribe: Términos de Intercambio (Índices 2000=100)



Fuente: Elaborado por las autoras a partir de CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2005-2006*, <http://www.eclac.cl>.

La evolución favorable de los términos de intercambio esconde un comportamiento heterogéneo entre países. Las economías exportadoras de petróleo y productos minerales como Venezuela, Chile, entre otros, registraron substanciales aumentos de este indicador. Sin embargo, las economías importadoras de materias primas, principalmente petróleo, como las de

Centroamérica y el Caribe, excepto Trinidad y Tobago, mostraron un deterioro de los términos de intercambio.

En general, en el 2005, el índice de precios de los productos básicos exportados por América Latina fue un 59,9% mayor que el del promedio de los años noventa. Para los productos energéticos, este índice fue un 175,4% superior, un 58,4% para los metales y minerales y un 1,2% para los productos agropecuarios (CEPAL, 2006 b).

El *boom* de los precios de los productos básicos es el resultado de la combinación entre la fuerte demanda mundial de estos productos y una respuesta débil de la oferta. Además, los mercados financieros han introducido presiones adicionales al alza, al expandirse la inversión en estos productos, como un activo financiero más, por parte de fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías de administración de activos, entre otros agentes.

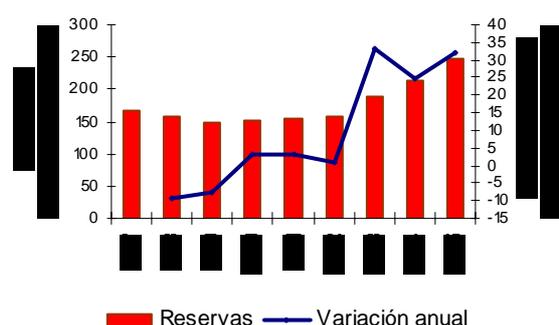
Es destacable la participación cada vez mayor de las economías asiáticas en el comercio mundial, principalmente China y la India, apoyadas en sus altas tasas de crecimiento económico y su pujante demanda de productos energéticos, metales y materias primas. La demanda de estas economías ha impulsado la demanda global de los productos básicos, con su consecuente efecto en los precios. Se espera que los precios de los productos básicos tiendan a mantenerse en niveles elevados, debido a la demanda sostenida de China.

Sin embargo, de tener lugar la disminución del dinamismo económico de estas economías, como parte de las consecuencias de un ajuste de los desbalances globales, disminuirían las posibilidades de que Latinoamérica y el Caribe mantenga un desempeño favorable del sector externo, como el que se ha visto reflejado en los superávits comerciales registrados desde el 2002.

III- Impactos de un ajuste sobre las reservas internacionales

Los superávits de cuenta corriente registrados desde el 2003 y el ingreso de un significativo volumen de capitales externos, sobre todo en el 2005, junto a las intervenciones de los bancos centrales en el mercado cambiario, han favorecido un aumento notable de los activos de reserva de la región (Gráfico 5). Como se anotó antes, a pesar de que la mayoría de los países cuenta con una política cambiaria flexible, distintas motivaciones como la voluntad de mantener determinado nivel del tipo de cambio, la reducción de la volatilidad cambiaria y la recomposición de los activos externos, ha llevado a los bancos centrales a intervenir en los mercados de cambios, comprando divisas y aumentando sus reservas internacionales.

Gráfico 5. América Latina y el Caribe: Reservas de Divisas



Fuente: Elaborado por las autoras a partir de Banco Mundial, *Global Development Finance 2006*, <http://www.worldbank.org>

En el 2005, las reservas internacionales de los países de América Latina y el Caribe crecieron en un 15,7% con respecto al 2004, alcanzando un nivel récord cercano a los 255 mil millones de dólares, cifra equivalente al 10% del PIB regional (CEPAL, 2006 b). Entre el 2003 y el 2005, las reservas netas de Argentina aumentaron de -1.4 mil millones a 18 mil millones de dólares, las de Brasil lo hicieron de 21 mil millones a 57 mil millones, las de Venezuela desde 16 mil millones a 24 mil millones y las de México desde 59 mil millones a 74 mil millones (Saddi , et al, 2006).

Esta tendencia no es exclusiva de América Latina, todas las regiones del mundo subdesarrollado han visto aumentar sus reservas en los últimos años, siendo la región de Asia del Este la principal protagonista. En definitiva, este proceso es el que ha estado aportándole a Estados Unidos los recursos financieros necesarios para costear su déficit externo. Si bien, las reservas acumuladas por la región representan un monto más modesto, en comparación con las de Asia del Este o Europa Oriental⁹, algunos países acumulan volúmenes relativamente importantes.

Esto se confirma si se aprecia que algunos países latinoamericanos acumulan un nivel de reservas que sobrepasa lo estimado necesario para contrarrestar posibles shocks externos. En la Tabla 1 se pueden observar algunos países que, en el 2004, poseían un valor de reservas que sobrepasaba ampliamente los seis meses de importaciones y la deuda de corto plazo del país¹⁰, en condiciones similares a naciones de otras regiones geográficas.

