



Integración financiera y cooperación regional en América del Sur después de la bonanza de los recursos naturales. Balance y perspectivas

Ramiro Albrieu (Coordinador)
André Biancarelli
Paula Cobas
José María Fanelli
Flavia Rovira

SERIE RED SUR 2015. N° 28

ISSN: 2393-6576

Integración financiera y cooperación regional en América del Sur después de la bonanza de los recursos naturales. Balance y perspectivas

Ramiro Albrieu (Coordinador)

André Biancarelli

Paula Cobas

José María Fanelli

Flavia Rovira

Buenos Aires, julio, 2015

INSTITUCIONES MIEMBRO DE RED SUDAMERICANA DE ECONOMÍA APLICADA / RED SUR >

ARGENTINA

Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)
Centro de Investigaciones para la Transformación (CENIT)
Instituto Torcuato Di Tella (ITDT)
Universidad de San Andrés (UDES)

BRASIL

Instituto de Economía, Universidade Estadual de Campinas (IE-UNICAMP)
Instituto de Economía, Universidade Federal de Río de Janeiro (IE-UFRJ)
Instituto de Pesquisa Económica Aplicada (IPEA)
Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX)

PARAGUAY

Centro de Análisis y Difusión de Economía Paraguaya (CADEP)
Desarrollo, Participación y Ciudadanía (Instituto Desarrollo)

URUGUAY

Centro de Investigaciones Económicas (CINVE)
Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República (DECON-FCS, UdelAR)
Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración (IECON-CCEE, UdelAR)

TÍTULOS DE LA SERIE RED SUDAMERICANA DE ECONOMÍA APLICADA / RED SUR >

- El Boom de Inversión Extranjera Directa en el Mercosur
- Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur
- Sobre el Beneficio de la Integración Plena en el Mercosur
- El desafío de integrarse para crecer: Balance y perspectivas del Mercosur en su primera década
- Hacia una política comercial común del Mercosur
- Fundamentos para la cooperación macroeconómica en el Mercosur
- El desarrollo industrial del Mercosur
- 15 años de Mercosur
- Mercosur: Integración y profundización de los mercados financieros
- La industria automotriz en el Mercosur
- Crecimiento económico, instituciones, política comercial y defensa de la competencia en el Mercosur
- Asimetrías en el Mercosur: ¿Impedimento para el crecimiento?
- Diagnóstico de Crecimiento para el Mercosur: La Dimensión Regional y la Competitividad
- Ganancias Potenciales en el Comercio de Servicios en el Mercosur: Telecomunicaciones y Bancos
- La Industria de Biocombustibles en el Mercosur
- Espacio Fiscal para el Crecimiento en el Mercosur
- La exportación de servicios en América Latina: Los casos de Argentina, Brasil y México
- Los impactos de la crisis internacional en América Latina: ¿Hay margen para el diseño de políticas regionales?
- La inserción de América Latina en las cadenas globales de valor
- El impacto de China en América Latina: Comercio e Inversiones
- Los desafíos de la integración y los bienes públicos regionales: Cooperación macroeconómica y productiva en el Mercosur
- Enrique V. Iglesias. Intuición y ética en la construcción de futuro
- Los recursos naturales como palanca del desarrollo en América del Sur: ¿ficción o realidad?
- Los recursos naturales en la era de China: ¿una oportunidad para América Latina?
- ¿Emprendimientos en América del Sur?: La clave es el (eco) sistema
- Uruguay + 25. Documentos de Investigación
- Reporte Anual y Resumen Ejecutivo “Recursos Naturales y Desarrollo” > Edición 2014

La Red Sudamericana de Economía Aplicada/Red Sur es una red de investigación formada por universidades públicas y privadas, y centros de producción de conocimiento de la región. Sus proyectos son regionales e involucran permanentemente a investigadores/as de varios países de América del Sur.

La misión de la Red es contribuir al análisis y el debate socioeconómico regional identificando respuestas a los desafíos del desarrollo. Promueve, coordina y desarrolla estudios conjuntos desde una perspectiva independiente y rigurosa sobre la base de metodologías comunes desde una visión regional. Integra las dinámicas globales y analiza las lecciones aprendidas de otras experiencias y regiones, para atender las prioridades para el crecimiento inclusivo y sustentable en América del Sur.

Desde sus inicios, la Red ha tenido el apoyo del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC de Canadá).



Edificio Mercosur,
Luis Piera 1992, 3er piso 11200, Montevideo –
Uruguay Tel: (+598) 2410 1494
www.redsudamericana.org
coordinacion@redmercosur.org

Esta publicación se realizó en el marco del proyecto Cooperación regional para la gestión de la liquidez internacional en el Mercosur (Regional Cooperation for International Liquidity Management in Mercosur), financiado por el Fondo Pérez Guerrero (PGTF). Contó también con el apoyo del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC, Canadá).

El documento presenta evidencia acerca de las nuevas estrategias de administración de activos y pasivos de las economías de la región contra el resto del mundo, el nuevo papel del sector público al respecto, y las oportunidades de cooperación financiera. El libro repasa los hechos estilizados referidos a la nueva estrategia de integración financiera de la región y discute los espacios para la cooperación financiera regional.

A la hora de evaluar los mecanismos de coordinación existentes entre los países de Latinoamérica, se ha hecho énfasis en la asimetría entre los países de la región, y su papel en la determinación de beneficios y los costos de coordinar. Este trabajo busca aportar a este debate, mediante la incorporación de un enfoque de redes, en el sentido de considerar adicionalmente a las características propias de cada país, los vínculos bilaterales existentes entre los mismos.

© RED SUDAMERICANA DE ECONOMÍA APLICADA / RED MERCOSUR

Coordinación: Ramiro Albrieu

Edición: Natalia Uval

Producción: Carolina Quintana

ISBN: 978-9974-8272-8-8

Página web: www.redsudamericana.org

Agosto 2015

Diseño y armado: Diego García

Todos los derechos reservados. Prohibida la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier procedimiento (ya sea gráfico, electrónico, óptico, químico, mecánico, fotocopia, etc.) y el almacenamiento o transmisión de sus contenidos en soportes magnéticos, sonoros, visuales o de cualquier tipo sin permiso expreso del editor.

Para solicitar autorización para realizar cualquier forma de reproducción o para proceder a la traducción de esta publicación, diríjase a la Oficina de Coordinación de la Red Sur enviando un mail a: coordinacion@redmercosur.org

Integración financiera y cooperación regional en América del Sur después de la bonanza de los recursos naturales. Una introducción

Ramiro Albrieu
Red Sur/CEDES

Buenos Aires, diciembre, 2015

Integración financiera y cooperación regional en América del Sur después de la bonanza de los recursos naturales. Una introducción

Una de las mudanzas menos estudiadas que ocurrieron junto al cambio de siglo se refiere a los rasgos de la integración financiera en los países de América del Sur. Se ha discutido largo sobre las características de la bonanza externa (tanto del lado comercial, con el boom en los precios de las principales *commodities* de exportación, como del lado financiero, con tasas de interés muy bajas en términos históricos) y sobre sus efectos sobre la macroeconomía (ver, por ejemplo, Ocampo, 2007 y Céspedes y Velasco, 2012), la estructura productiva (Cárdenas y Kugler, 2011; Albrieu *et al.*, 2013), las cuentas fiscales (Gómez Sabaini *et al.*, 2015) y los avances sociales (Lustig *et al.*, 2013). Pero temas como las nuevas estrategias de administración de activos y pasivos de las economías de la región contra el resto del mundo, el nuevo papel del sector público al respecto, y las oportunidades de cooperación financiera que aparecen, han atraído poco o nulo interés tanto de la academia como de los *policy makers*. Este libro intenta aportar a esta literatura aún incipiente.

En esta introducción se adelantan (algo arbitrariamente) algunos de los aportes de este libro. Se repasan primero los hechos estilizados referidos a la nueva estrategia de integración financiera de la región y se discuten luego brevemente los espacios para la cooperación financiera regional.

Integración financiera sudamericana 2.0

Desde el colapso del sistema de cooperación internacional conocido como *Bretton Woods* las economías emergentes comenzaron a transitar terrenos sinuosos, caracterizados por fuertes expansiones y también fuertes contracciones –o crisis–, generalmente motivadas por los vaivenes de la cuenta financiera de la balanza de pagos. Así, en este período post Bretton Woods, también llamado la “Segunda Globalización”, mientras en el mundo avanzado la macroeconomía atravesaba la Gran Moderación, en buena parte del mundo emergente comenzaba un período de crisis macroeconómicas recurrentes. Y América del Sur no pasó desapercibida: en el último cuarto del siglo XX fue la región con mayor cantidad de crisis (Laeven y Valencia, 2008). En ese período, en cada año uno de cada diez países de la región estaba en crisis, mientras que el promedio para el resto del mundo era de uno en veinte.

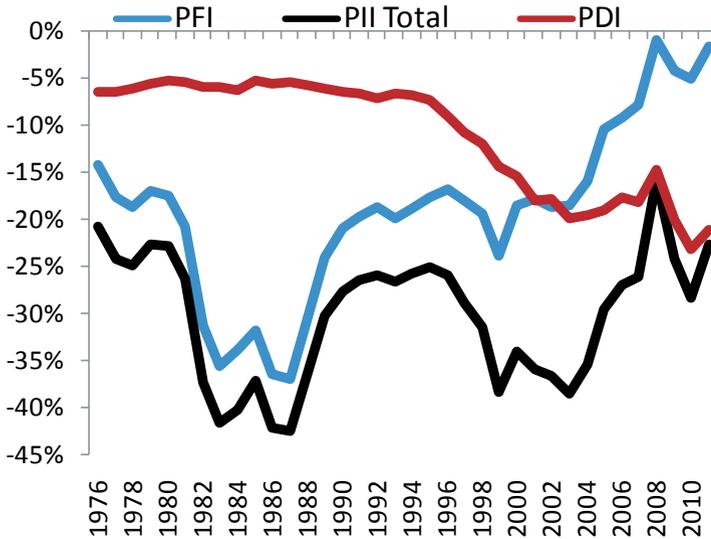
No parece casual entonces que, frente a un cambio en las condiciones externas, que significó un aflojamiento de las tensiones en el mercado de cambios, la respuesta

de la región haya sido muy distinta a la del pasado. Evitar una apreciación excesiva de los tipos de cambio reales, reprimir todo posible *overtrading* en los mercados de deuda externa y reducir la exposición de las hojas de balance a un salto en el tipo de cambio nominal; esos tres objetivos persiguieron las políticas financieras de los países de la región (con diferencias que hacia delante podrán ser determinantes, como se discute en Fanelli, en este volumen).

Las mutaciones de comportamiento fueron de tal magnitud que no sólo se observaron en los flujos: modificaron los stocks. Por un lado, la posición de inversión internacional (PII), esto es, la diferencia entre los activos totales y los pasivos totales, mejoró sensiblemente a lo largo de la última década, registrando los menores valores desde el inicio de la Segunda Globalización (véase Gráfico 1). Si se excluye al país de mayor tamaño –Brasil–, la reducción en la posición deudora neta es incluso más marcada. Por otro lado, se modificó sensiblemente la composición de la PII: mientras creció la posición deudora en lo que respecta a la inversión directa, hubo una reducción fenomenal en la exposición puramente financiera. La inversión directa es típicamente más estable, menos conectada con los ciclos financieros globales que el resto de las inversiones. Así, al modificar la estructura de los stocks, la región parece elegir una forma de integración financiera más beneficiosa, porque la menor dependencia de las entradas de capital financiero redundan en una menor probabilidad de crisis (Didier y Schmukler, 2014). Nuevamente, si excluimos a Brasil la tendencia se profundiza, y hacia 2011 América del Sur se vuelve acreedor neto contra el resto del mundo en materia financiera. Y en algunos países toma tal magnitud que más que compensa la posición deudora en inversiones directas (un interesante debate sobre las causas y consecuencias de este hecho puede leerse en los capítulos de Fanelli y Albrieu y Biancarelli).

Gráfico 1

Posición de Inversión Internacional (PII) en América del Sur, y su desagregación en posición directa (PDI) y financiera (PFI)



Nota: Elaboración propia en base a Lane y Milesi Ferretti (2007) y bancos centrales.

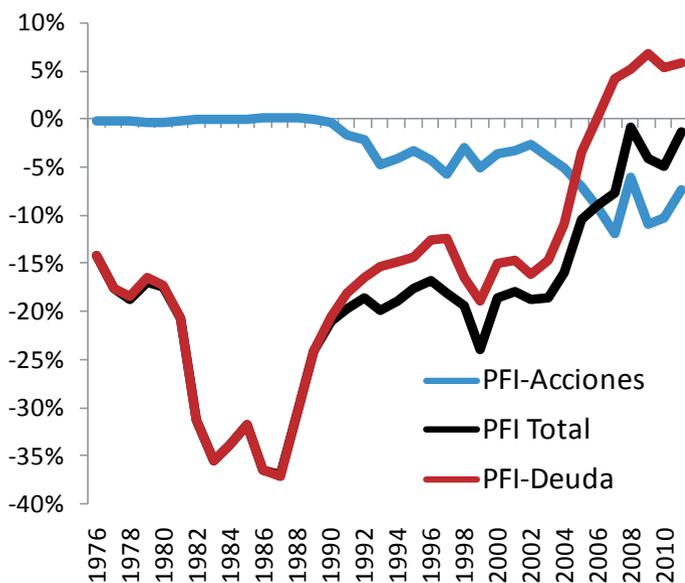
Los cambios en la integración financiera de los países de la región no terminaron ahí. En el pasado, la vulnerabilidad a *shocks* financieros adversos se asociaba al quiebre patrimonial de agentes clave de la economía (el gobierno, los bancos, o las firmas no financieras) cuando una devaluación inflaba los pasivos emitidos en dólares (Calvo, 1999). Esta dinámica, similar en cierta medida a la descrita por Fisher (1933) al explicar la Gran Depresión, toma importancia si el diseño contractual de los pasivos deja al riesgo cambiario del lado del deudor, como es el caso de los préstamos bancarios en moneda extranjera o buena parte de los instrumentos de renta fija. En cambio, si las obligaciones externas toman la forma de participación en los mercados accionarios, o si los instrumentos se pactan en moneda local, el panorama cambia: el riesgo cambiario pasa al acreedor.

El Gráfico 2 exhibe la evolución de la posición financiera internacional (PFI), es decir, la que resulta de restarle a la PII la posición en inversiones directas. Se presenta adicionalmente desagregada en instrumentos de deuda (que incluyen los préstamos

bancarios) y acciones. Nótese allí que en la cuenta donde se concentran los riesgos que mencionamos antes, la región pasó a lo largo de la década de deudor a acreedor neto, mientras que la posición en acciones se mantiene en terrenos negativos (deudores), y su movimiento replica los vaivenes del mercado. En este cambio de stocks se verifica también la opción por una integración financiera con menos riesgos que en el pasado. Gourrinchas *et al.* (2012), en su recuento de las transferencias de riqueza originadas por la crisis *subprime*, muestra cómo Brasil mejoró su PFI gracias a la caída en los mercados y la devaluación del real, en tanto el grueso de las obligaciones financieras se concentraba en las acciones.

Gráfico 2

Posición Financiera Internacional (PFI) en América del Sur, y su desagregación en posición en acciones y en instrumentos de deuda

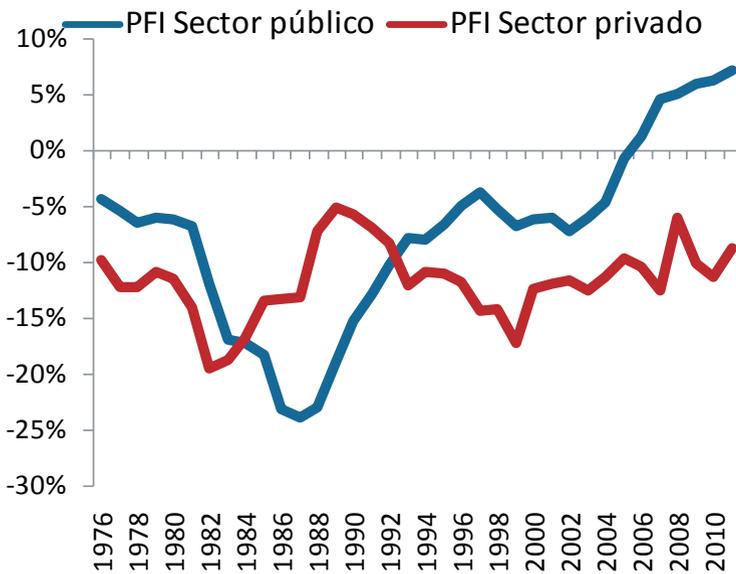


Nota: Elaboración propia en base a Lane y Milesi Ferretti (2007) y bancos centrales.

Otro rasgo usual en los eventos de crisis financieras del pasado es el default parcial o total de la deuda pública, lo cual por supuesto reduce el espacio fiscal para hacer políticas anticíclicas y de esta manera profundiza el tinte recesivo imperante. Estas crisis soberanas se relacionan con las crisis financieras en formas complejas, y seguro hay conexiones bidireccionales activas, como lo muestra el repaso de la crisis chilena de los ochenta que hace Díaz Alejandro (1984). Los cambios ocurridos en la

última década también redujeron los riesgos de este tipo de dinámicas. Por un lado, los “pasivos ocultos” del sector público son bajos: el nivel de endeudamiento neto del sector privado de hecho se redujo, a pesar de que los estándares de crédito se habían relajado, esto último motivado por bajas tasas de interés en los mercados internacionales y altos valores para el colateral (la dotación de recursos naturales). Por otro lado, y quizás más importante, la PFI del sector público mejoró sensiblemente, hasta llegar a ser superavitaria por 5% del PBI regional. Quizás sea este el principal elemento novedoso del cambio de siglo: que los gobiernos sudamericanos sean exportadores netos de capital es un hecho que no había estado presente en toda la Segunda Globalización. Como se remarca en Albriey y Biancarelli (en este volumen), si bien entre 2003 y 2008 esta mejora se dio a través del desendeudamiento (y por lo tanto, la desglobalización), a partir de la crisis *subprime* el panorama cambió, y la acumulación de reservas –que venía siendo importante– pasó a ser la principal fuente de fortalecimiento de la PFI del sector público.

Gráfico 3
Posición Financiera Internacional (PFI) en América del Sur, y su desagregación en posición del sector público y posición del sector privado

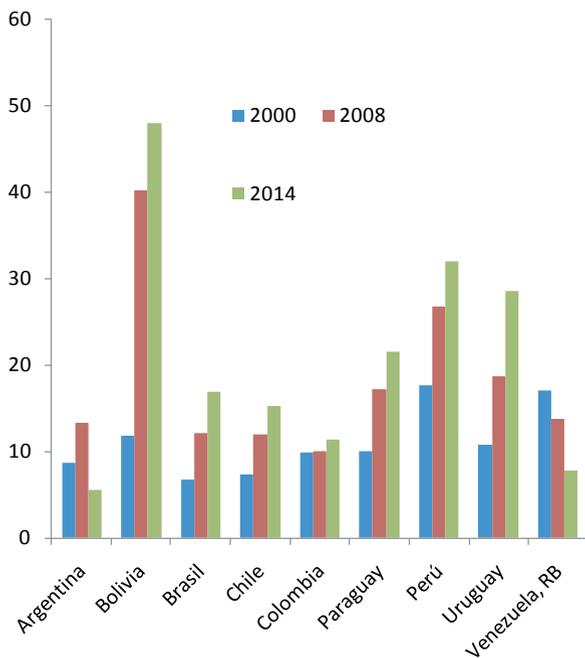


Nota: Elaboración propia en base a Lane y Milesi Ferretti (2007) y bancos centrales.

¿Qué hacer con las reservas?

Las mudanzas mencionadas más arriba en los rasgos de la integración financiera han modificado los desafíos de política financiera en la región. Con menores niveles de endeudamiento y menores riesgos asociados a ese endeudamiento, la discusión pasa por la administración de los activos. Al respecto, la principal estrategia seguida por los gobiernos de la región fue el auto-seguro que caracterizó a buena parte del mundo emergente (Aizenmann y Lee, 2007): acumular activos externos líquidos “por las suyas”: en promedio las reservas internacionales en los países de América del Sur pasaron de 10% del PIB en 2003 a 18% del PIB en 2013-2014 (véase Gráfico 4). En algunos casos, como el de Bolivia y Uruguay, el stock de reservas llegó a niveles superiores a 30% del PIB, valores no muy lejanos a los prevalecientes en Asia emergente (excluyendo China) en los últimos años. En otros, como Argentina y Uruguay, el panorama no es tan alentador, y las reservas en términos de PIB no llegan a los dos dígitos.

Gráfico 4
Activos externos netos del banco central (% del PIB)



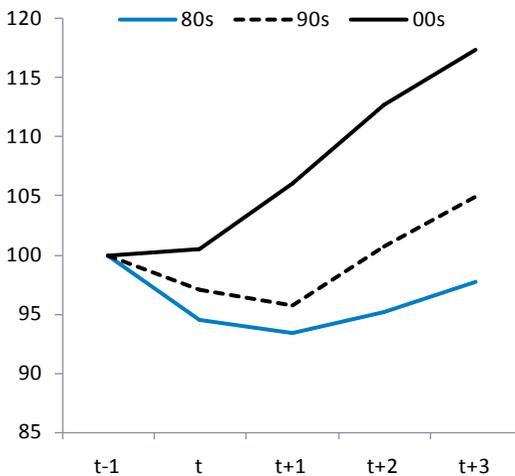
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

¿Cuáles son los costos y beneficios de dicha estrategia? Del lado de los beneficios, Albrieu (en este volumen) los resume con un evento: la crisis *subprime*. En efecto, el descalabro global se transmitió a la región en la forma de caída en los precios de las materias primas, contracción del comercio y mayor tensión en los mercados financieros. Con *shocks* externos en algún punto similares a los ocurridos a principios de los ochenta o fines de los noventa, el desempeño macroeconómico de la región fue distinto esta vez: no hubo colapso productivo (véase Albrieu y Fanelli, 2010, para más detalles), y la literatura especializada destaca el rol del stock de reservas como uno de los principales predictores del desempeño macroeconómico en el entorno de la crisis *subprime* (Bussiere *et al.*, 2014). El Gráfico 5 dibuja las trayectorias del PIB real alrededor de los tres eventos de crisis; la diferencia es evidente.

Gráfico 5

Los beneficios del autoseguro

Evolución del PIB real en América del Sur frente a tres turbulencias globales



Nota: “t” refiere al comienzo de la crisis.

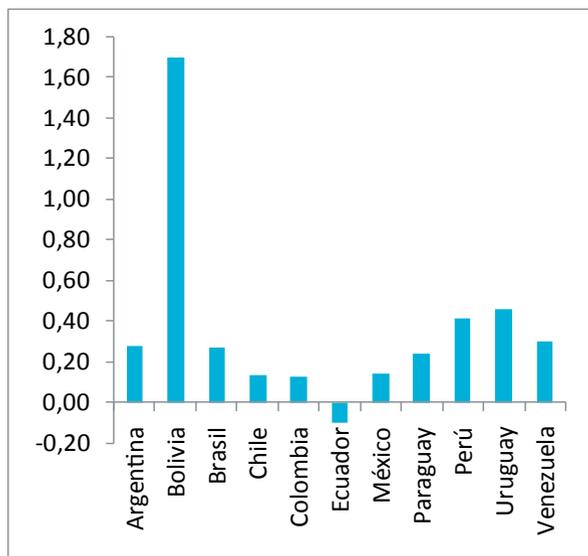
Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI y Moxlad.

¿Qué podemos decir de los costos del autoseguro? La estrategia privilegia el ahorro en momentos de bonanza, lo cual hace todo el sentido del mundo pero puede no ser óptimo en países en desarrollo. Entonces aparece un primer costo que computar: el uso para avanzar en inversiones necesarias desde el punto de vista del desarrollo. El problema aquí es que es baja la capacidad de absorción de dichas inversiones por parte de las economías del América del Sur, de manera que el resultado puede ser un proceso inflacionario en el sector no transable (véase van der Ploeg y Venables, 2010, y FMI, 2012).

Asociado a este problema, aparece la enfermedad holandesa de Corden y Neary (1982): la liquidación de las reservas genera una presión a la apreciación del tipo de cambio, con el consecuente efecto negativo sobre las exportaciones no tradicionales, que en los países de América del Sur se concentran en la industria y los servicios (Albrieu *et al.*, 2011). Estas dinámicas ponen un límite a la capacidad de las políticas para intercambiar en el portafolio de activos reservas por activos físicos (como la infraestructura) o intangibles (como el capital humano).

El segundo costo refiere a un problema de rentabilidad. La pérdida de renta se asocia no sólo al tipo de activo seleccionado, que es típicamente libre de riesgo y por ello de baja rentabilidad; también se refiere a los posibles costos de esterilización relacionados con el motivo precautorio para acumularlo (Levy Yeyati, 2008; Frenkel, 2007). Entonces, por cada dólar (u otro activo de bajo riesgo y retorno) que el banco central decide comprar, se emitirá una deuda que pagará una tasa de interés considerablemente mayor. Albrieu y Biancarelli (en este volumen) realizan algunos cálculos interesantes sobre este *carry cost* de las reservas, y concluyen que en buena parte de los casos el stock que mantienen los países de la región supera ampliamente lo requerido para asegurarse frente a la probabilidad de una crisis financiera.