⁹ En el 2005, el acervo de reservas internacionales de Latinoamérica representaba el 12,3% del total de reservas de los países en desarrollo. Mientras, Asia del Este y el Pacífico mantenían el 49,8% y Europa Oriental y Asia Central acumulaban el 20,3% (Banco Mundial, *Global Development Finance 2006*, <http://www.worldbank.org>).

¹⁰ Las reservas deben proteger a las economías de posibles desfases entre los pagos de las importaciones y los ingresos por concepto de exportaciones, así como de otros desequilibrios temporales asociados a la cuenta corriente. De esta manera un nivel adecuado de reservas es aquel que cubre, como promedio, entre tres y seis meses de importaciones. Además, estos activos deben ser capaces de contrarrestar la volatilidad y la posibilidad de reversiones de los flujos de capital. En este sentido, la regla generalmente aceptada es que las reservas se encuentran en un nivel adecuado cuando igualan la deuda de corto plazo.

Tabla 1. Reservas: Cobertura de las importaciones y de la deuda externa de corto plazo (Países seleccionados)

<i>Año 2004</i>		
País	Meses de Importaciones Cubiertos por las Reservas	Ratio Reservas sobre Deuda de Corto Plazo
<i>De América Latina y el Caribe</i>		
- Argentina	11	1,1
- Brasil	12	1,8
- México	4	2,1
- Venezuela	20	5,0
<i>De otras regiones</i>		
- China	12	14,1
- República Checa	6	4,6
- Egipto	14	3,7
- Indonesia	13	2,6
- Malasia	6	5,3
- Pakistán	10	10,7
- Rusia	11	3,1

Fuente: Elaborado por las autoras a partir de Banco Mundial. 2005. *Global Development Finance 2005*, <http://www.worldbank.org>

Además de la protección ante posibles shocks de balanza de pagos, la tenencia de un monto importante de reservas posibilita que los países subdesarrollados accedan a créditos con condiciones más favorables, en términos de menores costos y volatilidad. Las reservas constituyen un factor esencial para la evaluación de su solvencia y contribuyen a la elevación de la calidad del crédito de estos países.

Sin embargo, la acumulación creciente de reservas también refleja una tendencia desfavorable en el financiamiento externo de los países subdesarrollados, ya que estas representan recursos que no se destinan a financiar la formación de capital y las importaciones para la producción. Con esto, los países incurren en un significativo costo de oportunidad, comprometiendo su potencial de crecimiento en el largo plazo.

Además, dado que las intervenciones en el mercado cambiario, conducen a un aumento de la cantidad de dinero en circulación, no se deben obviar los costos cuasifiscales asociados a la necesidad de esterilizar para limitar estos efectos sobre las condiciones monetarias al interior de la economía. Estos costos se expresan en la diferencia entre el rendimiento que debe pagarse a los compradores de bonos públicos y los rendimientos que percibe el país por sus reservas internacionales. La magnitud de estos costos depende entonces de la brecha entre la tasa de interés de los bonos domésticos y la tasa de los activos mantenidos como reservas.

Las altas tasas de interés que presentan, en general, los países de América Latina¹¹ destacan la magnitud de estos costos y revelan que la estrategia de acumulación de reservas como protección ante shocks externos o para

¹¹ Las tasas de interés de muchos países latinoamericanos son mayores que las de China, Corea y los países exportadores de petróleo, los cuales presentan los mayores stocks de reservas (Saddi, V., Setter, B., 2006, Ob. Cit).

mantener el valor del tipo de cambio tiene límites¹². Por ejemplo, en Brasil, la brecha entre la tasa de interés doméstica a tres meses y la tasa de interés de los bonos del Tesoro norteamericano a tres meses, era, en el 2004, de 14,5%. Esto equivalía a expresar que un aumento de las reservas por valor de un 10% del PIB, implicaba incurrir en un costo de 1,4% del PIB para su esterilización (FMI, 2004).

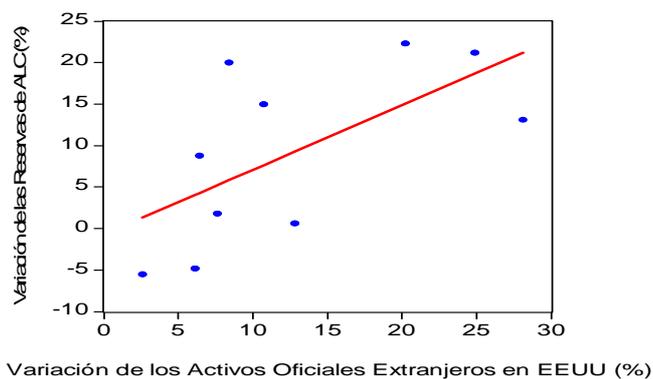
Uno de los elementos negativos que más interesa destacar, por su estrecha relación con los riesgos asociados a un ajuste de los desequilibrios globales, es el riesgo de pérdidas de capital. Esto podría ocurrir en caso de que se deprecien las monedas extranjeras en que están denominadas las reservas, en relación con la moneda nacional. Un evento como este afectaría más a aquellos países con mayor volumen de reservas y en los que la composición monetaria de estos activos esté sesgada por el predominio de la divisa que se deprecie.