Gráfico 6
El costo del autoseguro



Nota: El cálculo se realiza sobre las reservas excedentes, calculadas como aquellas por exceso de 3 meses de importaciones
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BID.

El caso de la cooperación financiera regional

¿Qué alternativas quedan? En el libro exploramos la posibilidad de crear bienes públicos regionales asociados a las finanzas. En particular, avanzamos discusiones sobre un fondo de estabilización de las balanzas de pagos y los incentivos a cooperar en el financiamiento de la (deficiente) infraestructura regional.

Con respecto al primer punto, es interesante notar que mecanismos regionales de cooperación monetaria y financiera de este estilo han proliferado en todas las regiones del mundo desde que comenzó la segunda globalización (Ocampo, 2006). En algunos casos de un modo más formal y estricto, como en Europa, y en otros más informal y flexible, como en Asia, pero en todos los casos respondiendo al interés por reducir los costos de la autarquía financiera pero también aquellos asociados a los vaivenes del sistema financiero internacional que mencionamos al principio.

En América del Sur existe una iniciativa exitosa y duradera: el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). El principio básico detrás de este mecanismo es un uso compartido de parte de las reservas internacionales a fin de aumentar la liquidez disponible para los socios en un momento de dificultades de balanza de pagos. Creado en 1978, tiene actualmente nueve países miembros, casi todos ellos ubicados en la región andina. A pesar de su modesto tamaño, todas las evaluaciones disponibles califican su desempeño como muy bueno: por encima del riesgo de los países miembro, y también por encima de otras instituciones financieras regionales. El principal punto negativo es, por supuesto, que no tiene entre sus socios a tres economías grandes de la región: Brasil, Argentina y Chile.

¿Tiene sentido un mecanismo regional de este tipo? La evidencia sobre comovimiento y frecuencia de *shocks* externos apunta a una respuesta positiva (véase gráfico 7 y una discusión en Titelman *et al.*, 2014). Si miramos las correlaciones de los *shocks* comerciales vemos que los comovimientos positivos y significativos son pocos, con lo cual habría dinámicas idiosincrásicas que computar. Entre Argentina, Brasil y Paraguay se observa una correlación más estrecha, de manera que podrían también existir ciclos subregionales activos. Si pasamos a los *shocks* sobre la cuenta de capital, es de esperar que sean más sincronizados, por lo que contábamos más arriba. Y ello es lo que se observa en la evidencia: los países con mayor integración financiera están más sujetos a *shocks* comunes; el resto (destacan Argentina y Venezuela) tienen dinámicas conectadas entre sí pero ajenas a lo que ocurre en el resto de la región.

Gráfico 7

Racionalidad de la cooperación financiera regional: la balanza de pagos

(a) Matriz de correlaciones de los movimientos en los términos de intercambio

	Argentina	Bolivia	Chile	Colombia	Ecuador	Paraguay	Perú	Uruguay	Venezuela	Brasil
Argentina	1,00	0,58	0,08	0,32	0,25	0,52	0,18	0,15	0,41	0,37
Bolivia	0,58	1,00	0,03	0,40	0,24	0,63	0,24	0,24	0,27	0,24
Chile	0,08	0,03	1,00	0,11	0,31	-0,23	0,87	-0,59	0,36	0,34
Colombia	0,32	0,40	0,11	1,00	0,54	0,23	0,31	0,01	0,36	0,57
Ecuador	0,25	0,24	0,31	0,54	1,00	-0,20	0,23	-0,67	0,86	0,13
Paraguay	0,52	0,63	-0,23	0,23	-0,20	1,00	-0,09	0,61	-0,20	0,29
Perú	0,18	0,24	0,87	0,31	0,23	-0,09	1,00	-0,28	0,22	0,56
Uruguay	0,15	0,24	-0,59	0,01	-0,67	0,61	-0,28	1,00	-0,72	0,12
Venezuela	0,41	0,27	0,36	0,36	0,86	-0,20	0,22	-0,72	1,00	0,03
Brasil	0,37	0,24	0,34	0,57	0,13	0,29	0,56	0,12	0,03	1,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BID.

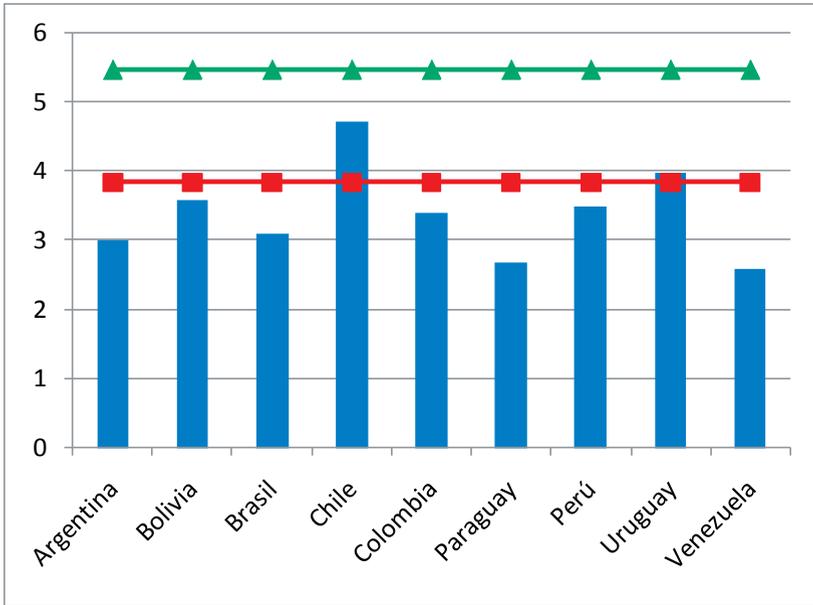
(b) Matriz de correlaciones de los movimientos en los flujos de capital

	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Paraguay	Perú	Uruguay	Venezuela
Argentina	1,00	0,34	-0,17	-0,09	-0,17	0,08	0,33	-0,09	-0,23	0,56
Bolivia	0,34	1,00	0,28	0,41	0,03	0,07	0,17	-0,06	0,03	0,11
Brasil	-0,17	0,28	1,00	0,28	0,83	0,05	0,60	0,66	0,62	-0,40
Chile	-0,09	0,41	0,28	1,00	0,41	0,35	0,41	0,44	0,59	-0,02
Colombia	-0,17	0,03	0,83	0,41	1,00	0,24	0,75	0,73	0,78	-0,37
Ecuador	0,08	0,07	0,05	0,35	0,24	1,00	0,02	0,17	0,10	0,35
Paraguay	0,33	0,17	0,60	0,41	0,75	0,02	1,00	0,34	0,73	0,11
Perú	-0,09	-0,06	0,66	0,44	0,73	0,17	0,34	1,00	0,65	-0,42
Uruguay	-0,23	0,03	0,62	0,59	0,78	0,10	0,73	0,65	1,00	-0,35
Venezuela	0,56	0,11	-0,40	-0,02	-0,37	0,35	0,11	-0,42	-0,35	1,00

Fuente: Elaboración propia en ba

Con respecto al financiamiento de bienes públicos regionales, es claro que la infraestructura es una de las áreas más rezagadas de la región (véase gráfico 8). Dentro de la banca que financia proyecto de largo plazo destacan por su historia y su cartera de préstamos dos instituciones: el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF). Ambas instituciones proveen financiamiento a largo plazo para el desarrollo con una perspectiva regional, pero con algunas diferencias sustanciales en la estructura de toma de decisiones (Ocampo, 2014). Aplicar parte de las reservas a la capitalización de estas instituciones –en particular de la CAF– seguramente dará sus dividendos.

Gráfico 8
Calidad de la infraestructura



Nota: Índice de rango 1-7.
Fuente: World Economic Forum.

Sin embargo, si queremos poner la lupa en el financiamiento de la infraestructura regional, debemos incorporar al análisis la iniciativa para la Integración de la Infraestructura Regional Sudamericana (IIRSA). Se trata de un acuerdo suscrito entre 12 países de América del Sur en el año 2000, que con la llegada de la UNASUR pasó a constituir un foro técnico del Consejo Suramericano de Infraestructura y Planeamiento (COSIPLAN) y cuenta con una cartera total de 580 proyectos, por un total de 165 mil millones de dólares. De ese grupo, 31 proyectos estructurados son considerados prioritarios (los API), por un total de 21 mil millones de dólares. ¿Cuál es la debilidad de IIRSA? La baja ejecución: menos del 20% de los proyectos (15% del capital) han sido completados, lo que lleva a Lampert Costa y Forero Gonzales (2015) a concluir que “en los catorce años de IIRSA, se ha avanzado muy poco para satisfacer las necesidades identificadas para las inversiones en la infraestructura física de la región”.

En suma, la cooperación financiera regional muestra luces y sombras, éstas últimas relacionadas con un rasgo más general presente en la región: la incapacidad para crear instituciones supranacionales que cumplan su cometido. En la raíz de este

subdesarrollo institucional se encuentran iniciativas que no se corresponden con las verdaderas matrices de costos y beneficios que enfrentan los países. Por supuesto, es difícil que para cada diseño institucional se revele de antemano la matriz de pagos de cada participante, y de allí su incentivo a cooperar.

Tratando de correr el velo, Cobas y Rovira (en este volumen) realizan un avance: encuentran un caso (el listado de APIs de IIRSA) donde es posible revelar los incentivos de los países intervinientes, y por lo tanto detectar las zonas de cooperación y las de conflicto. Si bien se trata de un caso particular, extender esta estrategia al resto de las esferas de cooperación financiera regional sería el primer paso para diseñar instituciones que persistan en el tiempo.

Referencias

- Aizenman, J. y J. Lee (2007).** “International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence”, *Open Economies Review*, 18(2).
- Albrieu R. y J.M. Fanelli (2010).** “La crisis global y sus implicaciones para América Latina”. Instituto real Elcano working paper 40/2010.
- Albrieu, R.; Lopez, A. y G. Rozenwurcel (2011).** Los recursos naturales como palanca para el desarrollo. ¿Ficción o realidad? Red Mercosur.
- Albrieu, R.; Lopez, A. y G. Rozenwurcel (2013).** Los recursos naturales en la era de China. ¿Una oportunidad para América Latina? Red Mercosur.
- Bussière, Matthieu y Cheng, Gong y Chinn, Menzie David y Lisack, Noemie (2015).** For a Few Dollars More: Reserves and Growth in Times of Crises (April). Banque de France, Working Paper No. 550.
- Calvo, G. (2002).** “On Dollarization”. *The Economics of Transition*, The European Bank for Reconstruction and Development, Vol. 10, No. 2, pp. 393-403, julio.
- Cárdenas, M. y A. Kugler (2011).** “The Reversal of the Structural Transformation in Latin America After China’s Emergence”. Mimeo, Brookings Institution.
- Céspedes, L. y A. Velasco (2012).** “Macroeconomic Performance During Commodity Price Booms and Busts”, NBER Working Papers 18569, National Bureau of Economic Research.
- Corden, W.M. y J.P. Neary (1982).** Booming sector and de-industrialisation in a small open economy, *Economic Journal*, 92, 825-848.
- Díaz Alejandro (1984).** “Latin American Debt: I Don’t Think We are in Kansas Anymore”, *Brookings papers on economic activity*, Nro. 2.
- Didier, T. y S. Schmukler (2014).** *Emerging Issues in Financial Development: Lessons from Latin America*, Inter-American Development Bank, UN-Economic Commission for Latin America and the Caribbean, and World Bank.

- Fanelli, J.M. (2008).** Mercosur: integración y profundización de los mercados financieros. Montevideo: Red Mercosur.
- Fisher, I. (1933).** “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica* 1 (4): 337-57.
- Frenkel, R. (2007).** La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria. *Revista de la Cepal* 93, diciembre.
- Gómez Sabaini, J.C.; Jiménez, J. P. y D. Morán (2015).** “El impacto fiscal de la explotación de los recursos naturales no renovables en los países de América Latina y el Caribe”. Mimeo, CEPAL.
- Gourinchas, P.; Rey, H. y K. Truempler (2012).** “The financial crisis and the geography of wealth transfers”, *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 88(2), pages 266-283.
- IMF (2012).** ‘Macroeconomic Policy Frameworks for Resource-Rich Developing Countries’, IMF, Background paper for board: Paper 1.
- Laeven, L. y F. Valencia (2008).** “Systemic Banking Crises: A New Database”. IMF Working Paper No. 08/224.
- Laeven, L. y F. Valencia (2012).** “Systemic Banking Crises Database: An Update”. IMF Working Paper No. 12/163.
- Lampert Costa, C. y M. Forero Gonzales (2015).** “Infraestrutura Física e Integração Regional na América do Sul: uma avaliação da iniciativa para a integração da infraestrutura regional da América do Sul”. Texto para Discussão, IPEA 2060.
- Lane, P. y G.M. Milesi-Ferretti (2007).** “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”, *Journal of International Economics* 73, November, 223-250.
- Levy Yeyati, E. (2008).** “The Cost of Reserves”, *Economic Letters*, 100(1):39-42.
- Lustig, N.; Lopez-Calva, L. y E. Ortiz-Juarez (2013).** “Deconstructing the Decline in Inequality in Latin America”, Working Papers 1314, Tulane University, Department of Economics.
- Ocampo J. A. (2006).** Cooperación financiera regional. Santiago de Chile: ECLAC.
- Ocampo, J.A. (2007).** “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”. *Revista de la CEPAL* 93, diciembre.
- Ocampo, J.A. (2014).** “La arquitectura monetaria y financiera internacional a la luz de la crisis”. En del Valle Rivera, M. (ed.), *América Latina: su arquitectura financiera*. México: Universidad Nacional Autónoma de México, Instituto de Investigaciones Económicas.
- Ploeg, F. van der y A.J. Venables (2010).** Harnessing windfall revenues: Optimal policies for resource-rich, developing economies, Oxcarre Research Paper 9, University of Oxford.
- Rodrik, D. (2006).** “The social cost of foreign exchange reserves”, NBER Working Paper No. 11952.
- Titelman, D.; Vera, C.; Carvallo, P y E. Pérez-Caldentey (2014).** “Un fondo de reservas regional para América Latina”. *Revista de la CEPAL* 112.

La bonanza de términos del intercambio y la integración financiera de América del Sur

José María Fanelli
CEDES

Buenos Aires, julio, 2015

1. Introducción

En América del Sur, si bien las economías presentan un grado dispar de profundización financiera, el bajo desarrollo financiero es más la regla que la excepción (de la Torre, 2011; Fanelli, 2011). Este hecho no impidió, sin embargo, que la región se beneficiara con importantes flujos de capital –particularmente inversión extranjera directa– y con la posibilidad de que sus residentes realizaran inversiones en mercados del exterior. Esos flujos, no obstante, no han estado en condiciones de reemplazar las funciones que deben cumplir las estructuras locales de intermediación, ya que la oferta de instrumentos es limitada y sólo los agentes más grandes y sofisticados tienen acceso a fondos del exterior. Además, si bien la inversión extranjera directa ha aportado a la región oportunidades de acceso a tecnología y nuevos mercados, no ha tenido beneficios directos en términos de desarrollo financiero. En realidad, es probablemente debido a la debilidad de los mercados de capital y la gobernanza corporativa que la inversión directa tiene una presencia tan marcada.

Los beneficios de la integración no se obtuvieron sin costos. En particular, porque aumentó la exposición a *shocks* externos y porque no está claro hasta qué punto la apertura de la cuenta capital es funcional al desarrollo financiero doméstico.

En lo relativo a la exposición a *shocks*, la experiencia de la región en el marco de la segunda globalización indica que los flujos pueden ser volátiles y pro-cíclicos y que los mecanismos de amortiguación del riesgo agregado que provee la arquitectura financiera internacional¹ son poco efectivos para amortiguar la volatilidad y los eventos de freno súbito en los flujos de capital, independientemente de si estos fenómenos se deben a inestabilidad en los mercados internacionales o a cambios abruptos en las expectativas de los inversores sobre el futuro de una economía dada. Frecuentemente se argumenta que la mayor exposición a *shocks* tiene el beneficio colateral de obligar a ordenar la macroeconomía debido a la severidad del castigo que suelen proporcionar los mercados (Kose *et al.*, 2009). Y ello es cierto. Pero también lo es que la ausencia de mecanismos amortiguadores en la arquitectura financiera internacional aumenta tanto la severidad como la probabilidad de recibir el castigo, aun si la macroeconomía está ordenada debido a inestabilidad en otras partes del sistema, incluidos fenómenos de contagio. Como mayor severidad y probabilidad aumentan los costos esperados en términos de crecimiento, no sorprende que luego de la sucesión de crisis en los noventa hayan proliferado estrategias de auto-aseguramiento basadas en la acumulación de reservas internacionales que absorben ahorro que debería ser canalizado a la inversión.

1. Sobre los problemas de la arquitectura financiera internacional y propuestas de reforma ver Naciones Unidas (2009).

Los desafíos que enfrenta América del Sur en lo que hace a la interacción entre integración y desarrollo financieros no son sencillos. Kose *et al.* (2009) exponen de manera muy clara lo que puede considerarse el núcleo del problema. Luego de realizar una revisión exhaustiva de la literatura reciente sobre globalización financiera, estos autores concluyen que la integración internacional puede impulsar el desarrollo de los mercados financieros nacionales así como otros aspectos que contribuyen a ese desarrollo, como una mejor gobernanza y mayor disciplina macroeconómica. Pero también advierten que existe un obstáculo no menor: los beneficios no pueden conseguirse si el desarrollo de los mercados financieros, la calidad de las instituciones, la eficacia de la gobernanza, las políticas macroeconómicas y la integración comercial no alcanzan un umbral mínimo.

Esto implica, según nuestra interpretación, que una economía puede quedar fácilmente presa de una trampa de bajo desarrollo financiero: si el umbral mínimo no se alcanza, un país podría estar financieramente subdesarrollado justamente debido a que está financieramente subdesarrollado. Es más, dado que las crisis financieras generan regresión en el desarrollo financiero y que las economías que se integran a las finanzas internacionales sin estar financieramente desarrolladas son vulnerables a fenómenos de *sudden stop*, contagio, etc., la integración podría terminar generando una regresión si se produjera de manera prematura. Así, antes de superado el umbral, la integración financiera podría en realidad contribuir a reforzar la trampa de subdesarrollo financiero.

Lo anterior sugiere que, más que substitutos, la integración internacional, los regímenes macroeconómicos orientados a manejar los riesgos agregados y el desarrollo financiero doméstico son factores altamente complementarios ya que, por un lado, la vulnerabilidad a *shocks* aumenta cuando el tamaño de los mercados financieros nacionales es reducido y, por otro, los mercados internacionales brindan oportunidades de diversificación del riesgo que los mercados nacionales no están en condiciones de ofrecer. Es justamente porque existe complementariedad entre los procesos de liberalización y de desarrollo financiero que aparece la posibilidad de que se produzcan trampas de subdesarrollo. Por supuesto, podría pensarse que dados los riesgos de la apertura financiera, la solución podría ser una vuelta a la autarquía. Y de hecho, como veremos, varios países de la región volvieron a regímenes de represión financiera. La dificultad aquí es doble: además de que implica perder los beneficios de acceder al ahorro del exterior, la autarquía no parece viable en un mundo abierto donde los agentes privados tienen múltiples opciones para evadir los controles a los movimientos de capital, como lo indica la evidencia que presentaremos aquí.

Una pregunta que surge naturalmente, entonces, es un problema muy afín a la vieja cuestión de la secuencia: ¿qué estrategias podrían diseñarse para avanzar de

manera coordinada con el desarrollo financiero local y la integración en los mercados de capital internacionales, de una forma que no implique exponerse excesivamente a *shocks* externos o que obligue a utilizar el ahorro de manera poco rentable?

En relación con esta pregunta, con frecuencia se ha propuesto como una alternativa el desarrollo en el nivel regional de mecanismos tanto de financiamiento de proyectos como de amortiguación de desequilibrios en la balanza de pagos. Sin embargo, más allá de ciertos éxitos como el de los bancos regionales de desarrollo y casos alentadores de experiencias con mecanismos de cooperación para manejar situaciones de iliquidez –como el caso del FLAR–, la integración entre los mercados financieros de la región es muy baja y los mecanismos de amortiguación son escasos (Ocampo, 2006; Titelman *et al.*, 2012).

En este trabajo nos proponemos aportar evidencia para comprender la forma en que la región se está integrando financieramente en la economía global y extraer conclusiones que sean útiles para concebir estrategias de integración regional.

Para cumplir con estos objetivos, revisaremos la experiencia de América del Sur en la década posterior a 2003. Consideramos que esa tarea puede ser reveladora porque a partir de ese año se profundiza un *shock* de términos del intercambio muy positivo para la región que, al suavizar las restricciones externa y fiscal, le aporta mayor grado de libertad a los gobiernos tanto en el plano financiero como macroeconómico, al tiempo que el sector privado disfruta de una situación más benigna para la toma de decisiones en el campo financiero. La región no experimentó una situación así con anterioridad y es por lo tanto interesante investigar cuáles fueron las consecuencias en lo que hace a la integración financiera con el resto del mundo y a las variables macroeconómicas y financieras domésticas que son relevantes para tal integración.

El carácter del trabajo es exploratorio y su objetivo principal es identificar vínculos entre variables no suficientemente explorados en la literatura. El enfoque que utilizamos es sistémico y estructural.

Es sistémico porque analiza los hechos tomando en cuenta que la región se integra en un sistema organizado de manera radial en el que las partes tienen funciones diferenciadas. En ese sistema, la región cumple funciones financieras periféricas y el centro es ocupado por los Estados Unidos, que es el país que emite la moneda de reserva más importante y los activos que son considerados más seguros (Gourinchas y Rei, 2013). Este punto es particularmente importante para el caso de la región ya que, si bien existen otras monedas de reserva –aunque menos importantes que el dólar–, América del Sur se encuentra en su totalidad en el área de influencia del dólar.

El enfoque es estructural porque considera que no es posible entender los problemas de bajo desarrollo financiero y de integración en la economía global sin tomar en cuenta que la región está especializada en recursos naturales, es básicamente de nivel de ingreso medio, la población de las economías más importantes está cursando el bono demográfico y, con excepciones, tiene un bajo nivel de desarrollo financiero. Para esta perspectiva, es clave investigar si estos factores estructurales –que son comunes a la región– tienen un rol en fortalecer u obstaculizar el proceso de superación del umbral de subdesarrollo financiero. En un cierto sentido, la intención es auscultar de manera más cualitativa los “efectos fijos” no especificados en las regresiones. En el plano de las políticas, el propósito es aportar evidencia sobre si posible diseñar una estrategia de integración regional en paralelo con la integración global que ayude a superar el umbral. Consideramos que es un ejercicio útil porque, frecuentemente, se analiza la integración financiera regional como si esa integración pudiera avanzar de manera independiente de los factores estructurales que la condicionan.

El contenido del trabajo es el siguiente. En la sección 2, luego de esta introducción, discutimos los aspectos del sistema financiero y monetario global y los rasgos estructurales de América del Sur que consideramos clave para comprender la forma que toma la inserción de la región en los mercados financieros y, por ende, para evaluar lo acontecido en la última década en ese plano. En la sección 3 analizamos los efectos de la bonanza de materias primas sobre la trayectoria de las variables financieras y macroeconómicas que son relevantes para comprender los efectos sobre la inserción internacional. La sección 4 examina la composición de los flujos de capital y los efectos sobre la hoja de balance agregada de los países, con énfasis en la posición financiera internacional y el stock de inversión directa y de deuda. En la sección 5 se discuten las implicancias para la integración financiera regional, tratando de identificar necesidades y oportunidades en términos de desarrollo financiero.

2. El sistema global y los rasgos estructurales de América del Sur

En esta sección se discute un conjunto de hechos estilizados referidos al sistema financiero global y la estructura económica de la región que necesitamos como marco de nuestro análisis que, como dijimos, enfatiza las dimensiones sistémica y estructural. La primera parte presenta los hechos vinculados con el funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional, la segunda evalúa el nivel de desarrollo financiero de las economías de América del Sur utilizando la economía internacional como patrón, la tercera subraya un conjunto de características que comparten las economías de América del Sur, asociadas con los recursos naturales y la demografía, y la última analiza los regímenes macroeconómico regionales.

Hechos estilizados del sistema financiero y monetario global

Como lo resalta Mendoza (2009), una característica saliente del sistema financiero y monetario internacional es la heterogeneidad en el grado de desarrollo financiero que muestran las diferentes economías nacionales que lo componen. Las economías avanzadas cuentan con una diversidad de instrumentos, escalas de transacción y confianza en la gobernanza de las organizaciones muy superior. Un factor que ha sido determinante para la cristalización de estos resultados es el mayor grado de credibilidad que han logrado tanto los marcos institucionales que son relevantes para la intermediación financiera –desde los derechos de propiedad al marco regulatorio– como los regímenes macroeconómicos que dan sustento a la estabilidad agregada.