En el informe *Global Development Finance 2005* del Banco Mundial se estima que cerca del 70% de las reservas globales están invertidas en activos denominados en dólares, tanto dentro de Estados Unidos, como en los euromercados globales. En el propio informe se destaca que, aunque es muy difícil encontrar información detallada acerca de la composición monetaria de las reservas de cada país, es posible observar una fuerte correlación entre las reservas totales de los países “emergentes” y los activos oficiales extranjeros en Estados Unidos. Esto sugiere que una porción sustancial de las reservas de dichos países se encuentran invertidas en activos denominados en dólares dentro de este país.

Si se realiza el mismo análisis para América Latina y el Caribe, entre 1995 y 2005, los resultados son similares. Existe una alta correlación del 95% entre el volumen de activos oficiales extranjeros en los Estados Unidos y las reservas acumuladas por la región. Tan estrecha relación se confirma con el Gráfico 6, que muestra que un mayor volumen de activos oficiales extranjeros en Estados Unidos, se ha correspondido con un mayor volumen de reservas en Latinoamérica, o sea, ha existido un vínculo positivo entre ambos indicadores, en los últimos 11 años.

¹² Se debe destacar que algunos países han limitado la necesidad de realizar esterilizaciones, al utilizar sus reservas para pagar parte de sus pasivos externos (CEPAL, 2005 a, Ob. Cit.).

Gráfico 6. Vínculo entre los Activos Oficiales Extranjeros en EE.UU y las Reservas de América Latina y el Caribe, 1995- 2005



Fuente: Elaborado por las autoras con datos del Bureau of Economic Analysis (BEA) y el Banco Mundial.

Así, la depreciación del dólar que sobrevendría con el necesario ajuste, haría descender el valor de los activos en dólares acumulados, los cuales parecerían tener una participación preponderante.

Sin embargo, existe otro importante riesgo asociado a la posibilidad de un ajuste de los desequilibrios globales, que de lugar a un aumento de las tasas de interés a nivel mundial. Las mayores tasas de interés podrían generar pérdidas de capital en los activos de rendimiento fijo que se mantengan como reserva, especialmente aquellos con mayores plazos de vencimiento. Las pérdidas de capital se basan en que, aún cuando prevalezcan mayores tasas de interés en el mercado, el país seguirá obteniendo el rendimiento pactado al inicio.

Los bonos constituyen activos de rendimiento o renta fija porque el beneficio que obtiene el poseedor del bono se fija por primera vez en el mercado primario, y no podrá cambiarse en función de los tipos de interés prevalecientes en cada momento en la economía. Ya se mencionó el muy probable sesgo de las reservas de la región, hacia los bonos del Tesoro norteamericano. Precisamente, en el 2005, Brasil y México clasificaban entre los principales tenedores de bonos estadounidenses, según la institución Treasury International Capital (TIC). En el 2005, por ejemplo, ambos países adquirieron bonos del Tesoro por 27 mil millones de dólares (Saddi, et al, 2006).

El Banco Mundial ha estimado que un aumento de 200 puntos bases en la tasa de interés de Estados Unidos, se traduciría en una pérdida de 26,8 mil millones de dólares en la cartera de bonos denominados en dólares de las seis economías “emergentes”, poseedoras de los mayores stocks de estos títulos del Tesoro norteamericano. En este grupo se incluye a Brasil y México, junto a China, Tailandia, Turquía y la India (Banco Mundial, 2005).

En definitiva, el considerable monto de reservas acumulado por algunos países de la región, en términos absolutos y relativos, en combinación con el presunto predominio de activos denominados en dólares en su composición, principalmente bonos, hacen de una desvalorización del dólar y una subida de las tasas de interés de Estados Unidos, un evento altamente riesgoso para la

salud financiera de Latinoamérica, aún cuando esta no sea el área geográfica más destacada en la compra de deuda norteamericana.

IV- Efectos del ajuste en las condiciones del financiamiento externo

i) Tasa de interés en Estados Unidos y flujos de capital

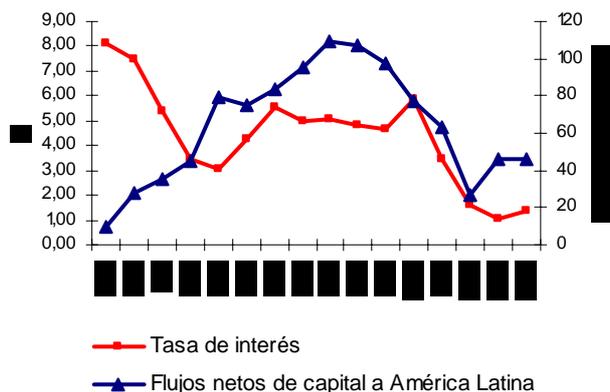
En un contexto de crecientes desequilibrios globales, la influencia de los movimientos del tipo de cambio norteamericano sobre su tasa de interés de corto plazo, y a través de esta, sobre la naturaleza, composición y destino de los flujos de capital globales, adquiere especial importancia en el análisis de los efectos de estos desequilibrios para los países subdesarrollados. Numerosos son los estudios que han intentado identificar y diferenciar, empíricamente, los llamados factores de atracción y de empuje (*pull* y *push factors*)¹³ que determinan los flujos de capital globales, existiendo aún, un gran debate acerca de su peso relativo.

A partir de los noventa, con los cambios estructurales que se dieron como resultado de la globalización financiera, la mayor integración de los mercados financieros internacionales y los procesos de liberalización y desregulación financiera, han aumentado la interdependencia y sensibilidad de los mercados financieros a las variaciones de la tasa de interés de Estados Unidos, convirtiéndose esta en un elemento fundamental de regulación de los flujos a escala global. El comportamiento de esta tasa de interés lleva consigo un importante componente cíclico, que ha estado influyendo en la inestabilidad de los flujos de capital hacia los países subdesarrollados. Teóricamente, debe existir una relación negativa entre la tasa de interés en Estados Unidos y los flujos de capital hacia otros destinos, entre ellos los países subdesarrollados.

A inicios de los noventa, esta relación se evidenció cuando, en el período 1989-1993, la tasa de interés de corto plazo de Estados Unidos pasó de 8,1% a 3,0% (Gráfico 7). Esta baja de alrededor de cinco puntos porcentuales en la tasa de interés, coincidió con un alza importante de los flujos de capital hacia países subdesarrollados, y en particular hacia América Latina y el Caribe, cuyos flujos se incrementaron en 8 veces hacia finales de 1993 (Banco Mundial, 2005). En general, el declive de la tasa de interés norteamericana, unido a una recesión en algunos países industrializados, provocó una tendencia a la diversificación del destino de las inversiones, mejorando las condiciones de acceso a financiamiento y por consiguiente, la solvencia de los países receptores.

¹³Tradicionalmente, los autores que han abordado los determinantes de los flujos de capitales dirigidos a países subdesarrollados, han distinguido dos categorías de factores: los denominados factores de atracción (*pull factors*), relacionados con las mejores oportunidades de inversión existentes en los países receptores de los flujos y los factores de empuje (*push factors*), relacionados con factores externos como las menores tasas de interés internacionales y la desaceleración del crecimiento de los países industrializados. Ver Odedokun, Matthew, *The 'Pull' and 'Push' Factors in North-South Private Capital Flows. Conceptual Issues and Empirical Estimates*, Discussion Paper No. 2003/43, World Institute for Development Economics Research.

Gráfico 7. Tasa de interés de corto plazo de EE.UU y flujos netos de capital hacia América Latina y el Caribe



Fuente: Elaborado por las autoras a partir de Banco Mundial, *Global Development Finance 2005*, <http://www.worldbank.org> y CEA, *Economic Report of the President 2006*.

Sin embargo, desde mediados de los noventa esta relación se ha visto enrarecida por una serie de crisis financieras que afectaron a la región y, en general, la hicieron menos atractiva para el capital financiero internacional. Precisamente, entre 1998-2003, (con excepción del 2000 cuando registró una subida), la tasa de interés anual en Estados Unidos disminuyó notablemente, coincidiendo con una disminución de los flujos de capital hacia América Latina, que terminó en el 2002 (Gráfico 7).

En los años 2004 y 2005, la Reserva Federal ha mantenido una tendencia a la subida de las tasas de interés, presionada por el efecto inflacionario del sostenido auge de los precios petroleros. Esto ha coincidido, con un incremento de los flujos de capital hacia América Latina y el Caribe, en un contexto general de recuperación de los flujos hacia los países subdesarrollados (Gráfico 7). Factores como la recuperación económica mundial, el mejor desempeño macroeconómico, la aplicación de reformas estructurales que se dio en una gran parte de los países subdesarrollados y la reducción a niveles record de los diferenciales de rendimiento de los bonos internacionales emitidos por los principales mercados “emergentes”, entre otros, han estimulado la afluencia de capital a estos países.

A pesar de la relativa ambigüedad de la relación entre la tasa de interés de corto plazo en Estados Unidos y la afluencia de capital a la región en los últimos diez años, no es posible descartar a la primera como un factor determinante en la orientación geográfica del financiamiento externo. En consecuencia, un aumento gradual de la tasa de interés, como el que está llevando a cabo la Reserva Federal desde el 2004, e incluso mayor y más abrupto, como resultado posible de la depreciación repentina del dólar, podría provocar una contracción de los flujos de capital hacia naciones subdesarrolladas y en particular hacia América Latina y el Caribe. Esta se reforzaría si, como se puede esperar, la desvalorización del dólar se combina

con un ambiente de inestabilidad en los mercados financieros, que fuerce la retirada de los inversores hacia colocaciones de alta calidad (*flight to quality*).