Debido a las diferencias en el grado de profundidad financiera y credibilidad institucional, el sistema financiero internacional exhibe una estructura asimétrica donde las economías más avanzadas financieramente cumplen funciones y se integran a los mercados globales de manera diferente a las economías emergentes. Las avanzadas operan con niveles muy superiores de eficiencia, innovan y son las que pueden emitir los activos seguros que demandan inversores institucionales y soberanos de diverso tipo, desde bancos centrales hasta fondos de pensión. Como consecuencia de las ventajas comparativas de que gozan, los mercados e instituciones financieros avanzados son los que tienen mayor cantidad de relaciones con la periferia. Los mercados emergentes –como es el caso de América del Sur– tienen relaciones fluidas con los centros financieros desarrollados pero pocos vínculos financieros con otras economías emergentes, incluidos los vecinos regionales.

Además de la heterogeneidad, una segunda característica fundamental del sistema es que el marco institucional que le provee gobernanza –la llamada arquitectura

financiera internacional– es imperfecto. La razón básica de esa imperfección es que no existe un ente supranacional que pueda garantizar el *enforcement* de las reglas de juego, de forma de hacerlas creíbles. En un contexto así, las reglas de gobernanza en operación más eficaces son aquéllas que los Estados soberanos se auto-imponen con el objetivo primordial de preservar su reputación y recibir los beneficios asociados con la misma, desde la posibilidad de endeudarse a tasas bajas y emitir activos seguros hasta atraer inversiones reales.

Las imperfecciones en la arquitectura financiera internacional tienen cinco consecuencias que es importante subrayar para nuestro análisis. La primera es que no existe un ente supranacional que esté en condiciones de emitir una moneda global.

La moneda de Estados Unidos es el sustituto más cercano. El dólar se utiliza para las transacciones, para denominar contratos financieros y como depósito de valor, lo que explica a su vez que sea el instrumento privilegiado para la acumulación de reservas en la región. De manera parcial y según zonas de influencia también cumplen ese rol otras monedas como el euro o el yen, pero la región está enteramente en el área del dólar. La segunda consecuencia de las debilidades en la arquitectura es que las fallas en los mercados financieros globales son muy comunes. Las estructuras de mercado para transacciones que involucran economías emergentes es incompleta y su funcionamiento muestra imperfecciones como la volatilidad excesiva y el racionamiento.

En este marco existen ventajas mutuas en el comercio de activos financieros que no pueden explotarse y es difícil para los emergentes recurrir a los mercados internacionales para diversificar el riesgo agregado. La tercera es que las fallas de mercado son difíciles de remediar con intervenciones, como lo hacen los gobiernos, y lo mismo ocurre con los problemas de iliquidez agregada. Los mecanismos que existen –sobre todo vía las instituciones financieras internacionales y acuerdos regionales– son insuficientes para suplir fondos para la inversión, el manejo de riesgos y la amortiguación de las fluctuaciones en los flujos de capital que generan volatilidad y, frecuentemente, crisis en las economías emergentes. La cuarta es que los conflictos asociados con incumplimientos de contratos financieros son difíciles de resolver y ello se traduce en situaciones de sobre-endeudamiento que se alargan en el tiempo con alto costo para el crecimiento y la reputación. La última es que es muy difícil proveer los bienes públicos que la economía global demanda, de forma que esos bienes o no existen o los países tratan de proveer sustitutos que no pueden cumplir con la función del bien público de manera eficiente. Un buen ejemplo de esto último: como el sistema no provee el bien público estabilidad a través de mecanismos estabilizadores, los países los sustituyen acumulando reservas internacionales o se proveen bajo la forma de bienes club, como en el caso de los mecanismos estabilizadores que existen en la UE.

La conjunción de bajo desarrollo financiero doméstico con imperfecciones en la arquitectura internacional se traduce, frecuentemente, en fallas de coordinación, conflictos y trampas de bajo desarrollo financiero en la periferia del sistema. Las fallas de coordinación más comunes toman la forma de inestabilidad macroeconómica y, más raramente, crisis financieras; los conflictos se asocian con casos de mora seguidos de largos procesos de reestructuración y las trampas impiden hacer la convergencia con los mercados del centro en términos de crédito generado en relación al ingreso y de capitalización y liquidez de los mercados de capital.

Esto sugiere que los países emergentes probablemente pagan dos veces por la falta de credibilidad de sus instituciones. Pagan con bajo desarrollo financiero doméstico y pagan con las dificultades que encuentran para ganar la reputación que se requiere para el acceso pleno a los mercados financieros globales. Visto desde esta perspectiva el problema es desafiante porque mejorar las instituciones es un proceso –que puede ser muy largo– y no un evento. La apuesta de varios países de la región fue tratar de construir reputación a partir de establecer un conjunto de reglas de juego –un régimen– para la macroeconomía que gozara de mayor credibilidad. Esto se tradujo en avances significativos y es un paso necesario, pero también tuvo costos debido a dos razones. La primera es que los incentivos para la intermediación financiera y la inversión se debilitaron por falta de avances en cuanto a calidad institucional en otros frentes como la corrupción, el proceso presupuestario y el manejo de conflictos sociales. La segunda es que establecer credibilidad y reputación de manera aislada y sin el auxilio de las instituciones de la arquitectura internacional puede absorber recursos que deberían destinarse al crecimiento. Esta es una de las cuestiones de mayor relevancia entre las que nos interesa investigar en base al análisis de la experiencia de la región en la última década.

Dentro de este sistema con asimetrías tan marcadas entre los países que cuentan con sistemas financieros desarrollados y el resto, ¿cómo debería ser el sentido de los flujos de fondos? En principio, hay dos razones por las cuales los flujos netos de fondos deberían ir desde las economías avanzadas hacia las menos desarrolladas. La primera es que los fondos prestables son atraídos por las economías con menor capital acumulado y mejores oportunidades para crecer rápido porque esas economías son las que muestran las tasas de rendimiento de “autarquía” mayores y esas condiciones son típicas de las economías emergentes que están en el proceso de converger con las más ricas. La segunda es que los países más avanzados están también más avanzados en la transición demográfica y tienden a generar superávit de cuenta corriente. Esto es así porque las economías más adelantadas en la transición demográfica –y, particularmente, aquéllas que están por salir o han salido de la ventana de oportunidad y están comenzando a envejecer– son las que generan mayor cantidad de ahorro y –*ceteris paribus*– tienen oportunidades de inversión en disminución. Obviamente,

cuanto mayor el ahorro y menor la inversión, mayor la probabilidad de que se produzca un superávit de cuenta corriente (Fanelli, 2015).

A pesar de las razones señaladas, no es esto lo que ocurre, u ocurre con una intensidad menor a la que sería de esperar en función de las implicancias de la teoría del crecimiento y la demografía (Lucas, 1990). Un hecho particularmente importante es que existe una correlación inversa entre la velocidad de incremento de la productividad y los flujos netos de capital. Este es el caso sobre todo de los países de alto crecimiento en Asia, como China; a pesar de las oportunidades de inversión en una economía que crece, hay un exceso de ahorro (Gourinchas y Rey, 2013).

En este marco de “anomalías” en lo que hace al sentido de los flujos netos es que se produce el fenómeno de los desbalances globales, que ha recibido mucha atención en la literatura². El núcleo del desbalance global está dado por el hecho de que la economía de los Estados Unidos no sólo ha estado importando capital desde 1982 sino que ese capital ha estado siendo aportado de manera creciente por las economías emergentes de rápido crecimiento. Los desbalances globales como proporción del PBI mundial crecieron desde 1996, con una corta caída durante la recesión de 2001-2002, y una más sostenida desde 2008. La emergencia de los desbalances globales coincide con una caída general de las tasas mundiales reales de interés y no hay acuerdo respecto de las causas del fenómeno.

Los flujos netos de capital y el desbalance global, no obstante, enmascaran dos hechos. El primero es que los flujos brutos de capital aumentaron de manera masiva desde los ochenta y especialmente en los noventa y el presente siglo, con más intensidad en las economías avanzadas. El segundo es que cuando se observan flujos netos para categorías particulares, se constata que existen simultáneamente flujos netos positivos desde el centro a la periferia y desde la periferia hacia el centro. Más específicamente, los flujos del centro a la periferia obedecen a la preferencia de los países avanzados de mantener posiciones “largas” en activos de riesgo, mientras los flujos de sentido inverso se originan en la preferencia de los emergentes por posiciones largas en activos más seguros³. De esta forma, cuando se observan las hojas de balance externas, predominan las posiciones financieras más riesgosas en los países avanzados y las menos riesgosas en los desarrollados (Milessi-Ferretti, 2007). Así, aun cuando es lógico que Estados Unidos genere déficit por ser el proveedor más relevante de liquidez mundial, para explicar el hecho de que los países desarrollados se endeuden emitiendo instrumentos seguros para tomar posiciones de cartera más riesgosas hay que buscar otras razones. Según Gourinchas (2013), esto ocurre porque Estados

2. Ver, por ejemplo, Blanchard y Milesi-Ferretti (2009); Blanchard y Milesi-Ferretti (2011), Obstfeld y Rogoff (2009).

3. Sobre la definición de activos seguros ver Gourinchas y Jeanne (2012).

Unidos, sobre todo, actúa como asegurador de última instancia. Esto es, toma posiciones que implican que deberá soportar pérdidas en el valor de sus activos en los períodos en que la actividad en la economía mundial es menor y viceversa. Como se trata de riesgos de carácter agregado, es de esperar que el valor de la cobertura sea mayor cuanto peor sea el funcionamiento de las redes de cobertura para ese tipo de riesgo que brinde la arquitectura global. Razonando por analogía con la economía doméstica, se puede conjeturar que si no existieran las coberturas que brindan los bancos centrales acumulando reservas, el ahorro destinado a cubrirse del riesgo macroeconómico tomando posiciones en activos seguros sería mayor. Asimismo, también es plausible que si existieran más posibilidades para el intercambio de activos entre economías emergentes, de forma de contar con más instrumentos para diversificar el riesgo agregado global, el valor de los activos seguros emitidos por Estados Unidos sería menor.

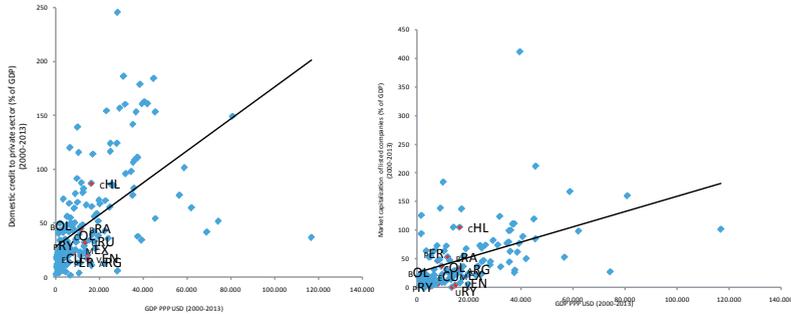
Por supuesto, proveer un seguro de este tipo no es gratis. Los países que privilegian una posición en activos seguros deben conformarse con un rendimiento menor. Esto está en consonancia con un hecho que se ha puesto de manifiesto en los trabajos recientes: debido a los efectos de valuación, el valor de los activos y pasivos y, por ende, el valor de la posición de inversión neta de un país pueden variar de manera significativa aun cuando ese país no muestre ni superávit ni déficit de cuenta corriente. La evidencia muestra que las pérdidas y ganancias de capital debidas a cambios en el valor de los instrumentos financieros pueden ser significativas. Además, esas pérdidas no están repartidas de manera aleatoria. Han tendido a ser positivas y grandes para los Estados Unidos, que ha financiado una buena parte de su déficit de cuenta corriente gracias a ellas.

Desarrollo financiero de América del Sur

Dado que la heterogeneidad en el nivel de desarrollo financiero doméstico es un determinante de la forma en que se integran las economías en la economía global, será útil evaluar el nivel de profundidad financiera alcanzado por las economías de América del Sur tomando como parámetro la economía internacional. Como surge de la figura 1⁴, los sistemas financieros de la región no sólo están poco desarrollados sino que, incluso, las relaciones crédito privado/PBI (figura 1a) y capitalización bursátil/PBI (figura 1b), no alcanzan los niveles que cabría esperar en función del ingreso por habitante. Sólo Chile supera, en relación con ambos indicadores, lo esperado en relación al ingreso, mientras que Brasil se ubica sobre la recta de regresión.

4. A los efectos de contar con una economía de tamaño significativo que sirva de patrón de comparación fuera de América del Sur, hemos incorporado México en los gráficos, junto al conjunto de economías bajo análisis.

Figura 1
Crédito privado y capitalización bursátil (% del PBI)

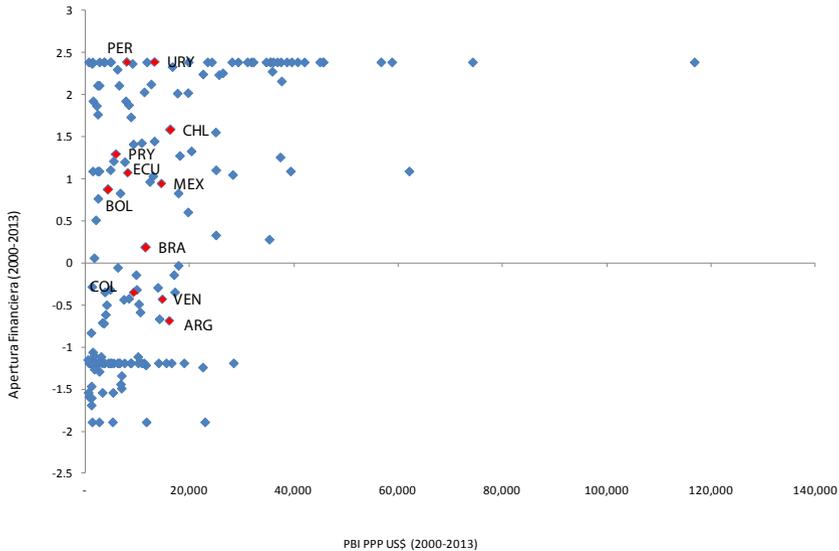


Fuente: World Bank (World Development Indicators).

La falta del desarrollo del crédito, no obstante, no afecta a todos los segmentos en igual forma, como lo subrayan de la Torre *et al.* (2011). Los tramos de crédito a largo plazo se han expandido menos que el crédito al consumo, que exhibe un atraso menor en relación a lo esperado según el ingreso por habitante. Particularmente atrasado está el crédito hipotecario y, también, el comercial. La falta de crédito bancario no se compensa con crédito transfronterizo.

El grado de apertura a los movimientos de capital muestra una gran dispersión y no guarda relación con el nivel de ingreso, como se observa en la figura 2. Perú y Uruguay son los países más abiertos y Argentina y Venezuela los que ponen más trabas a los movimientos de capital. En el nivel regional los mercados de crédito no muestran ninguna conexión. Sólo en el caso de los mercados de capital, Chile, Colombia y Perú han dado recientemente los primeros pasos para lograr un mayor nivel de integración y en 2011 se integraron en un solo mercado, denominado Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). El acuerdo permite en su primera fase las operaciones financieras de compra y venta de acciones de las compañías listadas en los tres mercados. Sí se han desarrollado de manera significativa, en cambio, esquemas según los cuales las empresas de la región pueden cotizar en el mercado de Nueva York a través de Recibos de Depósito Americanos (ADR, por su sigla en inglés). Esto ha tenido efectos negativos para el desarrollo de los mercados locales pues sólo las empresas más grandes tienen acceso a ese mecanismo. La deslocalización, en particular, le ha quitado liquidez de mercado a las bolsas locales (de la Torre *et al.*, 2011).

Figura 2
Índice de Apertura Financiera



Fuente: Chin y Ito Index y World Bank (World Development Indicators).

De la Torre *et al.* (2011) realizan un análisis exhaustivo de la evolución y nivel de desarrollo alcanzado por los mercados de bonos y acciones. Esos mercados se expandieron, sobre todo, en las economías en las cuales se fortalecieron los inversores institucionales, ya que éstos ayudaron al surgimiento de nuevos mercados e instrumentos que fueron funcionales para alargar los plazos y reducir la dolarización. Pero la expansión de los inversores institucionales –sobre todo fondos de pensión– no estuvo exenta de problemas. En particular, porque tienen tendencia a comprar y retener, con lo que le quitan liquidez de mercado al sistema. Además, sus carteras privilegian las inversiones más seguras y de mayor liquidez. Los casos más exitosos en relación con esto son los mercados de renta variable de Brasil y el mercado de bonos y la industria de rentas vitalicias de Chile. Además de la deslocalización ya mencionada, la debilidad en la gobernanza corporativa es otro factor limitante del desarrollo de los mercados de renta variable. Ambos factores, a su vez, atentan contra la expansión de la escala.

En suma, los rasgos anteriores sugieren que muchas de las economías pueden estar por debajo del umbral que permitiría liberarse de la trampa de subdesarrollo

financiero. Sólo en el caso de Chile esta afirmación claramente no se aplica y Brasil ha realizado avances que habrá que ver hasta qué punto son sostenibles. En el resto de los casos no parece razonable dejar de lado la cuestión del umbral ya mencionada en la introducción y sus consecuencias. Entre estas últimas, en función de los rasgos estructurales de la región merecen mencionarse las siguientes.

Primero, la vulnerabilidad macroeconómica de economías con poca profundidad financiera es mayor debido a las dificultades para manejar los riesgos y la liquidez. En las economías más abiertas a los movimientos de capital esto aumenta la dependencia de mecanismos externos para diversificar el riesgo sistémico o agregado. En las más cerradas se generan incentivos para la represión financiera y la dominancia fiscal que tampoco reducen y las más de las veces aumentan la vulnerabilidad macroeconómica. Esto puede llevar a que los agentes sesguen la composición de portafolio en favor de activos cuyo valor muestre covarianza positiva con el riesgo agregado. Esto se ve exacerbado en los países que tienen debilidad en el marco institucional por la más alta probabilidad de que no se respeten los derechos de propiedad. En este punto lo que interesa no es tanto la covarianza positiva sino que el activo actúe como un refugio ante apropiaciones no anticipadas. El dólar en general es un activo seguro que cumple con ambos requisitos: su valor tiende a subir cuando la situación macroeconómica se desestabiliza y es un vehículo eficiente para evitar expropiaciones asociadas con cambios de reglas no anticipados.

Segundo, es más difícil manejar los riesgos idiosincrásicos debido a la incompletitud de los mercados de seguros, financieros y de productos derivados. Esto puede llevar a un incremento de la tasa de ahorro por motivos de precaución. La forma de canalización de ese ahorro dependerá de la estructura de instrumentos disponibles.

Tercero, si las fallas de mercado se traducen en racionamiento y falta de crédito de largo plazo, ello deprime la acumulación de capital. Esto es más serio cuanto mayor la separación entre quienes generan exceso de fondos prestables y quienes tienen los mejores proyectos de inversión. En un contexto así es particularmente difícil reciclar el ahorro generado por la renta de los recursos naturales y por los ahorradores primarios durante el bono demográfico. Volvemos a esto más adelante.

Cuarto, si se produce un sesgo en favor del crédito de consumo como el que se observa en la región, puede ser más difícil controlar los síntomas de enfermedad holandesa en la medida en que el gasto de consumo tenga un componente menor de bienes transables y lleve a incrementar la presión sobre el sector no transable de la economía. Asimismo, si no existe crédito de largo plazo, el sector no transable tendrá inconvenientes para invertir e incrementar la oferta, con lo que pueden exacerbarse los efectos sobre los precios relativos en contra de los transables. En estas circuns-

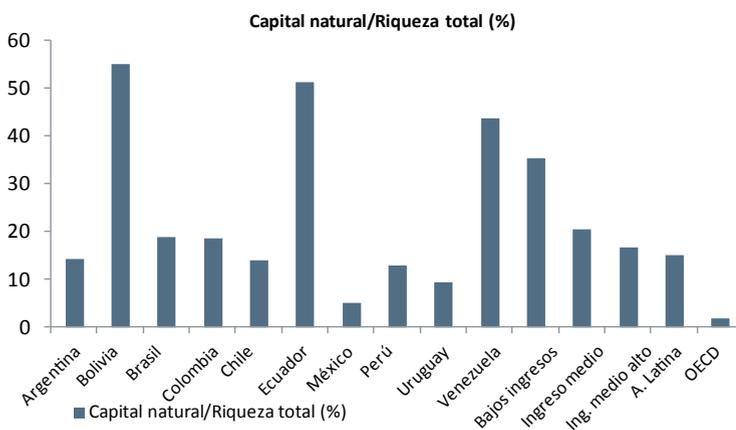
tancias, la alternativa más ventajosa que le queda al Banco Central para evitar esos efectos es la de acumular divisas.

Bajo estas condiciones, la conjunción de incentivos al ahorro por el motivo precaución y fallas en los mercados financieros encargados de financiar la inversión puede generar un exceso del ahorro sobre la inversión, aun cuando se trate de un país con una relativamente baja relación capital/producto y con evidente escasez de inversión en infraestructura. El exceso del ahorro sobre la inversión genera superávit de cuenta corriente y exportación de capitales. También puede ocurrir que el ahorro precautorio lo haga el sector público vía acumulación de activos seguros. En ese caso, al proveer cobertura como un bien público, la inversión privada en activos de riesgo podría aumentar siempre que se atacaran también las fallas en los mercados financieros. Con represión financiera, el ahorro precautorio podría canalizarse a activos que actúen como depósitos de valor ineficientes, como la inversión inmobiliaria.

Recursos naturales y demografía

América del Sur muestra una dotación de recursos naturales que la ha llevado a especializarse en la exportación de los mismos. Además, es una región de ingreso medio. Ambos factores determinan que –*ceteris paribus*– la importancia de la riqueza natural en relación con otros tipos de capital reproducible aumente (World Bank, 2011). Esto puede observarse en el siguiente gráfico.

Figura 3



Todos los países de América del Sur, aun los más industrializados como la Argentina y Brasil, tienen una gran participación de capital natural en su riqueza, muy por encima de la media de la OCDE. No sorprende, por lo tanto, que también los bienes primarios tengan gran participación en las exportaciones.

Desde el punto de vista de la transición demográfica, la mayor parte de los países de la región y, sobre todo los más poblados, se encuentran dentro de la llamada ventana de oportunidad demográfica, que es el estadio en el cual la población menor a 15 años es mayor al 30% del total y la mayor de 65 aún no supera el 15% del total. El cuadro siguiente registra la posición de cada país en base al momento en que ingresa y sale de la ventana de oportunidad.

Cuadro 1

Ventana de Oportunidad Demográfica - América del Sur

País	Inicio	Fin	Duración (décadas)
Argentina	1995	2035	4.0
Bolivia	2030	2070	4.0
Brasil	2000	2030	3.0
Chile	1995	2025	3.0
Colombia	2010	2040	3.0
Ecuador	2015	2040	2.5
México	2010	2035	2.5
Paraguay	2025	2060	3.5
Perú	2010	2040	3.0
Uruguay*	1950	2020	7.0
Venezuela	2010	2045	3.5

*Desde que la UN tiene estimaciones el país se encuentra en la ventana de oportunidad demográfica. Fuente: Naciones Unidas <http://esa.un.org/unpd/wpp/Documentation/glossary.htm>

De los países que estamos analizando, sólo Bolivia, Paraguay y Ecuador (que está entrando este año) no se encuentran dentro de la ventana y pueden considerarse países jóvenes. Todo el resto, en consecuencia, está en la etapa llamada del “bono demográfico” y con la excepción de Chile y Uruguay, lo estarán hasta la cuarta década del siglo XXI. Durante esta etapa, desde el punto de vista económico es posible beneficiarse con dos dividendos. El primer dividendo se asocia con el incremento relativo de la población activa y el segundo con el aumento potencial de la tasa de ahorro por efecto del incremento de los ahorradores primarios (Mason y Lee, 2011).

La combinación de estos dos rasgos de la estructura económica tiene consecuencias, tanto en el nivel financiero doméstico como para los movimientos de capital,

que son específicas de la región y plantean desafíos de asignación que tienen un alto componente idiosincrásico. Para los objetivos de nuestro trabajo, conviene resaltar los siguientes puntos.

Primero, la economía necesita mecanismos para asignar los fondos generados en recursos naturales y por los ahorradores primarios (durante el segundo dividendo) hacia la educación, la tecnología y la inversión productiva, de forma de aumentar la participación del capital reproducible en su riqueza⁵.

Segundo, necesita reasignar recursos entre generaciones por partida doble. En el caso de recursos naturales no renovables, por razones de sostenibilidad y equidad entre generaciones, y en el caso demográfico, como preparación para la etapa de envejecimiento. Para los países jóvenes, la prioridad que dicta la demografía es sobre todo la inversión en capital humano y en capital físico de forma de prepararse para recoger los frutos del primer dividendo.

Tercero, el sector público tiene un rol central tanto para reasignar la renta de los recursos naturales como en relación con los aspectos inter-generacionales, y las decisiones de política influyen y son influidas por el desarrollo financiero y la integración financiera. Tres puntos son particularmente importantes. (a) La política de financiamiento del sector público y de manejo del stock de deuda pública interna y externa. (b) El diseño del sistema de seguridad social. En el caso de Chile, el país con mayor nivel de profundidad financiera, ya hemos mencionado que el sistema de pensiones ha jugado un papel protagónico en el desarrollo de los mercados de bonos públicos y privados e instrumentos de renta variable. Asimismo, ha promovido el desarrollo de inversores institucionales. En sentido inverso, si el sistema de seguridad social convive con represión financiera ello juega en contra del desarrollo financiero. (c) La eficiencia de las decisiones intertemporales del sector público no son independientes del nivel de desarrollo de los mercados de deuda pública.