En economías relativamente abiertas a los movimientos de capital y en condiciones de permanente restricción financiera, como las latinoamericanas y caribeñas, la disminución de los flujos traería consigo un endurecimiento en las condiciones de solvencia y liquidez, lo que a su vez se traduciría en una reversión recurrente de estos flujos y una menor disponibilidad de recursos para financiar la formación bruta de capital.

ii) Efectos de una depreciación y una mayor tasa de interés sobre el endeudamiento externo

El endeudamiento externo latinoamericano ha constituido, tradicionalmente, una variable clave en el desempeño macroeconómico de la región. La crisis de balanza de pagos de los ochenta constituyó un ejemplo de la sensibilidad de otras variables macroeconómicas claves a los cambios en este indicador o en sus determinantes.

En los últimos años, se ha podido observar en la región una notable reducción de los niveles de endeudamiento y su carga de servicio, tanto con relación con el PIB como con las exportaciones regionales. Así, el coeficiente deuda/exportaciones de bienes y servicios es hoy menos de la mitad que diez años atrás. Asimismo, este coeficiente asciende a alrededor de la tercera parte si se calcula a partir de la deuda neta¹⁴. En general, la situación pareciera ser mejor que la de década del ochenta. Esto se constata no sólo en la disminución de los ratios de deuda externa/exportaciones, sino además, en la evolución de la relación entre la deuda de corto plazo y las reservas internacionales (CEPAL, 2006 b).

Tradicionalmente, buena parte del comportamiento de la deuda externa total de la región se ha explicado por el comportamiento de las cuentas públicas. Precisamente, un factor fundamental en la reducción del endeudamiento en la región ha sido la disminución de la deuda pública en relación con el PIB. La deuda pública no sólo ha reducido su volumen, sino que ha mostrado cambios importantes en su composición. Algunos de los factores que explican este comportamiento reciente de las cuentas públicas son: el favorable contexto macroeconómico internacional actual, la adopción de estrategias más adecuadas de manejo de la deuda pública por parte de las autoridades, entre otros.

En síntesis, la situación actual de endeudamiento en América Latina y el Caribe ha tendido a disminuir su vulnerabilidad ante shocks externos. Factores como la reestructuración de los perfiles de deuda, el aumento de los plazos, el retiro significativo de deudas con obligaciones más costosas, el aumento de la proporción denominada de deuda con tasa fija, la diversificación del riesgo del tipo de cambio a través de la emisión de deuda en monedas distintas del dólar norteamericano, el aumento de la deuda emitida en moneda local, entre otros,

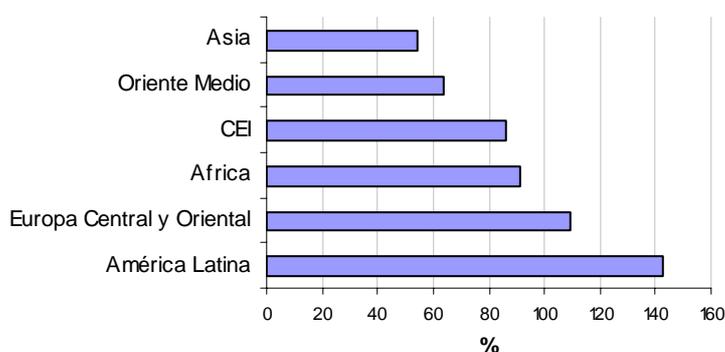
¹⁴ La deuda neta puede ser calculada como deuda total menos reservas internacionales.

constituyen ejemplos claves de la nueva coyuntura del endeudamiento en la región.

Sin embargo, al mismo tiempo, América Latina y el Caribe constituye, en términos absolutos, la segunda región subdesarrollada más endeudada, sólo superada por Asia. Además, en este grupo, exhibe el mayor monto por concepto de pago del servicio de la deuda, superando por más de 79 mil millones de dólares a los países de Europa Central y Oriental (FMI, 2006).

Igualmente, en términos relativos la región presenta una situación más desfavorable que el resto del mundo subdesarrollado. El ratio deuda/exportaciones de bienes y servicios era en el 2005 de 142,3%, seguido de Europa Central y Oriental con un 109,3% (Gráfico 8). En consecuencia, también registra el más elevado ratio de pago del servicio de la deuda/exportaciones de bienes y servicios, con un valor de 35,6%, seguida también por los países de Europa Central y Oriental con un 22,2%.

Gráfico 8. Ratio Deuda / Exportaciones de Bienes y Servicios, 2005



Fuente: Elaborado por las autoras a partir de FMI, *World Economic Outlook*, September 2006, <http://www.imf.org>.

Al interior de la región, a pesar de las mejorías registradas recientemente en cuanto a los diferentes indicadores de deuda, 6 de 19 países de América Latina y 6 de 13 países del Caribe tienen coeficientes de endeudamiento superiores al 100% (CEPAL, 2006 b). Todo esto revela a la región latinoamericana y caribeña, como la más vulnerable en el mundo subdesarrollado, a los cambios relacionados con el costo de la deuda pasada y futura en el escenario internacional y por consiguiente, al endurecimiento de las condiciones de acceso a crédito.