Cuarto, para que el sector privado recicle los fondos de recursos naturales o generados por los ahorradores primarios, el sector financiero tiene la función de descubrir nuevos proyectos de inversión rentables en otros sectores de la economía y asignar el ahorro. Si ello no ocurre es posible que los recursos se asignen de manera incorrecta, sobre todo hacia el consumo o proyectos faraónicos públicos, aumentando el riesgo de ser víctima de la maldición de los recursos.

Quinto lugar, el papel de los movimientos de capital puede ser muy diferente según el nivel de desarrollo financiero. Si la asignación de fondos es razonablemente eficiente y el país genera un superávit de cuenta corriente durante un boom de ma-

5. Sobre recursos naturales ver Collier *et al.* (2009); sobre demografía y macroeconomía ver Fanelli (2015).

terias primas o durante las etapas avanzadas del segundo dividendo, se puede estar razonablemente seguro de que las oportunidades de inversión doméstica no eran buenas. Pero también puede ocurrir que los que generan ahorro opten por reciclar sus fondos hacia otras economías, sea porque las oportunidades de inversión existen pero no se revelan, sea porque la baja calidad institucional genera incentivos para colocar los ahorros en el exterior. En este segundo caso, la liberalización financiera es sólo una vía para mandar al exterior la “riqueza debajo de la tierra” y los fondos generados por los ahorradores primarios. Políticamente es una situación compleja porque sin inversión doméstica no se genera empleo.

En síntesis, la combinación de un sistema financiero pequeño y un sector de recursos naturales importante durante la etapa del bono es una combinación muy difícil de manejar cuando los mecanismos de asignación por la vía financiera funcionan imperfectamente.

Régimen cambiario

La dinámica macroeconómica y la elección de los regímenes cambiarios y monetarios de la región están íntimamente vinculados con tres rasgos estructurales ya analizados: el bajo desarrollo financiero, la importancia de los recursos naturales y la ausencia de mecanismos de amortiguación en la arquitectura financiera internacional.

El período entre 1995 y 2002 estuvo signado por una sucesión de crisis en las economías emergentes cuya resolución fue muy costosa en términos de bienestar. El carácter rudimentario de los mecanismos de asistencia de la arquitectura financiera internacional fue uno de los factores que coadyuvó a ese resultado. Luego de ese período de crisis, con el objetivo de mantener el acceso a los mercados externos de capital en un contexto de mecanismos multilaterales ineficaces para amortiguar las consecuencias de la volatilidad en los movimientos de capital, las autoridades pusieron en práctica reformas en el régimen macroeconómico.

Un conjunto importante de países de la región hizo reformas para ordenar la macroeconomía. Un elemento clave de las reformas fue el fortalecimiento de los regímenes monetarios. El régimen privilegiado fue el de metas de inflación, adoptado por Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Fuera de la región, México también adoptó ese régimen. Bolivia optó por un *crawling peg* y Ecuador por la dolarización. Los regímenes de metas de inflación implementados, no obstante, se alejaron de una definición estricta en la medida en que las autoridades monetarias intervinieron de manera significativa –aunque con intensidad variable– en el mercado de cambios.

La intervención en el mercado de cambios no fue independiente de los síntomas de enfermedad holandesa asociados a los recursos naturales y el sesgo hacia el crédito de consumo. Tampoco lo fue la falta de mecanismos de amortiguación durante los períodos de crisis. La intervención fue funcional a dos objetivos: mantener un tipo de cambio real algo más competitivo en el contexto de *shocks* positivos y acumular reservas para auto-asegurarse; esto es, para contar con dólares para amortiguar los movimientos bruscos de los fondos de origen externo.

Argentina y Venezuela, a diferencia del resto de la región, no lograron poner en caja las variables macroeconómicas. Como consecuencia, no contaron con los grados de libertad suficientes como para definir un régimen macroeconómico estable. En particular, esos países no estuvieron en condiciones de erradicar la dominancia fiscal, lo que les impidió lograr un mínimo ordenamiento monetario. Siguieron una estrategia más centrada en administrar que en cerrar los desequilibrios en el sector externo y eso los obligó a recurrir a controles e intervenciones en el mercado de cambios. Por supuesto, estos hechos no fueron independientes de la voluntad mostrada por las autoridades monetarias de conservar para sí un alto grado de discrecionalidad.

En suma, hubo variadas elecciones en términos del trilema. Los países que implementaron metas de inflación optaron, en principio, por conservar la política monetaria y la libre movilidad de capitales, mientras que la Argentina y Venezuela decidieron renunciar a esto último. Estas elecciones tuvieron efectos directos sobre la marcha de la integración con los mercados internacionales y tampoco pueden ignorarse a la hora de evaluar estrategias de integración regional.

Si bien todos los países de la región –con la excepción de Argentina y Venezuela– tuvieron logros en términos de reducción de inflación y, además, los mecanismos de represión financiera quedaron archivados, lo cierto es que ninguno encontró la forma de adaptarse de manera óptima a las restricciones que impone, por un lado, la especialización en recursos naturales en términos de amenaza de enfermedad holandesa y de caer en la maldición de los recursos naturales y, por otro, la volatilidad de los movimientos de capital que actuaron como mecanismos de transmisión de los desequilibrios externos, sobre todo los causados por la crisis sub-prime y sus persistentes secuelas. Para evitar la enfermedad holandesa y manejar la volatilidad se vieron obligados a intervenir en el mercado de cambios y, asimismo, el sector público estuvo ante una permanente presión en favor de asumir el rol de distribuidor de las rentas de los recursos naturales.

3. El boom de términos del intercambio, la inversión, el ahorro y el crédito

En la sección anterior hemos presentado un conjunto de características estructurales del sistema global y de la región que consideramos relevantes para el análisis de la integración financiera. Pasaremos ahora a estudiar un conjunto adicional de hechos, ocurridos en la década posterior a 2003 –cuando la región se benefició con un *shock* de precios internacionales de las exportaciones de recursos naturales– que dan marco al análisis de la sección siguiente, enfocada específicamente en los flujos de capital y los cambios en la hoja de balance agregada ocurridos en la década mencionada.

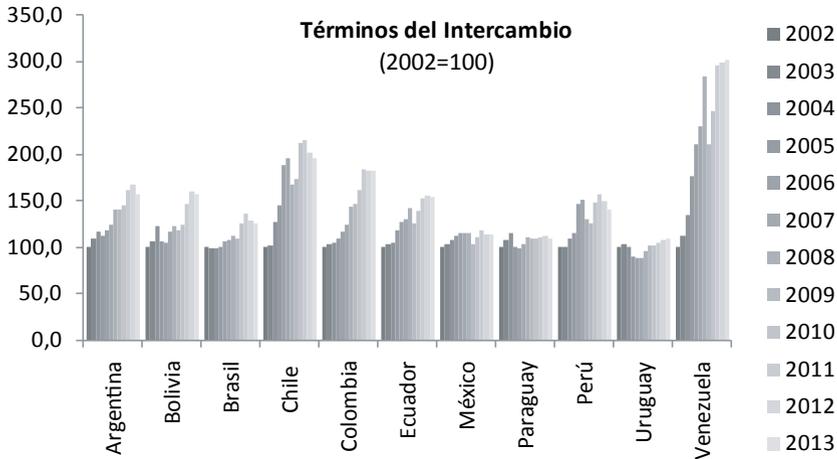
Términos del intercambio

Al comenzar el siglo, la región enfrentaba una serie de interrogantes desde el punto de vista de la integración en los mercados financieros internacionales, debido a los efectos negativos sobre los mercados financieros y la macroeconomía de los países emergentes que habían tenido las crisis en Asia (1997) y Rusia (1998) y, más cerca en el tiempo y la geografía, la devaluación brasileña de 1999 y la crisis argentina de 2002. Este escenario, sin embargo, iba a cambiar radicalmente en los años sucesivos debido a la positiva evolución que mostraron dos variables clave: los términos del intercambio y la tasa de interés internacional.

La favorable evolución de los términos del intercambio de la región a partir de 2003 fue impulsada, como ya se dijo, por el aumento en los precios de las exportaciones de materias primas que se asoció, a su vez, con la aceleración del crecimiento en Asia y especialmente en China, que incrementó su participación en el comercio regional de manera marcada. A los efectos de contextualizar nuestro análisis, la figura 4 muestra la evolución de los términos del intercambio.

Chile, Colombia y Venezuela fueron los países que más se beneficiaron, seguidos por Argentina, Perú, Bolivia, Ecuador y Brasil. Uruguay y Paraguay fueron los menos favorecidos y su evolución se parece más a la de México, donde no se observan cambios sustanciales.

Figura 4



Fuente: BID (Latina Macro Watch).

Inversión y ahorro

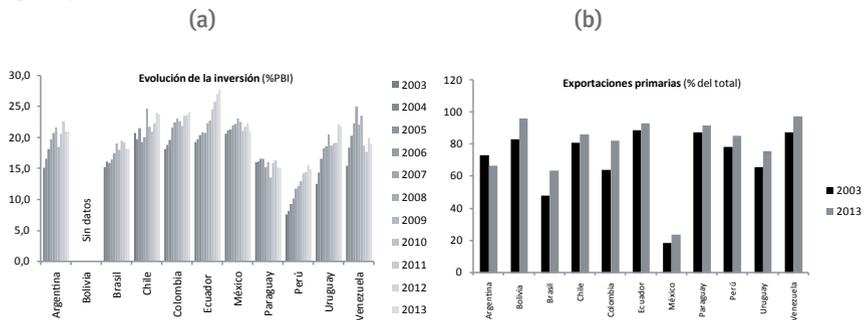
La evolución de las tasas de interés internacionales, que las ubicó en promedio en niveles muy inferiores a los de la década anterior, al aumentar los incentivos a colocar fondos en los países emergentes benefició proporcionalmente más a las economías que mostraban mayor endeudamiento porque contribuyó a estabilizar la macroeconomía.

La suba en el valor de los flujos de renta de los recursos naturales y la reducción de la tasa de interés elevó el valor de los activos transables. Como esos activos son los que cuentan, primariamente, como colateral para endeudarse externamente en economías especializadas en exportar materias primas, la capacidad para pedir prestado en los mercados internacionales se reforzó de manera sustancial. Así, aun los países que no se beneficiaron tanto con los términos del intercambio sí lo hicieron con las menores tasas de interés, de forma que las mejoras fueron generalizadas en toda América del Sur.

Las nuevas condiciones financieras, sin embargo, si bien se reflejaron en un incremento de las deprimidas tasas de inversión que la mayor parte de los países arrastraban de la década anterior, estuvieron muy lejos de ubicarse en los niveles que demanda un proceso de crecimiento sostenido y en línea con el necesario para colocar a las economías en la senda de convergencia con el ingreso por habitante de los países

avanzados. La tasa promedio de inversión de la región pasó del 16% en 2003 al 20,1% en 2013 (ver figura 5a). Dada la baja tasa de inversión, no sorprende que no se haya observado un proceso de transformación estructural de la economía en el sentido de diversificar la base exportadora. La figura 5b registra que los países de la región –con la excepción de la Argentina– no estuvieron en condiciones de utilizar los nuevos fondos para impulsar la competitividad de sus exportaciones industriales o de servicios. De la mano del incremento del precio de las exportaciones, la estructura de las exportaciones de hecho se primarizó.

Figura 5



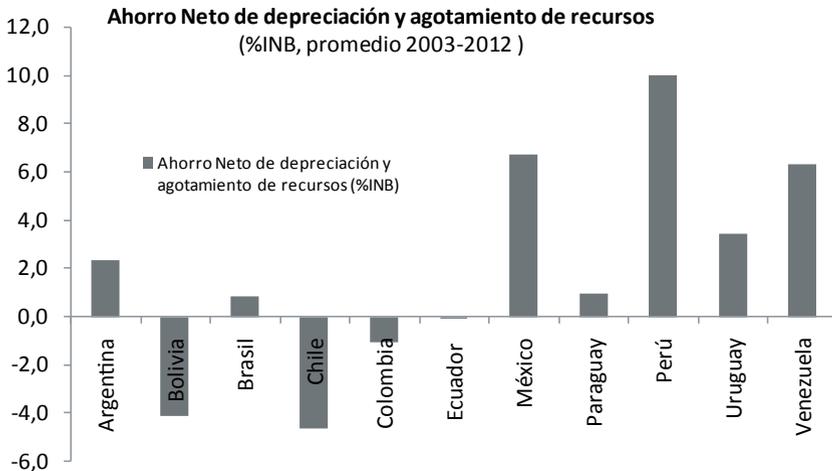
Fuente: CEPALstat y BID (Latin Macro Watch).

Para evaluar la significación de la evolución tanto de la tasa de ahorro como de la inversión, no hay que olvidar que la mayor parte de las economías de la región se encuentra en la etapa del bono demográfico. En particular, todas las economías grandes deberían estar explotando el segundo dividendo demográfico, que se produce cuando el peso de los ahorradores primarios puede colocar la propensión al ahorro en niveles históricamente altos.

La evolución de la tasa de ahorro tampoco es auspiciosa cuando se la mide tomando en cuenta el agotamiento de los recursos naturales y la regla de sostenibilidad de Hartwick (1977), que requiere invertir en su totalidad la renta de los recursos no renovables⁶. En base a la figura 6, que muestra la trayectoria del ahorro neto de ese agotamiento y de la depreciación del stock de capital, es fácil constatar que la tasa de ahorro fue muy baja y, en algunos casos como el de Bolivia, Chile y Colombia, es negativa.

6. Sobre la regla de Hartwick y los problemas del desarrollo ver Dasgupta (2009) y Hamilton (2008).

Figura 6



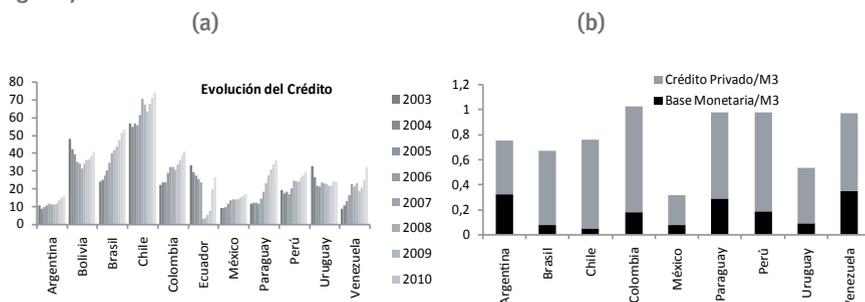
Fuente: World Bank (World Development Indicators).

Crédito privado

Durante el período de bonanza del precio de las exportaciones de materias primas, el crédito al sector privado tendió en general a incrementarse en todos los países de la muestra, aunque en los casos de Bolivia, Ecuador y Uruguay sólo lo hace luego de un período de caída (figura 7a). Pero más allá de esto, lo cierto es que el nivel de la oferta de crédito privado siguió siendo bajo, con la excepción de Chile que logró expandir la oferta muy por delante del resto y de Brasil que alcanzó un nivel de 50%, algo que no se observa en ninguno de los otros casos. Vale subrayar que de las tres economías más grandes de la región, sólo Brasil muestra una tendencia significativa a incrementar la profundización. México y Argentina exhiben una capacidad muy reducida de generar crédito para el sector privado y no muestran una evolución que permita anticipar un cambio sustancial en esa trayectoria. La dificultad que encuentran para expandir el crédito sugiere que para los países que sufrieron crisis financieras puede ser muy difícil superar el umbral que es necesario para una integración financiera exitosa. Uruguay también entra en esta categoría. El caso de México es bastante sorprendente ya que hoy cuenta con una macroeconomía mucho más ordenada que la de Argentina; en este último país se recurrió de manera creciente a la represión financiera como consecuencia de una situación de dominancia fiscal. La evidencia recogida en la figura 7b revela que los países con mayor inflación y regímenes mone-

tarios más laxos –Argentina y Venezuela– generan menos crédito privado en relación con la base monetaria, algo que sugiere una mayor presión del gobierno sobre el mercado de crédito (no contamos con datos comparables para Bolivia y Ecuador).

Figura 7



Fuente: BID (Latin Macro Watch).

La evolución de Chile, no obstante, da margen para el optimismo. Este país experimentó una fuerte crisis en la primera mitad de los ochenta, pero logró borrar los vestigios de la misma, como lo revela la positiva evolución del crédito. En lo que hace al resto de los mercados de capital, que tienen importancia muy variable de país a país, ha habido ciertas mejoras: mayor presencia de bonos del gobierno denominados en moneda local y menor dolarización, todo esto acompañado de un alargamiento de la duración de la deuda pública (de la Torre *et al.*, 2011).

En suma, con el boom de materias primas y la caída en las tasas de interés surgieron por primera vez en la segunda globalización oportunidades para una mayor profundización financiera. Los resultados, sin embargo, no muestran que haya un cambio decisivo, si bien hay elementos alentadores. Los contrastes entre la evolución de Chile y Brasil, por un lado, y el resto de los países por otro, en un contexto en que todos enfrentaban una situación mucho más benigna en el frente externo que en los noventa, indica que las políticas y condiciones particulares tienen un papel de relevancia. También parece ser el caso que si bien la represión financiera y el desorden macroeconómico son muy negativos para el desarrollo económico, una macroeconomía más ordenada es una condición necesaria pero no suficiente. En realidad, tampoco se puede descartar que el ordenamiento de la macroeconomía sin que se hubiese solucionado el problema de la debilidad de los mecanismos de amortiguación de la arquitectura financiera internacional haya resultado excesivamente costoso, en el sentido de que retrasó la expansión financiera y pudo haber debilitado los incentivos para invertir y ahorrar. En el contexto de los años dos mil, las políticas monetarias

y financieras planeadas para el escenario heredado de los noventa quedaron algo fuera de foco en la medida en que se produjo un fuerte relajamiento de la restricción externa y, además, aparecieron nuevos problemas como la amenaza de enfermedad holandesa y la maldición de los recursos naturales, que tenían menor importancia en el período anterior a la bonanza. Enfrentar estos problemas no fue sencillo para ningún gobierno y tampoco fueron neutrales en relación con la evolución del sistema financiero y la integración en los mercados de capital globales. Para aclarar mejor estos puntos y su relación con la integración financiera en los mercados globales, en la sección siguiente analizamos en mayor detalle lo ocurrido con la hoja de balance agregada de la economía y los flujos brutos y netos de capital.

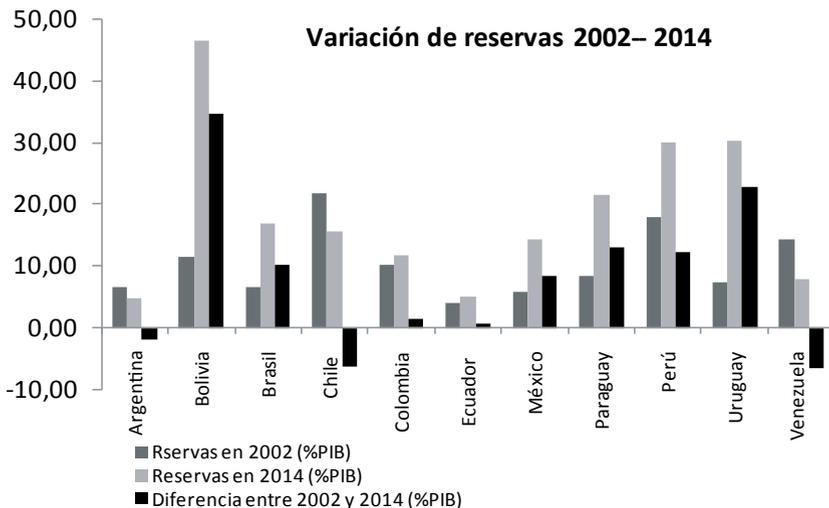
4. Los movimientos de capital en la bonanza

La evidencia del capítulo anterior indica que durante la bonanza la trayectoria del ahorro, la inversión y la intermediación financiera mejoró sólo moderadamente. En función de los fundamentos reales y financieros a los que ya hicimos referencia, como el nivel de acumulación de capital, la etapa de la transición demográfica y el incremento en el valor del colateral transable, el efecto podría haber sido más fuerte. ¿Es posible que la forma en que la región se integra en los mercados internacionales y las políticas asociadas a ella hayan incidido en este resultado? En esta sección revisamos una serie de hechos que consideramos relevantes para contestar esa pregunta.

Acumulación de reservas

Una pauta que fue común observar durante la bonanza fue la aceleración en el ritmo de acumulación de reservas. Mientras en 2003 los países que estamos analizando contaban en promedio con reservas por algo más de diez meses de importaciones, diez años más tarde ese promedio era de casi 19 meses, aunque con diferencias importantes entre países. En Bolivia las reservas internacionales llegaron a casi 50% del PBI en 2014, mientras que en Argentina, Ecuador y Venezuela no llegaban al 10% (Figura 8)

Figura 8



Fuente: BID (Latin Macro Watch).

Como puede observarse, sólo hay tres países en América del Sur cuyo ratio reservas/PBI descendió: Argentina, Chile y Venezuela, pero en el caso de Chile hay que considerar que el país acumuló en el período un fondo soberano. Colombia y Ecuador registran aumentos relativamente pequeños y Bolivia, Brasil, Perú, Uruguay y Paraguay se destacan por mostrar incrementos sustanciales.

Este hecho demuestra que el régimen de objetivos de inflación se implementó de manera algo heterodoxa, como lo hicieron notar Chiang *et al.*, ya que la autoridad monetaria, lejos de permitir la libre flotación, para proteger la competitividad intervino de manera decidida, pero con intensidad diferente de país a país. Entre las economías grandes, Brasil fue la que más intervino. Por otra parte, como la intervención tiene efectos monetarios, para cumplir con el objetivo de inflación, el Banco Central frecuentemente se vio obligado a esterilizar, con efectos sobre las tasas de interés.

La política que acabamos de describir generó una paradoja: por un lado el gobierno intervenía para proteger la competitividad pero, por otro, esterilizaba la creación de crédito con efectos negativos sobre la inversión productiva. Esto generó un beneficio en favor de la inversión extranjera directa que cuenta con acceso a tasas más reducidas en el exterior para financiar proyectos de inversión. Esta hipótesis sugiere que la inversión directa tiene que haber jugado un papel importante. Algo que, como veremos, ocurrió.

¿Tiene esta política de aumento de reservas algo que ver con la forma en que el sistema global funciona? Hay un hecho que juega a favor de esta conjetura: la tendencia a incrementar la tenencia de reservas en relación al PBI no fue privativa de la región. Luego de las turbulencias de los noventa, un buen número de economías emergentes adoptaron esa estrategia con el objetivo de auto-asegurarse ante el comportamiento volátil de los flujos de capital, incluyendo eventos de reversión súbita. Este comportamiento está íntimamente vinculado con una característica del sistema global: la falta de una red de amortiguación de las fluctuaciones en los flujos de capital y de un prestamista de última instancia para economías que enfrentan situaciones de iliquidez externa.

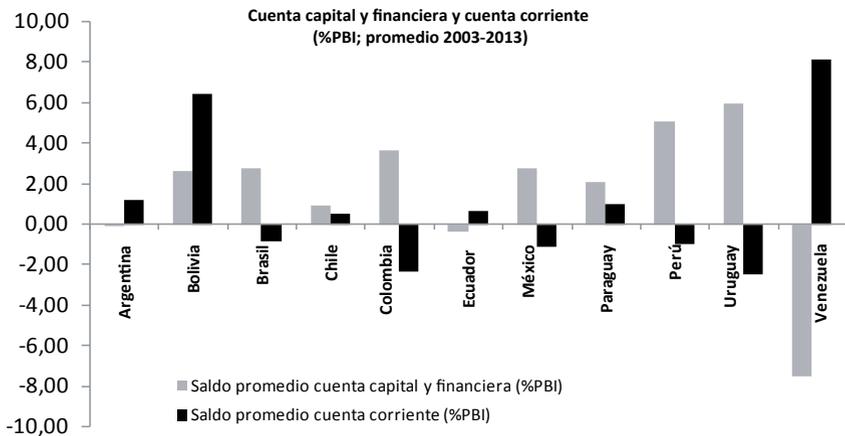
Venezuela y Argentina, que no incrementaron el ratio reservas/PBI, mostraron un desempeño macroeconómico que fue menos estable. Probablemente se debe a que la menor disponibilidad de activos seguros en el banco central hizo que el riesgo agregado percibido por los agentes fuera superior. Esto sugiere que la acumulación de reservas tiene un valor social en la medida en que reduce el riesgo mencionado y mejora de esa manera la estabilidad macroeconómica. Pero, obviamente, auto-asegurarse para reducir el riesgo agregado no es gratis: la acumulación de reservas compite con la inversión y la canalización del ahorro hacia la misma. Esta forma de solucionar el

problema es ineficiente. Como la economía global no produce el bien público que se requiere para reforzar la estabilidad, cada país por su lado trata de producirlo aun a costa de sacrificar la inversión en capital físico o humano. El hecho ya constatado de que la tasa de inversión no haya subido de manera más pronunciada durante la época de bonanza amerita, al menos, una investigación más detenida de la relación acumulación de activos seguros vs. acumulación de activos de riesgo bajo regímenes de objetivos de inflación con acumulación de reservas y esterilización. Nótese, por otro lado, que visto desde la perspectiva del sistema global, los países macroeconómicamente más ordenados de la región no han hecho otra cosa que adaptarse a la pauta sistémica global que dicta que los países emergentes tienen un sesgo hacia la inversión en activos seguros.