De esta forma, la subida de las tasas de interés en Estados Unidos, tendría tres efectos principales: un primer efecto de disminución del valor total de la deuda externa denominada en dólares, lo cual sería positivo, un segundo efecto contrario, de aumento del costo del servicio de la deuda pactada con tasas de interés variable y un tercero, de incremento del costo de acceso a nuevo financiamiento.

Tradicionalmente, gran parte de las obligaciones externas latinoamericanas ha estado denominada en dólares. En 2005, por ejemplo, el 80% de la deuda

emitida por los países de la región se denominó en dólares, el 10% en euros, el 1% en yenes y el 9% en reales, pesos colombianos, pesos mexicanos, soles y francos suizos (CEPAL, 2006 b). De esta forma, si como consecuencia de una corrección del déficit externo norteamericano, el dólar pierde valor frente a las monedas latinoamericanas, disminuiría el stock de deuda en dólares, expresado en moneda local. Con esto, disminuiría la carga de la deuda, al descender los coeficientes de deuda externa/PIB y de servicio de la deuda/exportaciones.

De hecho, la apreciación que han registrado algunas monedas frente al dólar, desde el 2003, es uno de los factores que han influido en el mejoramiento de los coeficientes de endeudamiento de algunas naciones (CEPAL, 2005), aunque de forma diferenciada en dependencia de la magnitud de la depreciación y la proporción de deuda en dólares. En general, se estima que esta apreciación de los tipos de cambio contribuyó a mejorar en 3 puntos porcentuales el coeficiente de endeudamiento de toda la región (Singh, 2005).

Paralelamente, una subida de las tasas de interés de Estados Unidos, resultado de la depreciación del dólar, traería consigo un aumento del costo de servicio de la deuda pactada con tasas de interés variables. En este sentido, un aspecto positivo en América Latina y el Caribe ha sido la gradual toma de conciencia acerca de los peligros que encierra, en estos momentos, la contracción de deuda con tasas de interés variables. Recientemente, en la región se ha dado una tendencia al aumento de la proporción de deuda pactada a tasa fija en relación con la deuda total. Este indicador pasó en Argentina de representar un 45% a fines de los años noventa, a cerca del 70% en el 2006, en Brasil se elevó del 7% a comienzos de 2002 al 28% de la deuda neta a principios de 2006, en Perú pasó del 38% al 60% entre el 2001 y el 2006, y en Uruguay aumentó del 43% al 70% desde el 2000 hasta la fecha (CEPAL, 2006 b).

A nivel regional, se puede estimar que en el 2005, alrededor del 20% de la deuda total se encontraba denominada con tasas variables, teniendo en cuenta la deuda contraída con bancos privados¹⁵. Según Williamson (2005), generalmente, el financiamiento aportado por estas instituciones, es sobre la base de tasas de interés variables, con lo que el riesgo de pérdidas asociado a un aumento de las mismas recae sobre el prestatario. Así, a pesar de que la proporción de este tipo de deuda ha disminuido, no serían despreciables las afectaciones que sufriría la región a partir de una subida de las tasas de interés asociada a la corrección de los desequilibrios mundiales. Esta afirmación se refuerza si se considera que esta deuda también era equivalente en el 2005 a un 6,8% del PIB regional¹⁶.

Asimismo, al aumentar las tasas de interés de Estados Unidos, no solo se acrecentaría el costo del servicio de la deuda pactada con tasas de interés variables, sino que también se generaría un incremento del costo de la nueva deuda, lo que limitaría el acceso a nuevo financiamiento al endurecer sus

¹⁵ Estimaciones de las autoras a partir de datos de FMI, *World Economic Outlook*, September 2006.

¹⁶ Ídem.

condiciones. Aquellos países de la región con mayores niveles de endeudamiento, se enfrentarían, en general, a una situación financiera mucho más delicada.

En este sentido, la subregión caribeña se encuentra bajo condiciones de mayor vulnerabilidad respecto al resto de América Latina y el Caribe ante la incidencia de un shock de esta naturaleza. En la actualidad, la subregión muestra los mayores niveles de relación deuda/PIB de la región latinoamericana. Los casos más críticos son Guyana con 128,1% de deuda respecto al PIB, Dominica con 88,9%, Granada con un 88,3%, San Kitts y Nevis con un 81,5% y Belice con un 74,8% (CEPAL, 2005 b).

En general para toda la región, la inestabilidad financiera que se generaría al aumentar las tasas de interés globales, influiría negativamente sobre las expectativas de los prestamistas, aumentaría el diferencial de rendimiento en los mercados de bonos y disminuiría su calidad de crédito soberano. Esto último atentaría contra la sostenibilidad de la deuda pública, que para algunos países como Argentina, Ecuador, Uruguay, sigue siendo superior al 50% del PIB (CEPAL, 2006 a).

Estos elementos generarían un efecto recurrente de deterioro de las condiciones de acceso de Latinoamérica a los mercados financieros internacionales. Los costos para América Latina y el Caribe podrían ser más fuertes que para otras regiones, sobre todo considerando que actualmente es la más endeudada del área subdesarrollada y que, históricamente ha sido muy sensible a agudas crisis financieras.