Cuenta corriente y cuenta capital

Para evaluar la forma en que la acumulación de reservas se vinculó con la forma de integración financiera en la bonanza es necesario introducir en el cuadro los movimientos de capital, netos y brutos.

Figura 9

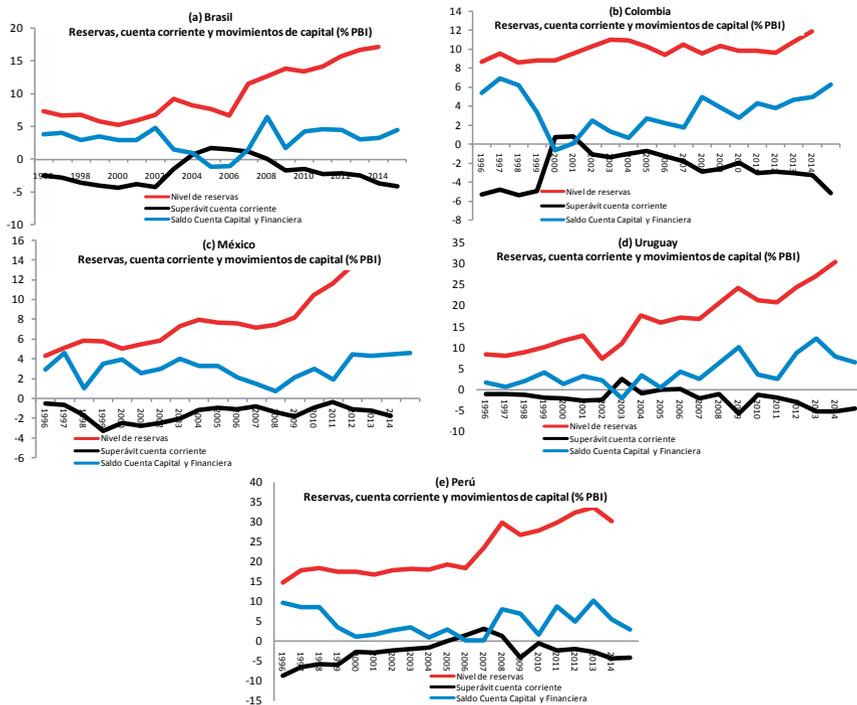


Fuente: BID (Latin Macro Watch).

De los siete países que acumularon reservas en relación al PBI en nuestra muestra, cinco registran simultáneamente un déficit de cuenta corriente en promedio en el

período del *shock*, entre 2003 y 2013: Brasil, Colombia, México, Perú y Uruguay (figura 9). Inversamente, ninguno de los tres que perdieron posiciones o no mejoraron el ratio reservas/PBI –Argentina, Ecuador y Venezuela– registraron un déficit en promedio. Estos hechos son bastante sorprendentes. La expectativa es que un país que durante diez años en forma sistemática exhibe en promedio un superávit de cuenta corriente acumule reservas mientras se espera que ocurra lo contrario con uno que genera déficit de forma sistemática. Hay sólo tres casos que están en línea con esta expectativa: Chile, Bolivia y Paraguay. Estos países muestran superávit de cuenta corriente y un incremento en sus niveles de reserva en relación al PBI. Será conveniente observar en mayor detalle los movimientos anuales de la cuenta corriente, los flujos de capital y las reservas con el propósito de identificar pautas de comportamiento detrás de estos promedios.

Figura 10
Evolución de la cuenta capital y financiera y la cuenta corriente (% PBI; anual)

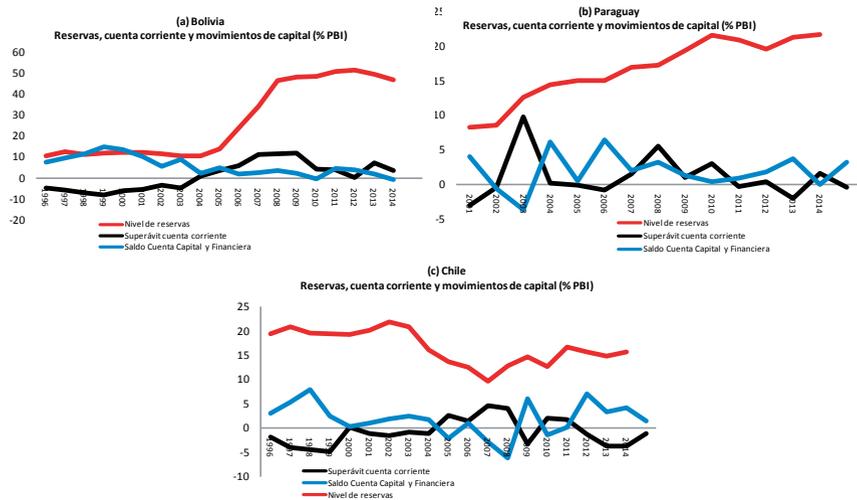


Fuente: BID (Latin Macro Watch).

La figura 10 muestra que Brasil, Colombia, México, Perú y Uruguay pudieron acumular reservas y generar déficit de cuenta corriente al mismo tiempo porque las entradas de capital que experimentaron estas economías fueron muy superiores a sus necesidades de financiamiento. La estrategia tiene, para el país en su conjunto, un costo financiero importante por la diferencia entre la tasa a la que el país toma y la tasa a la que el país presta.

Como surge de los gráficos, la relación entre acumulación de reservas, superávit en la cuenta capital y financiera y déficit de cuenta corriente sigue una pauta de comportamiento que se repite desde mediados de la década pasada en los cuatro países de América del Sur y en México: a pesar del deterioro coyuntural de la entrada de capitales durante la crisis internacional, la acumulación de reservas no se revierte con posterioridad, aun cuando el déficit de cuenta corriente no desaparece y, en realidad, tiende a aumentar. Así, los promedios analizados más arriba son el reflejo de un patrón de comportamiento que tendió a repetirse varios años. Es muy interesante marcar que estas cinco economías han establecido un régimen de pautas de inflación.

Figura 11
Evolución de la cuenta capital y financiera y la cuenta corriente (% PBI; anual)

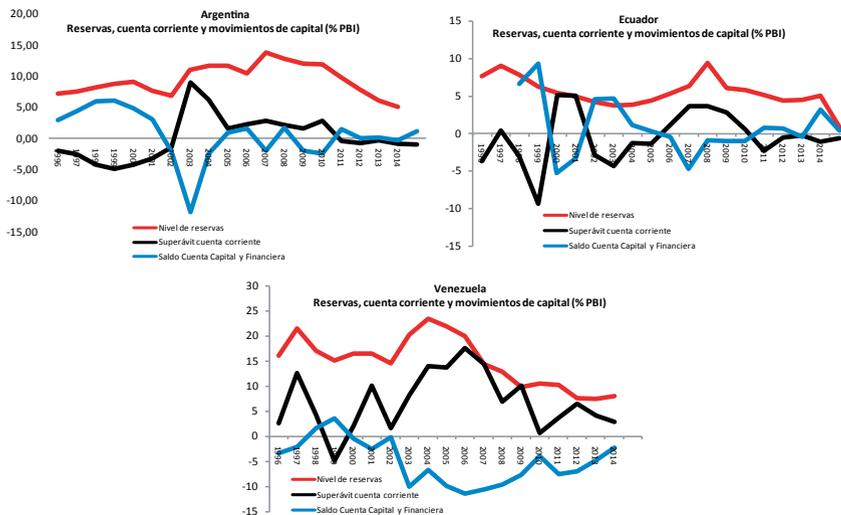


Fuente: BID (Latin Macro Watch).

Chile, Bolivia y Paraguay, a su turno, experimentan importantes entradas de capital aun cuando sus necesidades de financiamiento netas resultaron negativas. Aun-

que con fluctuaciones, en estos países la inversión resulta menor al ahorro en buena parte del período, como surge del comportamiento de la cuenta corriente (figura 11). En el caso de Paraguay, no obstante, los superávits tienden a desaparecer y su conducta se acerca a la del grupo que acumula reservas con endeudamiento. Esto contrasta significativamente con el caso de Bolivia, cuyos superávits de cuenta corriente son sustanciales y en varios años superan el 10% del PBI. En Chile la acumulación de reservas fue menor pero no la acumulación de activos seguros: este país constituyó un fondo soberano de magnitud. En suma, estos países de forma simultánea importaron capital por la vía de inversión extranjera directa, inversión de cartera o préstamos y lo acumularon bajo formas líquidas o de activos seguros emitidos en el exterior. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que esto se hizo en el marco de una tasa de inversión baja. En este sentido, el caso de Bolivia impresiona: un país pobre que acumula reservas por 50% del PBI. Se podría argumentar que es mejor sobre-acumular activos seguros que sobre-endeudarse, como hizo Bolivia en el pasado. Pero sería más difícil argumentar que se trata de una decisión que optimiza la asignación de cartera agregada entre activos riesgosos y seguros.

Figura 12
Evolución de la cuenta capital y financiera y la cuenta corriente (% PBI; anual)



Fuente: BID (Latin Macro Watch).

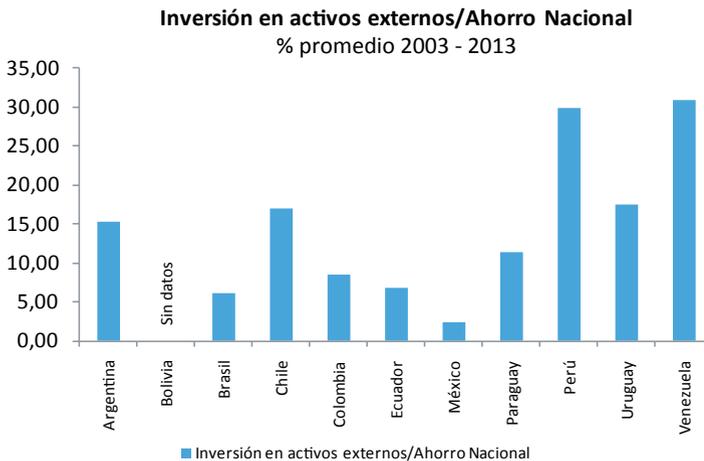
La Argentina, Ecuador y Venezuela generaron superávits de cuenta corriente al igual que Paraguay, Chile y Bolivia, pero a diferencia de estos países no sólo no acu-

mularon sino que perdieron reservas internacionales como proporción del PBI (ver figura 12). Esto se debe, sobre todo en los casos de la Argentina y Venezuela, a que el sector privado acumuló activos en el exterior, aunque también influyó el repago de deuda pública. Las salidas de capital privadas fueron incentivadas por un mal clima de inversión y, particularmente, por la debilidad de los derechos de propiedad en el campo financiero. Así, la economía como un todo generó un exceso del ahorro sobre la inversión como forma de financiar decisiones de portafolio privadas con fuerte sesgo en favor de los activos externos. Como estos activos están invertidos en su gran mayoría en activos seguros –incluyendo dólares billete– la diferencia entre el rendimiento de esos activos y el rendimiento de la inversión en activos físicos o humanos es el precio que paga la sociedad por su falta de habilidad política para instalar un marco institucional creíble para la economía.

Inversión en activos externos e inversión extranjera

Hemos visto que los flujos de capital tuvieron cierta independencia en relación con las necesidades de la cuenta corriente en la medida en que hubo flujos brutos muy superiores a las necesidades netas y que se movieron, obviamente, en sentidos opuestos. Una forma de evaluar la importancia macroeconómica de estos flujos es constatar qué proporción del ahorro nacional absorbieron.

Figura 13



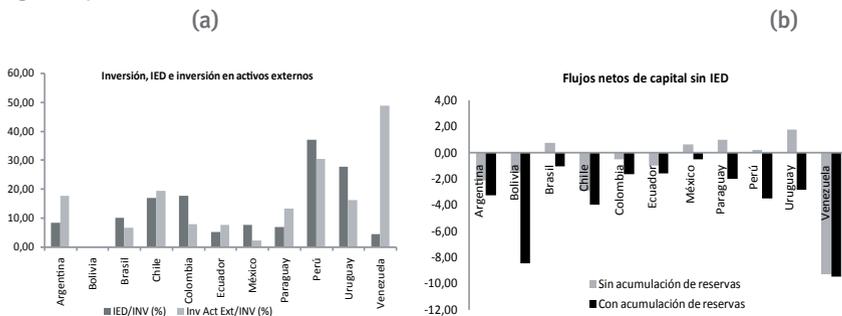
Fuente: Elaboración del autor con datos del BID (Latin Macro Watch).

Como se observa en la figura 13, la inversión en activos externos absorbió una proporción sustancial del ahorro nacional. Sobresalen los casos de Venezuela, Perú, Uruguay, Chile y la Argentina. Como hemos visto, esto obedece tanto a decisiones del sector público como del privado. México, el país extra-regional que estamos utilizando como testigo, es el que muestra la proporción más baja.

La inversión en activos externos podría ser un reflejo del comportamiento de una economía que se mueve en función de la regla de Hartwick (1977). Esto es, una economía que al recibir un *shock* de términos del intercambio genera una mayor cantidad de ahorro genuino para compensar el mayor valor de la parte de los recursos naturales que se agota y los invierte en activos externos porque es lo más rentable. Sin embargo, en muchos casos la proporción que estamos comentando es alta porque el ahorro es bajo. Además, la inversión en activos externos se produce en el contexto de una tasa de inversión baja que no está en línea con la necesidad de acumular capital reproducible de forma de reemplazar la riqueza no renovable. Por otro lado, un punto que no debe pasarse por alto es que la salida de capitales sí resultó funcional para evitar eventuales síntomas de enfermedad holandesa. No pretendemos estar probando estos puntos con la evidencia que estamos comentando pero sí consideramos útil llamar la atención sobre la necesidad de estudiar los comportamientos que originan estos hechos en mayor profundidad.

En lo relativo a los flujos de entrada de capital, el componente que se destaca es la inversión extranjera directa. El gráfico que muestra la proporción de la inversión extranjera directa (IED) como porcentaje del total de inversión.

Figura 14



Fuente: Elaboración del autor con datos del BID (Latin Macro Watch).

En varios casos la IED representa 10% o más del total de inversión y en ciertos casos, como el de Perú o de Uruguay, llega a dar cuenta del 30% o 40% del total. Así,

en Perú, tanto la inversión peruana en el exterior como la IED superaban el 30% del PBI. En realidad, si se resta el aporte de la IED, surge claramente que la región es una exportadora neta de capital por enormes montos, como lo registra el gráfico 14b.

En el caso de Venezuela, la exportación de capital llega en promedio anual al 10% del PBI, lo que significa que cada diez años Venezuela manda un PBI entero al exterior. Como se trata de un país que exporta petróleo, esto equivale literalmente a extraer el petróleo para aumentar la disponibilidad de fondos prestables en el resto del mundo. Es como si los venezolanos estuvieran empeñados en seguir la regla de Hartwick pero tomando como parámetro la economía global en su conjunto y no Venezuela. Si proyectamos la tendencia, podemos imaginar una Venezuela sin petróleo y sub-invertida y un mundo con mayor stock de capital reproducible.

Que la IED sea el vehículo utilizado para invertir en la región y que parte del ahorro se invierta en el exterior, mientras el gobierno esteriliza parte del efecto monetario de la acumulación de reservas no es, sin dudas, la mejor combinación para el desarrollo financiero. La IED no pasa, en su mayor parte, por los mercados de capital nacionales y por ende no incrementa la capitalización de mercado. Cuando se esteriliza no se genera crédito para el sector privado. Y la demanda de activos externos sustituye la demanda interna de instrumentos de ahorro. La medida en que cada uno de estos efectos estuvo presente depende de la política de acumulación de reservas y la seguridad jurídica. Como muestra la figura 14b, en Venezuela, Bolivia, Colombia, Ecuador, Chile y la Argentina la salida de capitales no se explica por la acumulación de reservas. En el caso de Chile incide el fondo soberano. Pero en el resto la conjetura es que el sector privado estuvo comprando activos del resto del mundo. Nótese que en México los movimientos son más suaves.

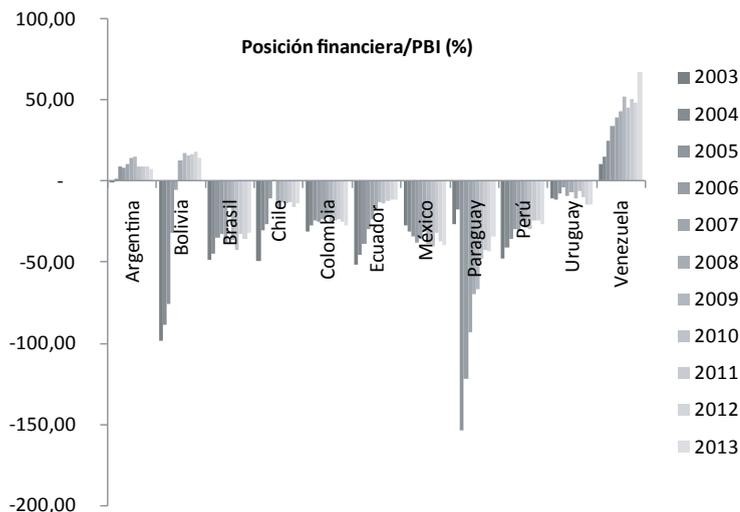
Estos movimientos refuerzan el argumento que ya mencionamos al analizar la acumulación de reservas, en el sentido de que las decisiones de portafolio agregadas de la región están en línea con la forma de funcionamiento del sistema financiero y monetario global. Dos puntos merecen subrayarse. El primero es que los países de la región estuvieron demandando activos seguros mientras los países avanzados –y China, con exceso de ahorro por la aceleración del crecimiento– adquirieron posiciones en activos de riesgo y, particularmente, en el sector de recursos naturales cuyos precios estaban creciendo. El segundo es que la región participa activamente de la tendencia a que los flujos brutos de capital se muevan de manera independiente de los flujos netos asociados con las necesidades de la cuenta corriente. De esta forma, el subdesarrollo financiero de la región no es independiente de la forma en que la misma se está integrando en el sistema global, pues bajo las circunstancias actuales se debilitan los incentivos para usar instrumentos de ahorro locales. Ya hemos visto, por ejemplo, cómo la deslocalización de los mercados de capital termina reprimiendo

el crecimiento de las bolsas nacionales. El tercero es que los incentivos que genera hoy el sistema global no se adaptan a los que serían apropiados para las características estructurales de la región. En efecto, la canalización del ahorro nacional hacia los activos seguros puede ser inconsistente con las necesidades de la demografía y el proceso de envejecimiento que le espera a la región luego del bono demográfico. Para el momento en que la tasa de dependencia aumente y haya menos ahorradores primarios, las cohortes necesitarán recoger los frutos de las inversiones del presente. Y será poco lo que recogerán si la tasa de retorno es la de un activo seguro. Por otro lado, queda a cargo de las generaciones futuras pagar los dividendos sobre la inversión extranjera directa. En este sentido, se estaría pagando un precio muy alto por reducir la volatilidad macroeconómica y asegurar la estabilidad financiera en un contexto en que no existe una red de amortiguación de la volatilidad de los flujos en el nivel internacional. Las consecuencias de la falta de provisión de un bien global –la red de amortiguación de fluctuaciones– la pagarán en parte las generaciones futuras.

Las consecuencias sobre los stocks

El desacople entre los movimientos brutos y netos de los flujos de capital internacionales se refleja, por supuesto, en la evolución de los stocks; en las hojas de balance agregadas de los países. Hay varios hechos que merecen destacarse en relación con este punto.

Figura 15

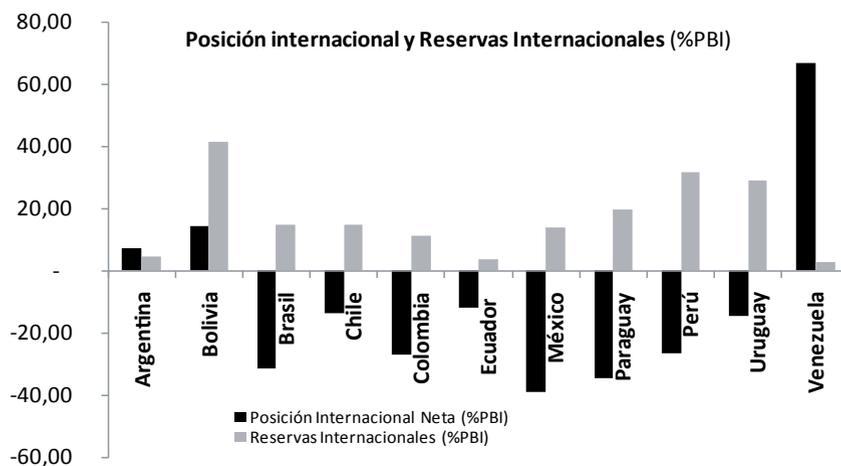


Fuente: Elaboración del autor con datos del BID (Latin Macro Watch).

Primero, de la mano del *shock* positivo de recursos naturales, la posición internacional neta tendió a mejorar. Claramente este no es el caso de México, que está fuera de América del Sur. Como muestra la figura 15, no obstante, hay grandes variaciones en la posición de stocks.

Además de la Argentina y Venezuela, sólo Bolivia tiene una posición internacional neta positiva. Pero a diferencia de esos dos países, donde la exportación de capital estuvo a cargo del sector privado, en Bolivia fue el banco central el que generó la posición acreedora, como ya se comentó. La posición de inversión neta de Venezuela ciertamente impresiona: el país podría pagar todas sus deudas, adquirir todo el stock de IED y, aun así, le “sobraría” más de la mitad del PBI. Lo que le “sobraría” a la Argentina tampoco es poco. Sobre todo si se compara con la posición neta negativa que muestran las otras dos economías grandes de América Latina. La posición neta negativa de México y Brasil está entre 40% y 50% del PBI.

Figura 16



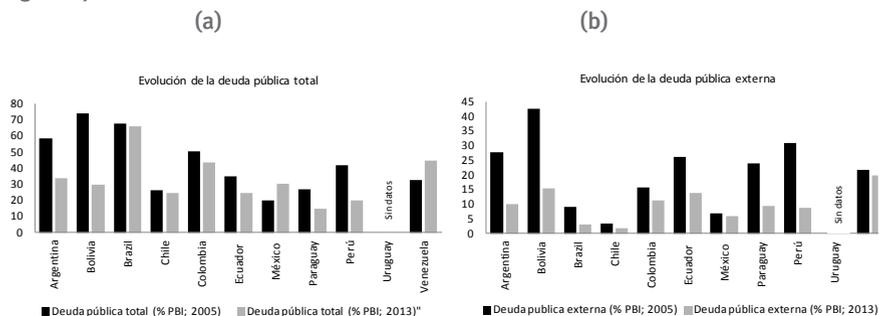
Fuente: Elaboración del autor con datos del BID (Latin Macro Watch).

De las cifras que muestra la figura 16 se sigue que en todos los países donde mejoró la estabilidad macroeconómica –con la excepción de Bolivia–, la exposición financiera neta con el resto del mundo es sustancial. Además, esos países registran al mismo tiempo coeficientes de reservas/PBI altos y exposiciones financieras altas, lo que indica que las reservas fueron adquiridas en su totalidad o en buena parte con endeudamiento externo, en consonancia con el comportamiento de los flujos que

comentamos anteriormente. Esto implica, algo curiosamente, que los países que tienen la macroeconomía más ordenada y siguen un esquema de metas de inflación son también los más expuestos a una reversión en la percepción de mercado. Cuentan con reservas para enfrentar ese hecho, pero la contrapartida de una reversión en términos del nivel de actividad interno no dejarían seguramente de ser sustanciales. Argentina y Venezuela ya redujeron sus reservas cuando el sector privado huyó de sus economías. Esto sugiere que estos dos países financiaron con reservas la falta de habilidad para evitar la maldición de los recursos naturales.

Si bien a corto plazo la inversión extranjera directa ayuda a financiar la cuenta corriente y es un vehículo para el mejoramiento de la tecnología, también hay que considerar que el stock de IED genera compromisos de pago de dividendos que deberán ser afrontados por cohortes del futuro. Además, como la IED tiene un sesgo hacia recursos naturales, parte de esos dividendos es renta de recursos naturales que deberían ser invertidas en su totalidad, según la regla de Hartwick. En otros términos, si el flujo de IED sirve para financiar un déficit de cuenta corriente al tiempo que la inversión es baja, ello implica que con alta probabilidad las rentas de los recursos están siendo consumidas y le queda a la generación futura abonar los dividendos en un contexto en que habrá menos disponibilidad de recursos naturales.

Figura 17



Fuente: BID (Latin Macro Watch).

Un rasgo positivo y que juega a favor de las generaciones futuras es que la bonanza trajo consigo una reducción en la deuda pública, tanto total como externa. Como lo revela la figura 17, la tendencia fue generalizada. Sólo Venezuela y México aumentaron el ratio deuda pública/PBI (ver figura 17a). En cambio, la reducción en la deuda pública externa no tiene excepciones (ver figura 17b). Esto sugiere que la acumulación de reservas y la mayor estabilidad macroeconómica favorecieron la capacidad de los gobiernos para emitir deuda interna, sobre todo en los casos en que mejoró la estabilidad. Esto está en línea con lo que se mencionó en la sección

2 respecto de la mejora en los mercados de bonos en general y de las emisiones en moneda del país. En los países que no lograron estabilidad –Argentina y Venezuela–, no obstante, la reducción de la deuda se vinculó con la represión financiera y el impuesto inflacionario.