V- Lecciones e implicaciones de política económica

En síntesis, la profundización y sostenimiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos constituye hoy el principal problema estructural de la economía norteamericana y uno de los riesgos más significativos para la estabilidad económica mundial. Las condiciones externas actuales, así como la enorme influencia que tienen las expectativas de los inversionistas globales, no descartan la posibilidad de que, ante un cambio del entorno externo, la corrección de los desequilibrios sea brusca.

Esta corrección desencadenaría un conjunto de reacciones como la depreciación del dólar, el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y a nivel internacional, la desaceleración de la economía norteamericana y, con ello, una contracción de su déficit de cuenta corriente. A la vez, se daría un endurecimiento de las condiciones financieras, con fuertes repercusiones para los países subdesarrollados y una contracción de la actividad económica mundial.

En un contexto como el descrito, se pueden identificar tres áreas de posible afectación en América Latina y el Caribe: el sector exportador, los activos de reserva y las condiciones de financiamiento externo. En el primer caso, los principales riesgos provienen de la posible desaceleración de la economía norteamericana, que implicaría una reducción del volumen de bienes y

servicios exportado por la región. Resulta destacable que la misma ha mantenido y acentuado su dependencia del comercio con Estados Unidos, sobre todo países como México y los de Centroamérica y el Caribe.

En este sentido, la profunda inclinación de la política comercial de muchas economías de la región hacia la firma de TLCs con Estados Unidos, constituye un elemento que viene a reforzar la ya tradicional dependencia. Asimismo, la concertación de tratados comerciales con este país haría a la estructura productiva de la región más dependiente de productos especialmente adaptados a las necesidades de ese mercado, acrecentando la sensibilidad del comercio ante una eventual contracción de la economía norteamericana. Los países menos vulnerables en este contexto, serán aquellos que presenten una estructura de exportaciones relativamente más diversificada con relación a los destinos y una proporción menor de productos de exportación dirigida al mercado estadounidense.

Un menor crecimiento de las economías asiáticas también socavaría el dinamismo de las ventas externas de la región y podría revertir la evolución favorable que han mostrado recientemente los precios de los productos básicos. En este caso, también se revela que aún es insuficiente la diversificación de las exportaciones de la región. Esto ha sido el resultado, entre otros factores, de una apertura comercial indiscriminada en la que se ha obviado, en general, la atención a las políticas de industrialización, la creación de articulaciones al interior de la economía, la educación y la capacitación de los recursos humanos, el desarrollo y financiamiento de los sistemas científico-técnicos nacionales, entre otras áreas esenciales para lograr una verdadera transformación productiva.

Los efectos negativos sobre las exportaciones, de una apreciación de las principales monedas de la región, ante una posible depreciación del dólar, podrían verse atenuados por factores como la denominación en dólares del precio de algunos productos latinoamericanos. Esto no niega que la flexibilidad a la que han tendido los regímenes cambiarios en la región, la hacen más vulnerable ante una profunda depreciación del dólar, que sí afecte la competitividad del sector transable, oponiéndose al desenvolvimiento de un sector que ha sido considerado como uno de los pilares fundamentales del crecimiento y el desarrollo regional.

Por otra parte, se puede afirmar que la acumulación de reservas ha reducido la exposición de la región ante repentinas reversiones de los flujos de capital, han contribuido a mejorar su credibilidad ante los operadores financieros internacionales y, en algunos casos, ha sido una estrategia empleada para evitar la apreciación excesiva del tipo de cambio. No obstante, el hecho de que en muchos casos se haya acumulado un monto que sobrepasa lo considerado necesario, convencionalmente, para contrarrestar posibles shocks de balanza de pagos, implica un significativo costo de oportunidad. Este se asocia con la existencia de recursos invertidos en activos internacionales de bajo rendimiento, que podrían destinarse a impulsar la inversión productiva, creando las bases para un mayor crecimiento en el largo plazo.

Además, los costos cuasifiscales derivados de la esterilización de las intervenciones en el mercado cambiario, se estiman significativos para algunos países, debido a las altas tasas de interés predominantes en la región. Todo esto conduce a plantearse hasta qué punto la estrategia de acumulación creciente de reservas resulta conveniente o no, a partir de sus costos.

En relación con el ajuste del desequilibrio externo norteamericano, la tenencia de un alto volumen de reservas también plantea dos importantes riesgos. El primero, asociado a las previsibles pérdidas de capital como resultado de la depreciación del dólar, moneda que predomina en la composición de estos activos, y el segundo, relacionado con posibles pérdidas de capital debido al aumento de las tasas de interés. La materialización de ambos riesgos, vinculados con la alta concentración de dólares y de bonos norteamericanos en las reservas, pudiera revertir los logros alcanzados por la región, en términos de protección ante shocks. En este sentido, sería recomendable valorar una estrategia de diversificación gradual de la composición de las reservas, que reduzca la vulnerabilidad ante una eventual depreciación del dólar y un aumento de las tasas de interés en Estados Unidos.