Al reducirse el descalce de monedas en la hoja de balance del sector público, la exposición a *shocks* externos se redujo. La tesorería, debido a esto, contribuyó a la salida de capitales bajo la forma de reducciones de deuda, lo que complementó la tarea que el banco central hizo en igual sentido al acumular reservas.

5. Implicancias para las estrategias de integración financiera regional

Cualquiera sea la estrategia que lo inspire, un proceso de integración financiera regional deberá tomar en cuenta los aspectos del funcionamiento del sistema financiero y monetario global, así como las características estructurales de América del Sur que hemos revisado en las secciones anteriores. En relación con el sistema global hemos enfatizado: la falta de un esquema de amortiguación de los movimientos de capital y de prestamista de última instancia; la función de Estados Unidos como proveedor de activos seguros y el rol de los países avanzados –y de China, un emergente de alto crecimiento– como inversores en activos de riesgo en la región. En lo que hace a la estructura económica regional remarcamos: el bajo nivel promedio de desarrollo financiero; la credibilidad débil de los bancos centrales –aunque con importantes diferencias– que obligó a invertir recursos para reforzarla; el bono demográfico; los requerimientos de inversión que demanda la convergencia (o *catching up*) y la importancia de los recursos naturales en la riqueza total.

En el marco de estas condiciones iniciales, ¿qué objetivos podrían fijarse para eventuales procesos de integración financiera regional? Esta pregunta general da lugar a otras más específicas que surgen de nuestro análisis: ¿Puede la integración regional sustituir, mejorar o complementar las funciones del sistema global de manera de contribuir a mitigar las consecuencias de sus disfunciones y, particularmente, la asimetría en la demanda de activos seguros vs. activos de riesgo? ¿Cuál es el vínculo entre los regímenes cambiarios vigentes y el desarrollo de mecanismos regionales para mejorar el manejo de riesgos agregados no diversificables? ¿Puede la integración financiera regional ser un instrumento para el desarrollo financiero, de forma de ayudar a sobrepasar el umbral de profundización que es necesario superar para una integración exitosa con el sistema financiero global y para aprovechar las oportunidades asociadas con la estructura económica de América del Sur?

En lo que sigue analizamos estas cuestiones en base a los hechos estilizados sobre el sistema global, la estructura económica regional y el período de la bonanza que hemos identificado en las secciones anteriores.

Integración financiera regional y disfunciones globales

La estructura de mercados internacionales no es completa, el acceso a los mercados que existen para los agentes nacionales es limitado y variable según el tamaño y la reputación –lo que crea un sesgo en contra de las firmas pequeñas y los emprendedores– y los flujos que efectivamente se reciben son volátiles y pro-cíclicos,

lo que es una fuente de inestabilidad tanto macroeconómica como financiera. Esto hace que los mercados financieros internacionales sólo cumplan de manera parcial las funciones que les corresponden en el caso de América del Sur (Fanelli, 2012). Los siguientes puntos merecen destacarse a la hora de evaluar posibles aportes de iniciativas de integración financiera regional.

El primer punto tiene que ver con el riesgo agregado no diversificable. Si el sistema financiero internacional no mostrara imperfecciones, uno de los servicios centrales que podría prestarle a los países de la región es el de diversificar el riesgo agregado, que no puede realizarse en el nivel nacional. Esto permitiría estabilizar el consumo más allá de las fluctuaciones del ingreso nacional. Como es difícil acceder a instrumentos financieros que cumplan esta función en los mercados globales, ocurre con frecuencia que el consumo es más volátil que el ingreso (Fanelli, 2008). Esta falla de mercado podría ser subsanada, en principio, por mecanismos desarrollados en el nivel de la arquitectura financiera internacional.

El segundo punto se refiere al riesgo sistémico. Además de ayudar a diversificar el riesgo macroeconómico nacional, la arquitectura financiera internacional podría cumplir con la función de prestamista de última instancia para ayudar a países en situación de *stress* financiero –situación que suele ir acompañada de fugas significativas de capital difíciles de revertir sin la ayuda externa–. Los bancos centrales no tienen suficiente credibilidad en la región como para emitir activos seguros y actuar como prestamista de última instancia. El riesgo sistémico fue alto durante los ochenta y noventa en varios países de la región pero cayó durante la bonanza por la mejora en el manejo macroeconómico, la revalorización del colateral transable y la acumulación de reservas. La volatilidad macroeconómica podría subir, no obstante, si el precio de las *commodities* cae o la tasa de interés en Estados Unidos aumenta.

El tercero se relaciona con la inversión y el riesgo idiosincrásico. En relación con la inversión, las restricciones en el acceso a los mercados internacionales de crédito –sobre todo de largo plazo– hacen que se pierdan oportunidades de acumulación de capital físico y humano y de conocimientos rentables. Obviamente, puede ser que el crédito externo sea necesario porque el ahorro nacional es escaso. Pero también es común observar que la empresa no accede al crédito doméstico e intenta en el exterior no tanto porque no hay fondos de ahorro interno disponibles sino porque al agente que estaría dispuesto a aportar los fondos –el ahorrista o el banco– le resulta muy difícil diversificar el riesgo idiosincrásico del proyecto que estaría financiando; sea porque los mercados de capital son estrechos e ilíquidos, sea porque la hoja de balance del banco quedaría muy concentrada en pocos sectores o empresas. La dificultad para diversificar el riesgo puede llevar a exigir una

tasa de retorno exagerada que la rentabilidad del proyecto no puede satisfacer. Bajo estas circunstancias, cuando una firma del exterior no está racionada –como ocurre en el caso de la IED– o tiene acceso a inversores que están en condiciones de diversificar el riesgo idiosincrásico y el nacional del proyecto –como es el caso de los fondos institucionales o de inversión–, esas empresas adquieren una ventaja competitiva para explotar proyectos de inversión rentables en la región. Esa ventaja es creada directamente por una falla en los mercados financieros. El fenómeno de deslocalización de los mercados de capital que enfatizan de la Torre *et al.* (2011) se relaciona con esto: las grandes empresas de la región, al listar sus papeles en Nueva York, pueden acceder a inversores con portafolios diversificados y, por ende, a un fondeo del capital más barato.

El último punto subraya el rol de los activos seguros. Las imperfecciones de los mercados afectan no sólo la inversión sino también la asignación del ahorro. Si el ahorrista enfrenta excesiva volatilidad agregada y dificultades para diversificar el riesgo idiosincrásico, es lógico que se observe una preferencia por activos seguros. Como los bancos centrales y las tesorerías de la región tienen dificultad para emitir activos que puedan ser considerados seguros, esa demanda se externaliza hacia los emitidos por los países avanzados y, particularmente, los Estados Unidos. Un tipo adicional de riesgo que alimenta la demanda de activos seguros es el riesgo jurídico. Como vimos, en los casos de Argentina y Venezuela la demanda de activos seguros estuvo alimentada por la inestabilidad de los derechos de propiedad y de las instituciones económicas en general. En este caso, la demanda de activos seguros emitidos bajo otra legislación busca satisfacer la necesidad de poner los ahorros a salvo del riesgo de expropiación. De esto se sigue que cuando se anticipa la posible ocurrencia de un episodio de *stress* financiero que aumenta la probabilidad de inestabilidad de las reglas de juego –y del derecho de propiedad en particular– es natural esperar que haya un incremento súbito en la demanda de activos seguros del exterior.

De estos cuatro puntos surge una explicación para uno de los hechos que subrayamos en nuestro análisis: mientras se producía una bonanza de recursos naturales que aumentaba la rentabilidad de la inversión y el valor de los activos transables que podían usarse como colateral, una buena parte de las oportunidades de inversión fue aprovechada por la inversión extranjera directa y por otros inversores externos, mientras los residentes –incluyendo los bancos centrales– incrementaron su demanda de activos seguros. En el caso de Venezuela y Argentina la distancia en los incentivos para la inversión en activos seguros y en activos de riesgo se hizo extrema. Debido al riesgo expropiatorio, la IED se desincentivó al tiempo que la salida de capitales fue pronunciada. En un sentido figurado puede decirse que la Argentina y Venezuela se quedaron viviendo en los ochenta, cuando la fuga de capitales y la compra de activos

seguros las hacía el sector privado, mientras que los países que se auto-aseguraron y compraron reservas enviaron ahorro al exterior adaptados al siglo XXI. En ninguno de los dos casos el financiamiento contribuyó a potenciar la inversión.

Este contexto genera incentivos para tres objetivos. El primero es generar mecanismos sustitutos para mitigar –y manejar las consecuencias– de los riesgos de carácter tanto agregado como sistémico. El segundo es tratar de fortalecer la capacidad de emitir activos seguros, satisfaciendo la demanda privada de una manera que resulte más provechosa desde el punto de vista del crecimiento. El tercero es completar los mercados domésticos de forma de facilitar la diversificación del riesgo idiosincrásico. Los dos primeros objetivos tienen que ver con los bancos centrales y las tesorías; el tercero con el desarrollo financiero. Analizaremos en lo que sigue estos tres objetivos y los vincularemos con las tres preguntas ya planteadas sobre la integración financiera regional.

¿Qué instrumentos podría aportar la integración financiera regional en relación con el primer objetivo?

La región no tiene capacidad para instrumentar un esquema de préstamos de última instancia ante riesgos sistémicos. Tampoco puede reemplazar el servicio que brindan los activos de los Estados Unidos y otros países avanzados como vehículo para asegurarse tanto ante crisis sistémicas nacionales como ante *shocks* de la economía global, del tipo ocurrido en la crisis *subprime*. Los activos seguros de Estados Unidos pueden cumplir esa función porque tienen en última instancia como reaseguro la capacidad fiscal y de señoreaje de ese país, así como la credibilidad del marco institucional de su economía. Para emitir activos con posibilidad de competir sería necesaria una capacidad fiscal coordinada regional muy fuerte que permitiera la emisión de bonos con respaldo en instituciones de alta credibilidad. Esto sólo sería posible en el marco de una escasísimamente probable unión fiscal que acompañara a un esquema de integración financiera. Esto implica que la región seguirá, seguramente, importando el servicio de seguridad ante *shocks* agregados y sistémicos desde los Estados Unidos o, a lo sumo, desde organizaciones de la arquitectura financiera internacional que aún están en proceso de construirse.

Sin embargo, sí sería posible avanzar en mecanismos para reducir la inversión en reservas y realizar un manejo más eficiente de la liquidez. Esto podría operar con mecanismos de *swap* entre bancos centrales de la región que hicieran posible guardar una cantidad menor de reservas, lo que podría complementar más que sustituir otros mecanismos ya existentes como es el caso del FLAR o incluso los mecanismos de ayuda del FMI y de los bancos regionales con participación de países centrales, como el BID (ver Ocampo, 2006 y Titelman *et al.*, 2012).

Regímenes cambiarios y activos seguros

Hemos visto que varios países aprovecharon el mayor espacio de política generado por la bonanza para implementar regímenes monetarios más robustos –con predominio de esquemas de metas de inflación y mayor autonomía del banco central–, para acumular reservas y para reducir la deuda pública y externa. Un propósito básico de estas acciones era recuperar la función de reserva de valor para la moneda nacional. En el marco de una economía abierta y con las especificidades estructurales de las de América del Sur este objetivo tiene exigencias que van más allá de reducir la inflación, algo de por sí difícil.

Para que un activo sea considerado seguro, una condición es que su valor muestre covarianza nula o negativa con el grado de estabilidad financiera, de forma de brindar una buena cobertura contra el riesgo macroeconómico asociado a *shocks* sistémicos. Una condición para que el dinero emitido por el banco central cumpla esa función es que bajo condiciones de riesgo sistémico sea muy baja la probabilidad de que se produzca un *shock* inflacionario. Obviamente, para las autoridades es tentador generar un *shock* inflacionario si con ello pueden licuar el exceso de apalancamiento, sea éste privado o público. Pero la capacidad para generar inflación no depende sólo de la voluntad del banco central, también es una función de las condiciones estructurales. Por ejemplo, las experiencias de crisis en los países desarrollados y el *quantitative easing*, sugieren que en esos países no es tan fácil generar inflación cuando el exceso de endeudamiento ya se tradujo en una depresión de la demanda agregada. Sin embargo, la experiencia muestra que este no ha sido el caso en los países de América del Sur que enfrentaron situaciones de fragilidad financiera. En la región, los eventos de inestabilidad sistémica llevaron siempre a la depreciación y –vía *pass-through*– a la aceleración de la inflación. Para América del Sur es mucho más fácil generar inflación mediante una devaluación. La literatura muestra que el *pass-through* es más fuerte en los países donde la tasa de inflación es más alta (Aizenmann, 2009) y la región aún está en proceso de construir una reputación de baja inflación. Esto hace que las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio tengan una particular incidencia sobre la expectativa de inflación y, por ende, sobre la credibilidad del banco central. Justamente, los activos seguros emitidos en el exterior son una buena cobertura porque resisten la inflación y la devaluación. Adicionalmente, los activos emitidos por la tesorería tampoco son una buena cobertura porque en la región la devaluación es recesiva y ello debilita la posición fiscal, sea por la caída de la recaudación, sea por la presión para aumentar el gasto en la recesión.

De esto se sigue que para hacer más creíble la moneda nacional en su función de depósito de valor, el banco central no sólo debe poner en caja la inflación sino, también, la expectativa de que ocurra una depreciación de magnitud no anticipada.

Una promesa de tasa de inflación bajo control en el contexto de un régimen de alta flexibilidad cambiaria no es creíble. Nótese que aquí el “miedo a flotar” tiene una motivación de largo plazo asociada al crecimiento: recomponer la función de reserva de valor de forma de reducir el incentivo a demandar activos seguros y aumentar las inversiones en activos de riesgo.

Si el problema es la inflación y la amplitud de las fluctuaciones del tipo de cambio, podría pensarse que la máxima credibilidad se obtiene con un *hard peg*. Sin embargo, este régimen tiene el problema de incentivar la dolarización de la deuda doméstica al brindar un seguro de cambio gratuito y, por ende, su estabilidad resulta poco creíble porque aumenta el riesgo sistémico. Un régimen de flotación manejada o de *fear of floating*, en cambio, al dejar indeterminado el rango de flotación introduce una cuña que reduce el incentivo a dolarizar la hoja pasiva del balance de los agentes. Además, el brutal desenlace de la convertibilidad en la Argentina terminó para siempre con la popularidad del *hard peg* en la región. El único país de los que hemos analizado que optó por un esquema que deja al país completamente sin autonomía monetaria es Ecuador y la bondad del régimen no ha sido aún testada pues el país ha estado gozando de una bonanza en el precio de lo que exporta.

La evidencia indica que las autoridades regionales buscaron una solución intermedia en la cual sacrifican parte de la autonomía de política monetaria con el beneficio de dar mayor seguridad sobre la evolución futura del tipo de cambio nominal –lo que favorece la función de reserva de valor por las razones ya especificadas– pero sin dar certeza para evitar los incentivos a dolarizar. Nótese que las monedas de reserva flotan, por lo que la función de reserva de valor no es incompatible con ello. El problema en los países emergentes de la región es que la flotación puede ser excesiva y que el vínculo entre depreciación e inflación es más estrecho. Así, mientras en teoría la autonomía monetaria se utilizó sobre todo para buscar una meta de inflación, en la práctica hubo *fear of floating* e intervención. La acumulación de una cantidad suficiente de reservas es necesaria para hacer creíble este esquema cuando los movimientos de capital son significativos. Esta estrategia se asimiló a las de auto-seguro asiáticas. Pero un punto importante es que en Asia la acumulación se hizo en base a saldos positivos de cuenta corriente en mucho mayor proporción que en América del Sur (ver Reinhart, 2014). La norma aquí fue, más bien, la acumulación en base a entradas de capital, sobre todo vía IED. De las ocho economías en las cuales las entradas de capital superaron las necesidades de financiamiento de la economía –sea porque el saldo de la cuenta capital fue superior al déficit de cuenta corriente o porque no había déficit de cuenta corriente– seis establecieron un régimen de pautas de inflación.

Dado este cuadro, seguir un régimen puramente enfocado en la inflación estuvo más allá de las posibilidades. Además de las razones ya discutidas, hubo dos factores

asociados específicamente con la bonanza que agregaron complejidad y crearon incentivos para intervenir y acumular reservas. El primero es que la bonanza acentuó la amenaza de desarrollar los síntomas de la maldición de los recursos naturales. El segundo es que la bonanza generó en las autoridades el temor de que se acentuara el carácter pro-cíclico de los movimientos de capital debido a las consecuencias sobre el canal del crédito doméstico, como se comenta luego. Si eso ocurría, aumentaría la probabilidad de sufrir eventos de stress financiero ante reversiones súbitas en los flujos que obligaran a convalidar fluctuaciones exageradas en el tipo de cambio, que era precisamente lo que se quería evitar en el proceso de establecer un activo doméstico seguro.

¿Podría la integración regional aportar instrumentos para la creación de activos seguros y desactivar el incentivo a importarlos?

La integración regional en el plano monetario podría en principio ser de utilidad, si hiciera más fácil la tarea de generar una moneda que actuara como reserva de valor. Sin embargo, la región –o conjuntos relevantes de países en la misma– está muy lejos de cumplir con los requisitos que demandaría la formación de un área monetaria. Además, la experiencia griega actual sugiere que es muy difícil realizar una unión monetaria sin avanzar hacia una unión fiscal. Por otro lado, si en el marco de alguno de los acuerdos regionales existentes apareciera la voluntad de avanzar hacia una moneda común, los pasos previos de colocar la tasa de inflación en línea entre todos los miembros potenciales y de reducir la amplitud de las fluctuaciones cambiarias serían insoslayables. Por ello, en relación con esto, los esfuerzos por consolidar una moneda creíble es funcional sea o no el objetivo avanzar a una moneda común. También lo son los esfuerzos por reducir la exposición a *shocks* disminuyendo la deuda externa y el grado de dolarización de las hojas de balance privadas.

En función de lo anterior, parece que la máxima ambición bajo las circunstancias actuales sólo podría ser la de buscar estrategias de cooperación para ahorrar en el uso de reservas internacionales y mejorar la liquidez en la línea discutida anteriormente.

Umbral de desarrollo financiero doméstico e integración financiera regional

Una lección de esta etapa es que una mayor estabilidad macroeconómica –incluso ayudada por una bonanza– si bien contribuye a mejorar las condiciones para el desarrollo financiero, no lleva de manera automática a la superación del umbral que permite alcanzar el nivel mínimo de desarrollo financiero que es necesario para sacar ventaja de la integración con los mercados de capital globales.

De hecho pueden aparecer dilemas entre los requerimientos de la estabilidad macroeconómica y los del desarrollo financiero. Esto es así porque manejar el proceso de intervención cambiaria y acumulación de reservas es, como ya se dijo, dificultoso, y los instrumentos utilizados están muy relacionados con el canal del crédito.

Durante una bonanza el canal del crédito cobra relevancia porque, por un lado, la acumulación de reservas tiene un efecto monetario expansivo y, por otro, el incremento en el valor del colateral, por las razones explicadas, reduce el racionamiento. Bajo estas condiciones es frecuente observar una expansión rápida del crédito. Y también lo es que se produzca una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real debido a la presión excesiva de la demanda sobre los precios de los bienes no transables. Así, aun cuando el banco central impidiera una apreciación nominal mediante la intervención y la acumulación de reservas, la apreciación real podría seguir su curso por efecto de la inflación en bienes no transables.

Bajo estas circunstancias, la autoridad monetaria se vio frecuentemente obligada a recurrir a otro instrumento: la esterilización. La esterilización fue efectiva para evitar una expansión excesiva del crédito. Pero es también costosa para la sociedad porque la acumulación de reservas impide que el gobierno utilice el señoreaje para financiar proyectos de inversión más rentables que acumular reservas, como la inversión en infraestructura y capital humano y, además, le genera pérdidas al banco central.

Pero el costo adicional que deseamos subrayar aquí es que en este contexto se puede retrasar el desarrollo financiero. La esterilización, al reducir la expansión monetaria, también lo hace con la del crédito y, por lo tanto, compite con el negocio bancario y con la disponibilidad de fondos para financiar proyectos rentables que bajo otras condiciones no tendrían acceso al crédito. Por supuesto, este hecho es positivo si evita que haya una expansión excesiva que ponga las semillas de una situación de fragilidad financiera. Sin embargo, también hay que considerar que la esterilización se produce para dar lugar a la acumulación de reservas. Esto es, a la inversión en activos seguros. Así, si la entrada de reservas se debe a los flujos de IED –como vimos que fue muchas veces el caso– de hecho el banco central desplaza a los intermediarios locales y a las potenciales firmas locales del mercado de crédito para hacer espacio a la inversión externa. El resultado es el que observamos a nivel agregado: en la cartera del país aumentan simultáneamente la participación de activos seguros y del stock de inversión externa directa.

Se puede argumentar con razón que la rentabilidad de la acumulación de reservas está mal medida debido a que ello genera beneficios en términos de un bien público –la estabilidad– que no se mide en los ingresos del banco central mientras que los costos de la esterilización sí aparecen. Esto es correcto. Pero el argumento anterior

sugiere que del lado de los costos hay que incluir también la represión del desarrollo financiero doméstico. Por supuesto, esto no es equivalente a ignorar que la estabilidad permite la expansión de la intermediación financiera, evitando la dolarización de los portafolios. Pero esto último es cierto sólo si el crédito o los mercados de capital se expanden. Esto no se puede dar por descontado. De hecho, según Aizenmann (2009), los países en que la esterilización fue más exitosa son los que tienen mayor grado de represión financiera.

En síntesis, lo que estamos argumentando es que es necesario tener todo el cuadro de costos/beneficios en mente al evaluar las estrategias seguidas por la región en lo relativo al régimen cambiario y el auto-seguro. Por ejemplo, tanto Chile como Brasil expandieron el crédito y los mercados de capital durante el período, tienen un alto coeficiente reservas/PBI y recibieron una gran cantidad de inversión extranjera directa al tiempo que el coeficiente de inversión no estuvo en línea con lo esperable durante la bonanza. Esto sugiere que tanto el efecto desplazamiento (de la inversión por las reservas) como el efecto positivo de la estabilidad estuvieron presentes. Pero la mayor credibilidad lograda por el banco central chileno en el pasado, sin embargo, le permitió a Chile mantener una mayor profundidad financiera que Brasil con el mismo coeficiente reservas/PBI y lograr, asimismo, un coeficiente de inversión mayor.

El hecho de que los países que no siguieron la estrategia de metas de inflación más acumulación de reservas hayan sufrido una mayor dolarización de los portafolios privados como en Argentina y Venezuela –o hayan ido a la dolarización directa, como en Ecuador– indica que pagar el costo de producir el bien público estabilidad vía la acumulación de reservas efectivamente produce beneficios, dadas las circunstancias. Es más, debido a la presión por la dolarización y la inexistencia de un activo doméstico que pueda actuar como reserva de valor, tanto Argentina como Venezuela se vieron obligadas a recurrir a viejas estrategias de exagerada represión financiera, como el control de cambios, la dirección del crédito y el impuesto inflacionario. Pero que la estrategia de Argentina y Venezuela, al renunciar a producir el bien público estabilidad, haya dado frutos muy inferiores, no implica desconocer que en los otros casos pudo haber un costo en términos de desarrollo financiero.

Si las fallas de mercado financiero están detrás del hecho de que la región adquiera activos seguros y reciba inversiones en activos de riesgo, es natural argumentar que un objetivo central del desarrollo financiero debería ser el de lograr una reducción en la demanda de activos seguros y un aumento en la participación de activos de riesgo en las carteras de los residentes. En realidad, incrementar la participación de los activos de riesgo en las carteras es una prioridad debido a dos características estructurales que hemos subrayado: la alta participación de los recursos naturales en la riqueza total y el bono demográfico.

Invertir parte de la renta de los recursos naturales en reservas, que tienen poco retorno por ser activos seguros, deprime la inversión en activos reproducibles y ello, a su vez, conspira contra el cumplimiento de la regla de Hartwick. En este sentido, los recursos naturales son la fuente de un dilema. Por un lado, el banco central tiene incentivos para esterilizar y reprimir la expansión del crédito para evitar la enfermedad holandesa y, por otro, al actuar de esa manera desincentiva la inversión en activos reproducibles.

Hay que considerar, también, que si la renta de los recursos no se recicla hacia la inversión, aumenta la probabilidad de desarrollar síntomas de la maldición de los recursos por otras razones. Desde una perspectiva de economía política, cuando los agentes perciben que el sector público “está fuerte” porque hay reservas en el banco central y la deuda pública se redujo, aumentan las presiones para incrementar el gasto o reducir los impuestos. Y esto puede ocurrir aun si la economía está generando un déficit de cuenta corriente. En particular, cuando el déficit es financiado con inversión extranjera directa, existe la percepción de que no hay riesgo de reversión súbita. Esta situación puede llevar a muy malas asignaciones del gasto y los impuestos. Por ejemplo, durante la bonanza el sector público ha estado subsidiando el consumo del recurso natural abundante, como es típico en los países ricos en hidrocarburos (Di Bella *et al.*, 2015) o aumentando fuertemente la presión tributaria, incluso más allá de lo que sería necesario para apropiarse de la renta generada por el boom de precios, como en el caso de las retenciones a las exportaciones agrícolas en la Argentina. Probablemente, en los países con macroeconomía ordenada la falta de desarrollo financiero unida a la esterilización jugó en contra de la inversión en la medida en que impidió el “reciclaje” de los fondos del boom de materias primas hacia otros sectores de la economía con capacidad para generar valor agregado y ganar competitividad. En los países con macroeconomía desordenada, la falta de credibilidad de los activos domésticos hizo que directamente los ahorristas invirtieran en activos seguros fuera de sus fronteras y que la política fiscal tomara un sesgo excesivamente expansivo.

La baja tasa de inversión y la generación de un déficit de cuenta corriente a pesar del boom de materias primas –como vimos que fue el caso en varios países de la región– es una configuración que indica que no se está aprovechando el momento del bono demográfico. Las dificultades que encuentra el ahorrista para colocar el ahorro con tasas de retorno razonables –una vez descontado el riesgo en un contexto en que es difícil manejar tanto el riesgo diversificable como el no diversificable y de expropiación– puede no sólo haber incentivado la compra de activos seguros sino, también, el consumo.

¿De qué forma puede contribuir la integración para completar los mercados domésticos de forma de facilitar la diversificación del riesgo idiosincrásico y la intermedición del ahorro y la inversión?

Un rol clave que podría jugar la integración financiera regional es el de ayudar a que sean los países de la región los que inviertan para beneficiarse con el segundo dividendo y los recursos naturales. Al desarrollo de mercados financieros integrados, si logra expandir la escala y la liquidez de los papeles, contribuiría a internalizar el ahorro y al aprovechamiento de las oportunidades de inversión. En este sentido, también hay margen para internalizar la IED en la región. Sería importante dar mayor impulso el desarrollo de empresas multinacionales regionales (“multilatinas”), un proceso que está en marcha pero que no ha estado en el centro de las preocupaciones. Aumentar la lista de multilatinas que cotizan en los mercados de capital regionales puede ayudar a que parte de los beneficios de la deslocalización sean absorbidos por las economías regionales.

Una segunda función que podría mejorarse es la de diversificar el riesgo idiosincrásico a partir de la integración de los mercados de capital. Al aumentar la escala esto permitiría no sólo mayor liquidez de mercado sino también mayor variedad de firmas y actividades listadas, lo que obviamente mejoraría las oportunidades de diversificación de riesgos idiosincrásicos. Hay que tomar en cuenta que mientras los activos seguros pueden ser un sustituto relativamente bueno para cubrirse del riesgo agregado, no lo son para cubrirse del riesgo idiosincrásico. Acceder a posibilidades de diversificar este último riesgo puede dar ganancias de bienestar importantes. Mercados regionales integrados ayudarían a internalizar regionalmente la deslocalización que hoy está ocurriendo entre Nueva York y cada uno de los países. Aumentar la liquidez para papeles emitidos para empresas de menor tamaño o reputación ayudaría en este sentido. En este caso se favorece tanto a las acciones como a los mercados de bonos. La experiencia de integración en marcha de los mercados de Chile, Perú, México y Colombia está en este camino.

Por último, iniciativas de integración también podrían reducir el riesgo de expropiación. Una de las razones fundamentales para la demanda de activos seguros es el riesgo de expropiación en países como la Argentina o Venezuela. Un riesgo tan marcado que ha llevado a que estos países se conviertan en acreedores del resto del mundo. En esos casos, el fortalecimiento institucional del país es una condición necesaria. Sin embargo, en forma paralela se podría avanzar en esquemas de tipo extra-nacional en el ámbito regional donde la gobernanza corporativa de las empresas que listan en mercados regionales se tuviera que regir por normativas estrictas y transparentes establecidas en el nivel regional, como ocurre de hecho con empresas de países con gobernanza débil que cotizan en Nueva York sometiéndose a normas más estrictas. Esto podría contribuir a mitigar la tendencia del sector privado a mantener posiciones exageradamente largas en activos seguros debido a la incertidumbre sobre las reglas de juego. Una opción que también podría explorarse en el marco de acuerdos regionales es la de crear activos financieros que contaran con cobertura institucional regional

orientados a financiar activos regionales, como la emisión de bonos para financiar la construcción de infraestructura necesaria para promover el comercio intra-regional.

En suma, está claro que América del Sur tiene mucho por ganar en lo que hace a su forma de integración en los mercados financieros globales si logra utilizar acuerdos de nivel regional como punto de apoyo para superar el umbral crítico de desarrollo financiero. Pero también está claro que ese umbral no sólo es un obstáculo para la integración global, también está impidiendo que la región saque provecho de sus recursos naturales y del bono demográfico.

Referencias

- Aizenmann, Joshua y Reuve Glick (2009).** “Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration”, *Review of International Economics*, 17(4), pp. 777–801.
- Blanchard, O. y G.M. Milesi-Ferretti (2009).** Global Imbalances: In Midstream?, IMF, Staff Position Note, December 22.
- Blanchard, O. y G.M. Milesi-Ferretti (2011).** (Why) Should Current Account Balances be Reduced? IMF, Research Department, March.
- Chinn-ito Index Financial Openness, consultado el 23 de junio de 2015.** http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.
- Collier, Paul, van der Ploeg, Frederick, Michael Spence y Anthony J. Venables (2009).** “Managing Resources Revenues in Developing Economies”, OxCarre Research Paper 15, Oxford Centre for the Analysis of Resource Rich Economies.
- Dasgupta, Partha (2009).** “The place of Nature in Economic Development”, *Handbook of Development Economics*, Vol. 5, Editado por Dani Rodrik y Mark Rosenzweig, Amsterdam: North Holland.
- de la Torre, Augusto, Alain Ize y Sergio L. Schmukler (2011).** “*El Desarrollo Financiero en América Latina y el Caribe*”, Washington: The World Bank.
- Di Bella, G., Norton, L.; Ntamatungiro, J.; Ogawa, S.; Samake, I. y M. Santoro (2015).** “Energy Subsidies in Latin America and the Caribbean: Stocktaking and Policy Challenges”, IMF Working Paper 15/30. Washington: IMF.
- Fanelli, J. M. (2011a).** “Domestic financial development in Latin America”. In *The Oxford handbook of Latin American economics*, J. A. Ocampo y J. Ros, eds. New York: Oxford University Press.
- Fanelli, José María (Ed.) (2015).** *Asymmetric Demography and the Global Economy. Growth Opportunities and Macroeconomic Challenges in an Ageing World*, New York, Palgrave MacMillan.
- Gourinchas, Pierre-Olivier y Olivier Jeanne (2012).** “Global Safe Assets”, Paper prepared for the XI BIS Annual Conference held in Lucerne, June 20-21, 2012.
- Gourinchas, Pierre-Olivier y Hellene Rey (2013).** “External Adjustment, Global Imbalances, Valuation Effects”, *Handbook of International Economics*, vol. IV, editado por Gita Gopinath, Elhanan Helpman y Kenneth Rogoff.
- Hamilton, Kirk (2008).** “Wealth, Saving and Sustainability”, Environmental Department, The World Bank.
- Hartwick, John M. (1977).** “Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources”. *American Economic Review*, 67(5): 972-74.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, y Shang-Jin Wei (2009).** “Financial Globalization: A Reappraisal” *IMF Staff Papers* 56, 8–62.
- Lane, P. y G.M. Milesi-Ferretti (2007).** “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”, *Journal of International Economics* 73, November, 223-250.

Lucas, Robert E. Jr. (1990). “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?”, *American Economic Review*, 80, 92-96.

Mason, A. y R. Lee, (2011). *Population aging and the generational economy: a global perspective.* Cheltenham, UK, Edward Elgar.

Mendoza, Enrique G., Quadrini, Vincenzo, y Ríos-Rull, José V. (2009). “Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances”, *Journal of Political Economy*, vol. 117, no. 3.

Obstfeld M. y K. Rogoff (2009). “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”, Paper preparado para the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, octubre 18-20.

Ocampo, José A.(2006). “Regional Financial Cooperation: Experiences and Challenges”, en Ocampo, José A., *Regional Financial Cooperation.* Washington, CEPAL-Brooking Institution, pp. 1-40.

Reinhart, C. M. y T. Tashiro (2013). “Crowding Out Redefined: The Role of Reserve Accumulation”, CEPR Discussion Paper No. 9764, forthcoming in R Glick y M Spiegel, (eds.), *Prospects for Asia and the Global Economy*, San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, 2014.

Titelman, Daniel, Cecilia Vera, Pablo Carvallo y Esteban Pérez Caldentey (2012). “A Regional Reserve Fund for Latin America”, MPRA Paper No 42614, posted November 14.

United Nations (2009). Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, September 21, New York.

World Bank (2011). *The Changing Wealth of Nations: Measuring Sustainable Development in the New Millennium*, Washington: The World Bank.

El frente externo de América Latina: ¿fin de la bonanza, llegada de la crisis?

Ramiro Albrieu

1. Introducción

Las turbulencias globales iniciadas con el *crash* del mercado de hipotecas norteamericano desviaron a la economía internacional de un sendero de crecimiento que tuvo pocos antecedentes en la historia. En efecto, desde el cambio de siglo hasta 2008-2009 no sólo se aceleró el crecimiento global, también se mudaron los motores de crecimiento: desde los países avanzados a los emergentes, y desde el oeste hacia el este (OCDE, 2010). La crisis *subprime* interrumpió esa dinámica, y si bien en la recuperación inmediata todo parecía seguir su curso, los nuevos desarrollos -asociados a la guerra de monedas, la desaceleración del comercio internacional, la caída en los precios de los commodities y las estrategias “de salida” de las políticas de relajamiento cuantitativo- parecen haber ensombrecido el panorama.

Los países de la región, acostumbrados a trayectorias volátiles y en definitiva divergentes con respecto a los países avanzados, aprovecharon las oportunidades que dio la economía internacional, acelerando también su crecimiento y mejorando sustancialmente su desempeño en indicadores sociales clave, como la pobreza. ¿Cuánto de ello continuó a pesar de las mutaciones mencionadas en la economía global? ¿Estaba la región mejor preparada para recibir el viento de cola? ¿Qué podemos esperar hacia delante?

En este trabajo trataremos de contestar a estas preguntas. La sección 2 repasa los cambios en la dinámica de crecimiento global disparados por la crisis *subprime*, poniendo el foco en los efectos sobre los países emergentes y América Latina en particular. La sección 3 encuentra formas de medir cómo gira la rueda de la fortuna para los países de la región, detectando períodos de “buena suerte” o “mala suerte” tanto en términos del comercio como de las finanzas. La sección 4, en tanto, evalúa el grado de resiliencia a los *shocks* externos conseguido en la etapa de bonanza, tanto en términos de flujos como de stocks. Finalmente, la sección 5 concluye con algunos comentarios prospectivos.

2. La crisis *subprime* y sus impactos globales

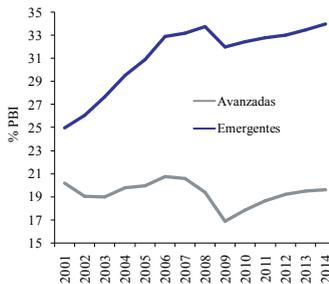
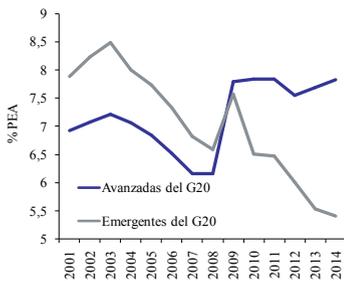
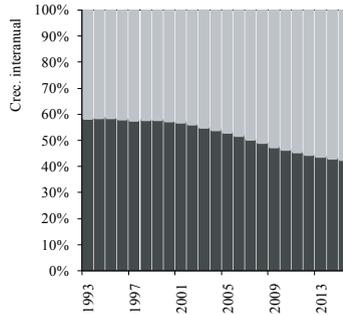
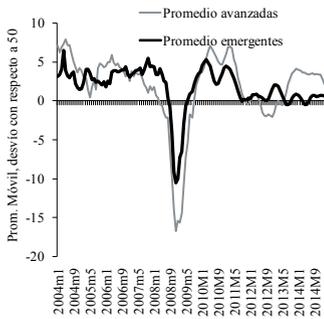
La inestabilidad global que disparó el colapso del mercado de hipotecas norteamericanas interrumpió una dinámica de alto crecimiento en la economía mundial. Como se observa en el Gráfico 1a, el nivel de actividad global se contrajo 0,6% en 2009, luego de haber crecido a tasas cercanas al 4,4% al año entre 2003 y 2008. La fase recesiva se inició en el último trimestre de 2008 y se extendió hacia el segundo trimestre de 2009, para luego dar paso a la recuperación. Posteriormente, la llegada de la crisis europea provocó una segunda ola recesiva, y en la actualidad la inestabilidad asociada a la normalización de la política norteamericana parece operar como una tercera ola recesiva, quizás más intensa para el mundo emergente.

Gráfico 1

Los efectos reales y globales de la crisis *subprime*

(a) Tasas de crecimiento del PBI

(b) Contribución al crecimiento global
(negro: desarrolladas; gris: emergentes)



(c) Tasa de desempleo

(d) Tasa de inversión

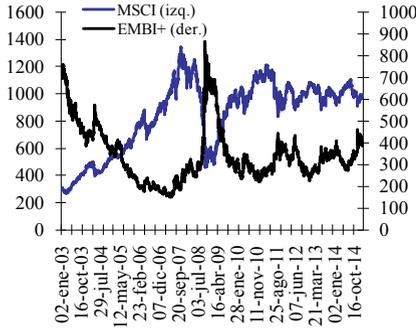
Fuente: Elaboración propia en base a FMI y OECD.

La tendencia a la reducción de la brecha de ingreso entre emergentes y desarrollados que se había manifestado en los 2000 no desapareció en la primera etapa de la crisis, aunque quizás se detenga de aquí en más (Banco Mundial, 2015). Como se exhibe en el Gráfico 1b, las economías emergentes, que aportaban un tercio del crecimiento económico durante los ochenta y principios de los noventa, explicaron casi dos tercios de la expansión en el nivel de actividad en el período 2003-2007. La evidencia sobre la crisis y la recuperación confirmó por algunos años la persistencia de múltiples velocidades (Canuto, 2010), pero la evidencia a partir de 2014 no apoya la evidencia de continuidad (FMI, 2015).

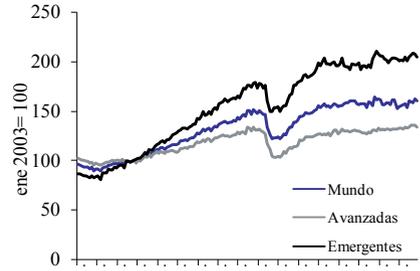
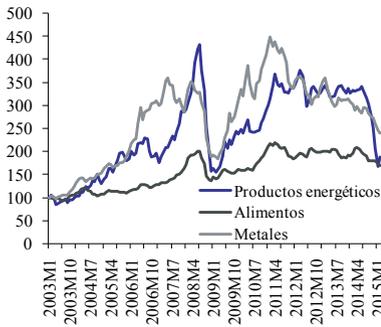
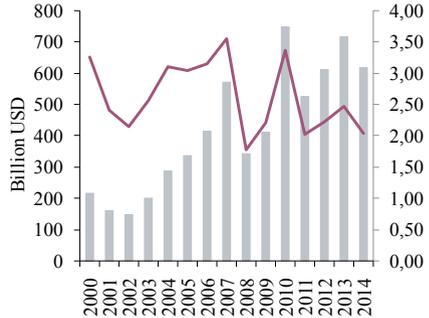
La contracción en el nivel de actividad tuvo dos consecuencias de fundamental importancia para la economía real: la elevación en la tasa de desempleo (Gráfico 1c) y la caída en el ritmo de acumulación de capital físico (Gráfico 1d). Nuevamente, en las economías desarrolladas el efecto fue más fuerte: la tasa de desempleo pasó de 5,7% a 7,9% entre 2008 y 2009, de acuerdo a datos de la OCDE. El pico se registró en países europeos como España, Irlanda y Eslovaquia, donde la tasa de desempleo se ubicó cómodamente en los dos dígitos. El mundo emergente, que había combinado el mayor crecimiento con una marcada reducción en las tasas de desempleo, revirtió la tendencia con la llegada de la crisis. La tasa de inversión, indicador clave del producto máximo o potencial que una economía podrá generar en el futuro, se desplomó en 2009, luego de registrar picos en 2008 (de 33,5 y 20,2 del PIB en las economías emergentes y las avanzadas, respectivamente).

Los mecanismos de contagio de las turbulencias financieras norteamericanas hacia el resto del mundo fueron múltiples y abarcaron mecanismos tanto reales como financieros. Del lado de las finanzas, el efecto más directo se relacionó con la operación de los bancos globales en los mercados financieros de alto riesgo de otros países, aunque el contagio se limitó a países desarrollados como Alemania y Holanda (Acharya y Schnabl, 2010). En cambio, la transmisión fue más generalizada por otro canal: la reducción en el apetito global por el riesgo (FMI, 2009a). El *repricing* de riesgo en los mercados emergentes implicó un salto en el *spread* que pasó de 280 puntos básicos en julio de 2008 a 860 hacia fines de octubre del mismo año (Gráfico 2a). Las bolsas de valores también acusaron impacto del descalabro global luego de haber registrado un boom en los meses previos. Con volatilidad, en los últimos años el precio del riesgo emergente ha retornado a los promedios del pasado.

Gráfico 2
De cómo la crisis *subprime* se hizo global
(a) *Repricing* global del riesgo



(b) Flujo de financiamiento a emergentes



(a) Precio de commodities

(b) Volumen de las exportaciones

Fuente: Elaboración propia en base a FMI, CPB Trade monitor y Centro de Economía Internacional.

Más allá del colapso en el precio de los activos, el mundo emergente también se vio afectado por la fuerte caída en el financiamiento externo. De acuerdo a las estimaciones del Instituto de Finanzas Internacionales que se presentan en el Gráfico 2b, el flujo de financiamiento hacia las economías emergentes pasó de 423 billones de dólares en 2007 a sólo 4,5 billones en 2008. Este fenómeno de *sudden stop* en el financiamiento operó tanto a través de los mercados como a través de las instituciones bancarias. Esto es importante porque como se ve en la recuperación, los primeros son más volátiles y ajustan rápidamente a los cambios en el apetito por riesgo. Las instituciones bancarias, en cambio, proveen financiamiento más estable. Dicho de otra manera, que los flujos internacionales bancarios se hayan visto afectados nos habla de efectos persistentes de la crisis *subprime*.

Del lado real, los mecanismos de contagio internacional también fueron variados. Un efecto contemporáneo a la crisis fue el colapso en el precio de las materias primas (Gráfico 2c). En los meses previos al descalabro global el precio de los productos energéticos –y en menor medida de los alimentos– experimentó una fuerte expansión, para luego derrumbarse con el “parate” global y el vuelo hacia la calidad (Caballero et al., 2008). Para las economías exportadoras de materias primas, como muchas de las latinoamericanas, ello implicó una fuerte presión sobre la balanza de pagos, que ya presentaba tensiones del lado de la cuenta de capital por el descalabro de las finanzas. Los precios luego recuperaron terreno, pero desde la segunda mitad del año 2014 volvieron a caer.

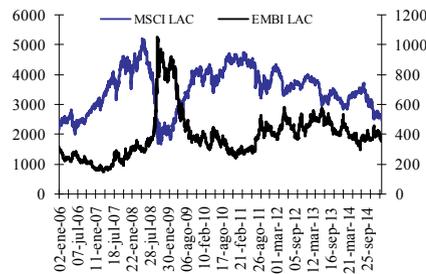
Los efectos de mayor impacto estuvieron asociados, sin embargo, con la sincronizada y profunda caída en el volumen del comercio internacional. Las estimaciones del Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis que se exhiben en el Gráfico 2d hablan de una contracción del volumen de exportaciones cercana al 18% en el primer trimestre de 2009 con respecto al mismo período de 2008. La recuperación fue acompañada por una recomposición del comercio internacional más lenta que las finanzas, de manera que 2009 cerró con una caída del 14%. Nótese además el carácter global del *crash* comercial que se expresa en la alta correlación entre las exportaciones del mundo emergente y del mundo avanzado.

¿Qué ocurrió con el contagio en América Latina? Una rápida mirada a los eventos atinentes al canal financiero muestra que el mismo fue considerable, aun cuando en muchos casos el efecto directo fue relativamente pequeño, habida cuenta del subdesarrollo financiero que caracteriza a la región. No obstante, las dos economías de mayor tamaño y dinamismo en términos de innovación financiera –Brasil y México– tuvieron problemas por la exposición cambiaria de grandes empresas a los mercados de derivados (Fahri y Zanchetta, 2009).

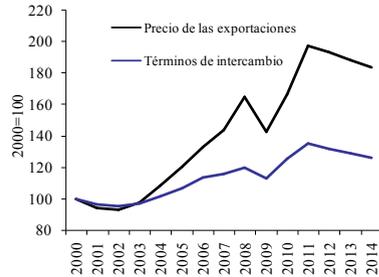
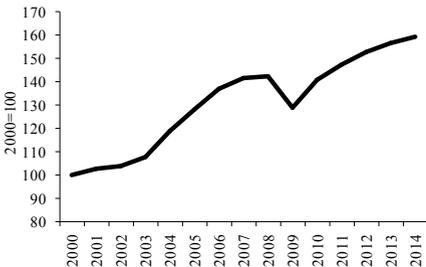
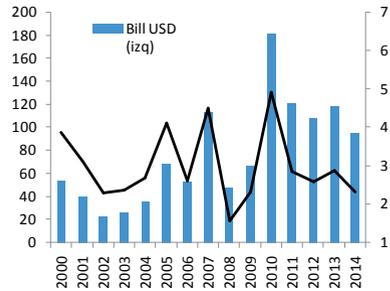
Un canal de contagio más generalizado fue el que operó vía incrementos en el costo del financiamiento externo, que fueron marcados en los primeros meses de la crisis (ver Gráfico 3a). Los gobiernos latinoamericanos, que a principios de 2008 pagaban por sus pasivos una tasa de entre dos y tres puntos por encima de la tasa que paga el tesoro de los Estados Unidos, vieron triplicarse dicha tasa en los meses siguientes. Dentro del grupo de las siete economías grandes (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; LAC7 de aquí en más) la peor evolución la mostraron Venezuela y Argentina. En este último país los valores registrados por la prima de riesgo igualaron a los inmediatos previos al default de 2001-2002 mientras que en Venezuela esa variable se mantuvo sistemáticamente por encima de los 1.000 puntos básicos. En el resto de los países de LAC7, en cambio, si bien el impacto de la crisis fue claramente discernible, una vez transcurrido el período de mayor turbulencia en los países desa-

rollados, el riesgo soberano comenzó una trayectoria descendente en consonancia con el movimiento de los emergentes como un todo. Sin embargo, no se ha logrado el regreso a la situación pre-crisis.

Gráfico 3
El contagio a América Latina
(a) Repricing del riesgo



(b) Financiamiento externo



(c) Volumen de exportaciones

(d) Precios del comercio exterior

Fuente: Elaboración propia en base a FMI, CEPAL, CPB trade monitor y BIS.

El empeoramiento en las condiciones financieras externas se hizo sentir, también, bajo la forma de racionamiento: muchos países de la región perdieron acceso a los mercados internacionales. Por un lado, los préstamos (sindicados y otros) provenientes de los bancos globales cayeron 40% en el último trimestre de 2008 con respecto al mismo período de 2007 (Jara et al., 2009). Este efecto se hizo sentir particularmente en países de América Central (que están agrupados junto a México en la subregión LAN), donde los sistemas financieros son intensivos en bancos y la penetración extranjera es alta (Swiston, 2010). Por otro lado, los mercados de deuda también colapsaron con la crisis global: si en el primer semestre emitieron obligaciones por 40 mil millones de dólares, en la segunda mitad del año se emitieron sólo 18 mil. En la etapa de recuperación los mercados se recompusieron con relativa

rapidez, aunque el financiamiento bancario reaccionó algo más tarde y todavía no ha llegado a los niveles pre-crisis.

Del lado del comercio, la crisis redujo dramáticamente la entrada de divisas por las ventas externas. En promedio, América Latina vio caer sus ingresos por exportaciones 23% en 2009. El impacto no fue pequeño: representa la mayor caída desde la Gran Depresión (entre 1931 y 1932 las exportaciones se redujeron 40%, Díaz Alejandro, 1985). El colapso se dio tanto por una caída en las cantidades (que se redujeron 11%, ver Gráfico 3c) como en los precios (que explican el 11% restante de la caída en los ingresos totales, ver Gráfico 3d). Luego de un período de recuperación, en los últimos meses los términos de intercambio volvieron a desplomarse, y con ello los ingresos por exportaciones. De hecho, de acuerdo a las estimaciones del INTAL, las exportaciones cayeron casi 10% en el primer trimestre de 2015 (INTAL, 2015).