La tercera área de posible afectación en América Latina, a partir de la corrección de los desbalances globales, es la relacionada con el financiamiento externo. En este caso, la región estaría expuesta a cuatro efectos: una posible disminución de la afluencia de capital e, incluso reversión de los flujos, debido al aumento de la tasa de interés norteamericana, una reducción del monto de la deuda, vía depreciación del dólar, un aumento del costo de la deuda pactada con tasas variables y, por último, un incremento del costo y un endurecimiento de las condiciones de acceso a nuevos créditos, debido a la subida de las tasas de interés.

Aunque la reducción del monto de la deuda tendría un efecto positivo para América Latina y el Caribe en el corto plazo, el resto de los efectos serían claramente nocivos para el desempeño económico latinoamericano y devendrían, de manera general, en un incremento de la restricción financiera de la región, con fuertes implicaciones en materia de crecimiento.

Aunque en un primer momento, el proceso de liberalización indiscriminada de los flujos de capital extranjero en la región, facilitó la afluencia del capital para darle solución a la escasez de financiamiento, ahora, este proceso se ha convertido en un foco de vulnerabilidad, ante la posible disminución o reversión de los flujos de capital hacia América Latina. Así, dada la actual situación del sistema financiero internacional y los riesgos que aquejan a la economía mundial, parece sensato que los países de América Latina se provean, en lo posible, de instrumentos prudenciales de política económica, incluidos los controles, que les garanticen cierta protección ante la inestabilidad de los flujos internacionales de capital y, con ello, un funcionamiento económico más favorable a sus objetivos de desarrollo de largo plazo.

Se debe destacar que, a pesar de las recientes mejoras de Latinoamérica en cuanto a su situación financiera, esta continúa siendo la región que más afectaciones tendría, tanto por el mayor costo para servir la deuda denominada

con tasas variables, como por la dificultad para acceder a nuevos créditos. Esta mayor vulnerabilidad responde, no sólo a que la región constituye la de peor situación de endeudamiento en el área subdesarrollada, sino también a su historial marcado por profundas crisis financieras.

En definitiva, se revelan importantes zonas de vulnerabilidad que pudieran originar un escenario crítico para la región ante un deterioro de la situación internacional, derivada de la inminente corrección del déficit de cuenta corriente norteamericano. Pero, lo que resulta aún más notable es que este escenario podría emerger ante cualquier otro riesgo de los que se ciernen sobre la economía mundial en la actualidad: un shock de los precios del petróleo, un aumento aún mayor de las tasas de interés norteamericanas por la continuidad de la actual política de la FED, una desaceleración de la economía china, entre otros.

Las lecciones de política que emergen de este análisis resultan relevantes en la reducción de los efectos potenciales de la corrección de la actual situación de desbalances. América Latina y el Caribe se enfrenta hoy a importantes retos en el manejo de su política económica: garantizar la definición de políticas e intereses domésticos que aseguren una mejor posición para enfrentar shocks externos, entra en contradicción con las presiones, tanto de agentes financieros privados, como de organismos financieros internacionales, para introducir una segunda generación de reformas que profundicen la apertura comercial y financiera.

Bibliografía

- Banco Mundial. 2005. *Global Development Finance 2005*, <http://www.worldbank.org>
- _____. 2006. *Global Development Finance 2006*, <http://www.worldbank.org>
- BEA (Bureau of Economic Analysis). 2006. U.S. International Transactions, <http://www.bea.gov>
- Calvo, Guillermo. 1994. *Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects*, Inter-American Development Bank, Office of the Chief Economist, Working Paper 302, www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-302.pdf
- CEA (Council of Economic Advisers). 2006. *Economic Report of the President*. The White House, Washington D. C.
- CEPAL. 2005 a. *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2004-2005*, <http://www.eclac.cl>
- _____. 2005 b. *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2005*, <http://www.eclac.cl>
- _____. 2006 a. *Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe 2005- 2006*, <http://www.eclac.cl>
- _____. 2006 b. *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2005-2006*, <http://www.eclac.cl>
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2004. *Global Financial Stability Report*, <http://www.imf.org>
- _____. 2006. *World Economic Outlook*, September 2006, <http://www.imf.org>
- Odedokun, Matthew, *The 'Pull' and 'Push' Factors in North-South Private Capital Flows. Conceptual Issues and Empirical Estimates*, Discussion Paper No. 2003/43, World Institute for Development Economics Research.
- Rojas- Suárez, Liliana, *Desequilibrios de la economía mundial y su impacto en América Latina*, Center for Global Development, México, 2005.

- Saddi, V., Setter, B. 2006. *Has Latin America Joined Bretton Woods II?*, <http://www.rgemonitor.com>.
- Singh, Anoop. 2005. El contexto mundial y las perspectivas regionales para América Latina y el Caribe, <http://www.imf.org>
- Williamson, John. 2005. Curbing the Bust-Boom Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets, *Policy Analyses in International Economics* 75, <http://www.iie.com>