El contagio vía comercio no fue estrictamente homogéneo. Los países especializados en materias primas básicas y en combustibles, que habían experimentado un boom de términos de intercambio en 2003-2007, fueron también los que registraron una caída mayor en los términos del intercambio. De hecho, para los países de América del Sur (la subregión LAS) tres cuartos de la caída en los ingresos por exportaciones se explica por la baja en el precio de las exportaciones (CEPAL, 2010a). Los países del Mercado Común Centroamericano, importadores de combustible y exportadores de productos de la maquila, vieron aumentar sus términos de intercambio en 2009, al contrario de lo que había ocurrido en el período 2003-2007.

Dos diferencias adicionales entre los países de América del Sur (LAS) y los de resto de América Latina (que llamaremos "LAN") merecen destacarse por su rol determinante en cuanto a la magnitud del impacto de la crisis. La primera tiene que ver con la orientación geográfica de las exportaciones y la dinámica del crecimiento mundial. Hacia principios de la década del noventa tanto el sur como el norte de América Latina tenían poco comercio con Asia: China como destino de exportaciones no alcanzaba al 1% de las ventas externas totales. Con la emergencia de Asia como locomotora del crecimiento mundial el comercio internacional cambió y en América Latina aparecieron heterogeneidades: mientras para los países de LAS Asia tomó una importancia creciente, no fue así en el caso de los LAN (siendo Costa Rica la excepción al respecto). Tanto es así que hacia 2008 el 9% de las exportaciones de LAS se dirigieron a China, mientras que sólo 3% de las ventas de LAN tuvieron ese destino (Rosales, 2010). Por supuesto, fue clave la especialización relativa: la demanda mundial de materias primas está cada vez más ligada al crecimiento chino. De acuerdo a estimaciones del FMI, China representa 28% de la demanda mundial de cobre, 22% de la demanda de soja y 9% de la demanda de petróleo; hace una década representaba 10%, 11% y 4%, respectivamente (FMI, 2010b).

El segundo factor diferencial se relaciona con el rol de las remesas en la dinámica de la balanza de pagos. En los países de LAN las transferencias provenientes de trabajadores residentes en los Estados Unidos es uno de los principales factores proveedores de divisas. De hecho, en países como Honduras, Haití y El Salvador el monto de las remesas ronda el 15% o 20% del PIB y cerca de 80% proviene de los Estados Unidos (Ratha y Shaw, 2007). En ese sentido, las perspectivas de la economía norteamericana en términos de demanda y empleo tienen fundamental importancia para estos países.

3. Midiendo los *shocks* externos

Como se mostró anteriormente, el comercio internacional y las finanzas operaron como canales importantes de transmisión de la crisis internacional hacia América Latina; tanto vía disminución del volumen del comercio y desplome del precio de las materias primas como por efecto de reversiones en los flujos de capital y volatilidad en los retornos.

Comenzaremos por analizar cómo se comparan los *shocks* de comercio disparados por los eventos de 2008-2009 y sus consecuentes efectos con los observados en episodios del pasado. Para evaluar la magnitud de las perturbaciones del comercio es necesario adoptar un estándar de “normalidad” para el volumen de exportaciones. Con tal propósito recurriremos a los desvíos respecto de la tasa de crecimiento de largo plazo de las cantidades exportadas, utilizando observaciones del crecimiento del volumen exportado con frecuencia anual para el período 1980-2009. El umbral que decide si se trata de un *shock* excepcionalmente fuerte o fuera de lo normal es un desvío estándar: cuando la evolución en un período dado se ubica por encima de un desvío se considera que existe un boom de comercio real y, cuando se ubica por debajo, se considera que existe un *crash*. Una forma adicional de caracterizar la importancia del *shock* es evaluar el grado de “derrame” a través de la región y las subregiones. Diremos que el *crash* o el boom es generalizado si afecta a más del 25% de los países de cada grupo o subgrupo. El Gráfico 4 muestra la evidencia analizada; las líneas punteadas muestran el umbral de un desvío estándar.

La evidencia indica claramente que ha habido un *shock* negativo de comercio excepcionalmente fuerte asociado con la crisis *subprime*. Como se observa en el Gráfico 4a, situaciones similares de “anormalidad” no se registraban desde principios de los ochenta. Nótese, por otra parte, que al igual que en el caso de la década pérdida, el *crash* fue generalizado: un conjunto amplio de economías de ambas subregiones se vio afectado (Gráfico 4b).

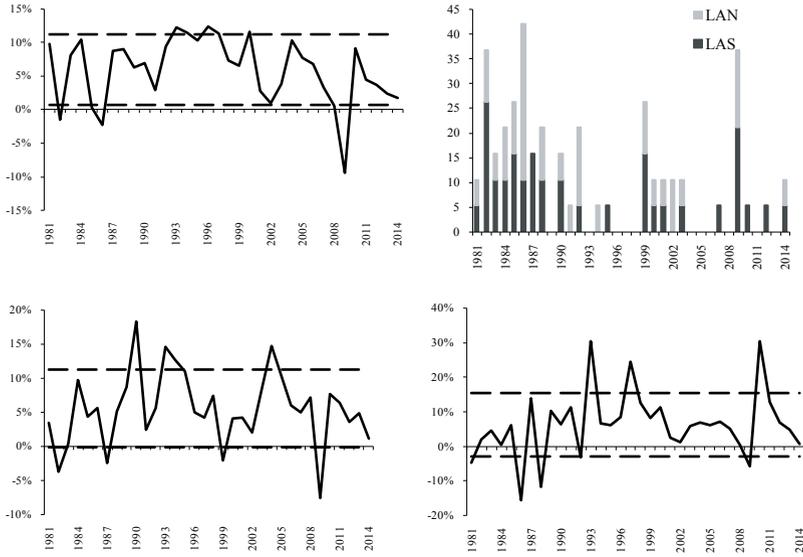
Al comparar la importancia del *shock* en el caso de las subregiones bajo análisis se observa un hecho similar: ambas subregiones experimentaron *crash* de comercio real significativos y ambas los habían sufrido en los ochenta. Un punto interesante es que en el período de inestabilidad de los noventa el comercio internacional de la región LAS recibió un castigo mayor (Gráfico 4c). Probablemente este hecho explica en parte el mejor desempeño relativo del nivel de actividad en la subregión LAN en los noventa.

Gráfico 4

Shocks excepcionales de comercio real en América Latina

(a) América Latina

(b) Proporción de países donde se registra el evento



(c) LAS

(d) LAC

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Notas: LAC: América Latina y el Caribe; LAN: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

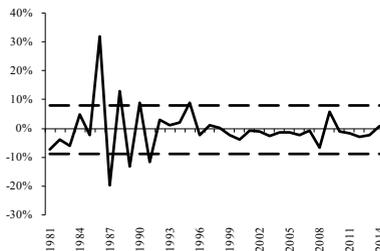
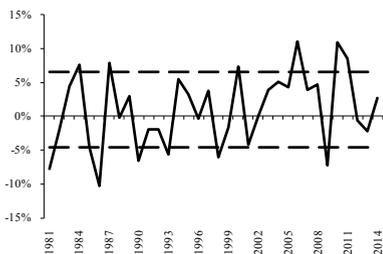
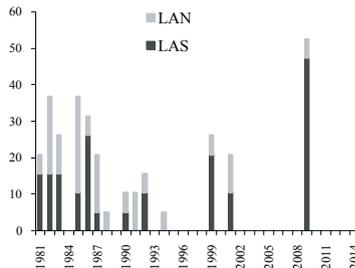
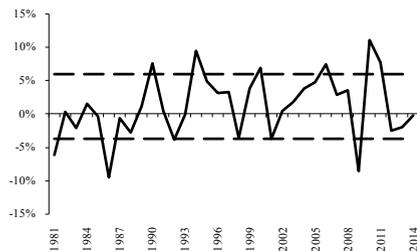
¿Qué ocurrió con los términos del intercambio comercial? El Gráfico 5 aplica la técnica ya explicada para la detección del *crash* de comercio real al caso de los términos del intercambio. Nuevamente, para América Latina en su conjunto la situación actual, por su magnitud y su sincronía a lo largo de los países, remite a principios de los ochenta; luego no hubo *crash* de términos del intercambio. En el caso de la subregión LAS, sin embargo, debemos agregar un episodio a fines de los noventa. Es interesante notar, por otra parte, la marcada diferencia en la última década: mientras en los países del sur creció la volatilidad de los *shocks* externos de precios, en la subregión LAN pasó lo contrario. Además, la profunda diferencia en los perfiles de comercio exterior quedó reflejada en 2009, cuando al aparecer la crisis los términos del intercambio se mueven en direcciones opuestas.

Gráfico 5

Crash de precios del comercio en América Latina

(a) América Latina

(b) Proporción de países donde se registra el evento



(c) LAS

(d) LAN

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL; Notas: LAC: América Latina y el Caribe; LAN: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

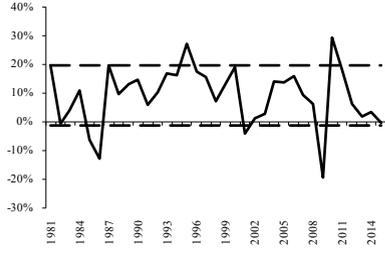
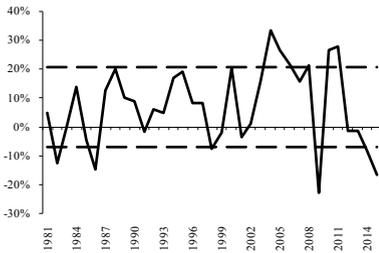
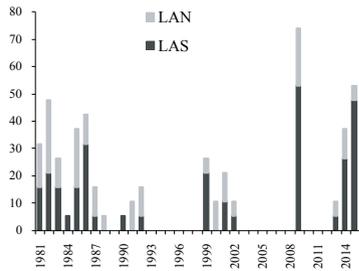
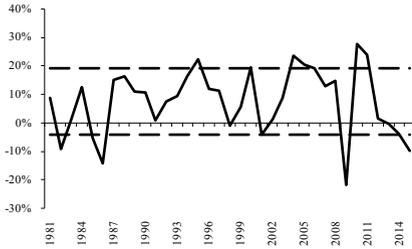
Sabemos que en el primer trimestre de 2015 los precios de las materias primas tuvieron una fuerte corrección a la baja, aunque todavía no están disponibles los datos desagregados del comercio exterior por precio y cantidad. Por ello, el Gráfico 6 realiza cálculos similares a los de los gráficos previos, pero para las exportaciones totales en dólares. La estimación correspondiente a 2015 es en realidad aquella prevaleciente en el primer trimestre de dicho año. Nótese allí que la región como un todo está viviendo un *crash* de comercio, al igual que en 2009 y en la década de los ochenta. Sin embargo, es interesante notar que el *crash* actual es bastante generalizado y duradero. Al separar por subregiones vemos que se trata de una *shock* fuerte y negativo para la subregión LAS, es decir, para los países productores de materias primas.

Gráfico 6

Crash de comercio en América Latina

(a) América Latina

(b) Proporción de países donde se registra el evento



(c) LAS

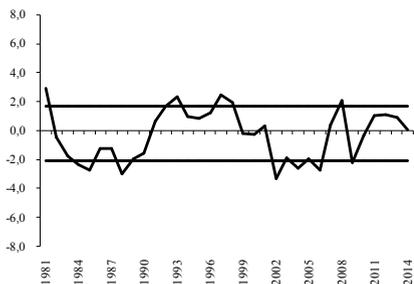
(d) LAN

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL; Notas: LAC: América Latina y el Caribe; LAN: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

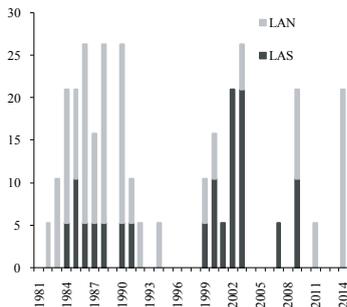
¿Cuán importantes fueron los *shocks* de origen financiero asociados a la crisis *subprime* y sus derivaciones cuando se los evalúa con una perspectiva de largo plazo? Una forma de echar luz sobre esta cuestión es analizar si existió o no una situación de salida brusca de capitales que pusiera a la región en el camino de un *sudden stop* en el sentido de Calvo et al. (2008). El Gráfico 7 presenta evidencia en este sentido. El indicador que se muestra computa la evolución de la entrada neta de capitales definida como la diferencia entre la variación de reservas y el saldo de la balanza comercial. Calvo et al. identifican una situación como de *sudden stop* siempre que haya salida neta (entrada negativa) y los flujos hayan caído por debajo de un umbral mínimo que se define como el promedio del período 1980-2009 menos un desvío estándar. El gráfico también muestra la proporción de países que experimentan un *sudden stop* como una forma de medir la amplitud regional del fenómeno.

Gráfico 7
Sudden stops en América Latina

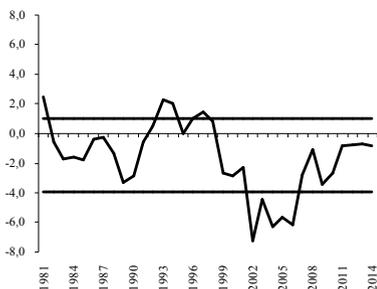
(a) América Latina



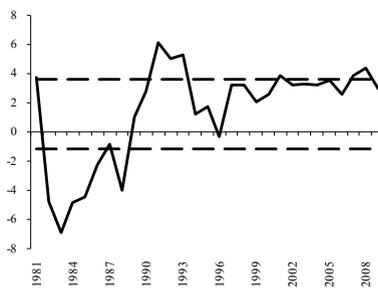
(b) Proporción de países donde se registra el evento



(c) LAS



(d) LAN



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL. Notas: LAC: América Latina y el Caribe; LAN: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Surge claramente de los gráficos que, para la región como un todo, los *shocks* financieros de los ochenta y los noventa fueron más severos que en la actualidad: si bien en los tres eventos se registra una reversión en los flujos de capital regionales, la significación es mucho menor en el caso de la crisis *subprime*. De hecho, si bien la reversión es significativa, el fenómeno no llega a constituir un *sudden stop* para la región en su conjunto en la medida en que el monto de salida no se ubica por debajo del umbral mínimo. Esto se debe a que, como vimos anteriormente, una vez pasado el primer impacto, los capitales tendieron a retornar a la región en el segundo semestre de 2009. Esto contrasta con lo ocurrido a principios de los ochenta y a fines de los

noventa, en que las reversiones sí constituyen *sudden stops*. Este cuadro no cambia mucho cuando se toman observaciones trimestrales en vez de anuales. En Albrieu y Fanelli (2009) aplicamos una métrica similar para series de frecuencia trimestral y detectamos un *sudden stop* regional en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. Más allá de ello, dos economías de América del Sur (Bolivia y Perú) y una de Centroamérica (El Salvador) experimentaron un *sudden stop*, mientras que otras dos del sur (Argentina y Venezuela) registraban salidas de capitales con anterioridad a la crisis internacional.

Si bien estos hechos se observan tanto en la región LAN como en la LAS, la reversión es más pronunciada en América del Sur (Gráficos 7c y 7d). Mientras en esta última región la reversión hace que los flujos netos de capital se tornen negativos, no ocurre lo mismo en el grupo LAN. Lo que sí es cierto, no obstante, es que la reversión es bastante generalizada. El alcance regional del fenómeno es similar a los eventos de los noventa (aunque no comparable a los ochenta). La ocurrencia de *sudden stops* en varias economías se refleja en el Gráfico 7b, que muestra la proporción de economías sufriendo el fenómeno en cada subregión.

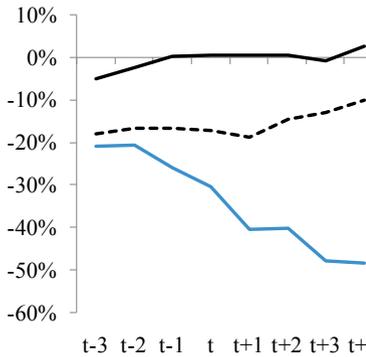
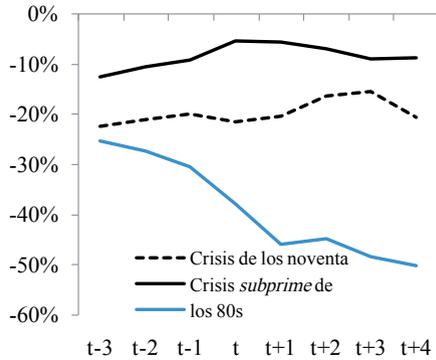
4. ¿Mejor preparados?

Pasemos ahora a los indicadores de vulnerabilidad externa. El gráfico siguiente presenta la evolución de la vulnerabilidad externa utilizando como indicador la posición internacional neta de inversión financiera. Este indicador se define como la diferencia entre los activos financieros y los pasivos financieros externos de la economía en su conjunto. En el pasado, las crisis estuvieron acompañadas por una alta fragilidad externa reflejada en obligaciones financieras netas que se ubicaban en alrededor del 20% del PIB. Esta vez, en cambio, la región, en promedio, entra a la crisis *subprime* con una posición acreedora neta en relación con el resto del mundo, por un par de puntos del PIB.

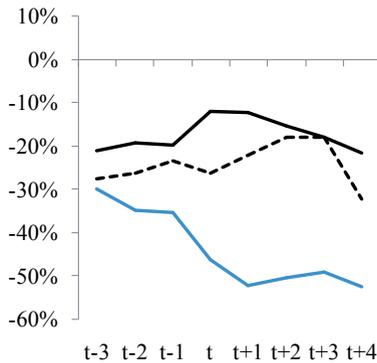
Detrás de esta mejora operaron dos factores. Por un lado los niveles de endeudamiento externo se redujeron sensiblemente en la región en la etapa 2003-2008, pasando de 38% a 21% del PIB. Por otro, los gobiernos latinoamericanos implementaron medidas de “blindaje” contra *shocks* financieros. Las estrategias de auto-aseguramiento de este tipo fueron motivadas por el deseo de evitar la exposición a episodios de *sudden stop* y contagio como los que se dieron, entre 1997 y 2002, en varios países del Asia, Rusia y América Latina. Instrumentos privilegiados de las estrategias de auto-seguro fueron la generación de fuertes superávit de cuenta corriente y acumulación de reservas (ver Ocampo, 2009). En este marco, entre 2002 y 2008, las reservas internacionales de la región pasaron de 13% a 17% del PIB, a pesar del fenomenal crecimiento registrado en el PIB regional.

La parte inferior del panel (gráficos 8b y 8c) muestra que existen diferencias entre las subregiones bajo análisis. Una de las principales es que la mejora en la posición financiera neta fue mucho más marcada en LAS. La subregión LAN muestra indicadores de vulnerabilidad que la dejan más expuesta. Hay que tomar en cuenta, no obstante, que los promedios regionales tienden a ocultar las asimetrías. Cabe considerar que las dos economías más grandes de la región tienen niveles de exposición externa algo más altos que el promedio. México, por ejemplo, ostentaba una posición de deuda neta por 25% del PIB al inicio de la crisis y Brasil también era deudor neto a pesar de la fuerte acumulación de reservas. En ambos casos, buena parte del endeudamiento neto proviene no del sector público como en las crisis de los noventa, sino de las hojas de balance del sector privado.

Gráfico 8
Vulnerabilidad externa en América Latina I: *Stocks*
Posición neta de inversión financiera (% PIB)
(a) América Latina



(c) LAS



(d) LAN

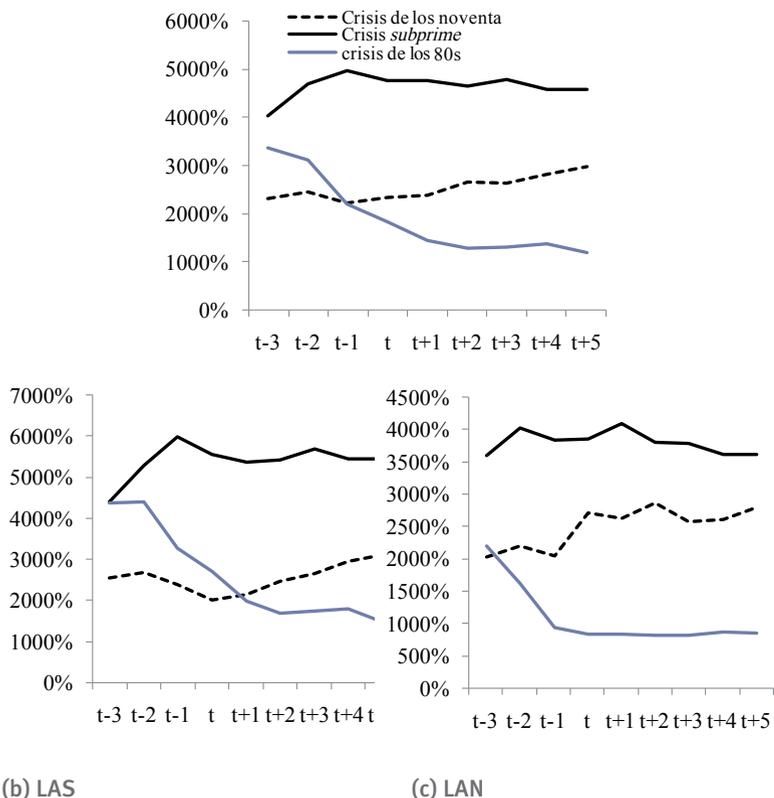
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Lane y Milesi-Ferretti (2007).

Notas: LAC: América Latina y el Caribe; LAN: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Un segundo indicador de vulnerabilidad externa/financiera es el ratio de reservas/deuda externa, que se presenta en el Gráfico 9. Nótese allí que la fortaleza frente a un *shock* de corte repentino de financiamiento externo fue esta vez sensiblemente mayor a los episodios del pasado. Además, resalta que si bien el fenómeno fue particularmente fuerte en la subregión LAS, también aparece el contraste en la región LAN, de manera que es una regularidad a lo largo de la región. A la vez, los perfiles de

endeudamiento han mejorado sensiblemente. La proporción de deuda a corto plazo llegaba al 25% en los años previos a la crisis de los ochenta, mientras que hacia 2008-2009 apenas llegaba al 15%. Los riesgos también han mutado, trasladándose en buena medida del deudor al acreedor. En 1980, por ejemplo, por cada dólar de acreencias con el resto del mundo, casi 85 centavos correspondía a instrumentos de deuda, unos 14 centavos a inversión directa y el centavo restante a mercados de acciones. En 2011, por cada dólar de pasivo externo, apenas 37 centavos corresponden a instrumentos de deuda: 17 corresponden a mercados accionarios y los 40 restantes a inversión directa.

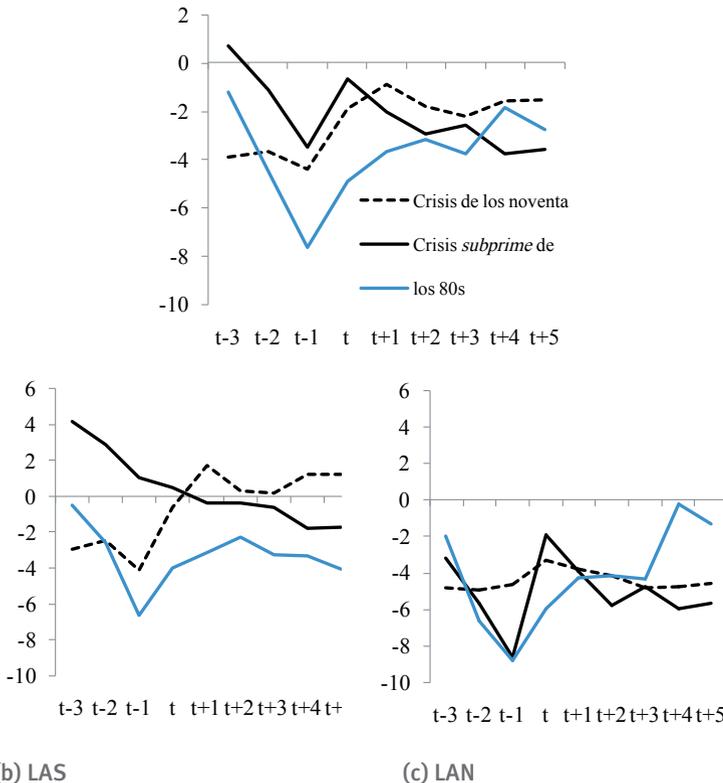
Gráfico 9
Vulnerabilidad financiera en América Latina III: Reservas / deuda de corto plazo
(a) América Latina



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.
 Notas: LAC: América Latina y el Caribe; LAN: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

En lo que hace a los indicadores de vulnerabilidad basados en flujos, la evidencia sobre la trayectoria de la balanza comercial muestra un cuadro similar al stock de deuda neta: las mejoras son sensibles en América del Sur, pero no así en la región LAN (Gráfico 10). Para los países centroamericanos, ello no es otra cosa que la contracara de la anemia exportadora y la excesiva dependencia de las remesas provenientes de los Estados Unidos. Pero también es el caso de una economía grande como México, cuyo volumen de exportaciones creció un magro 3% al año en el período de bonanza 2003-2007.

Gráfico 10
Vulnerabilidad externa en América Latina II: flujos
Balanza comercial (% PIB)
(a) América Latina



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.
 Notas: LAC: América Latina y el Caribe; LAN: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

En suma, juzgados de manera global, los indicadores de fragilidad revelan que la vulnerabilidad externa de la región evolucionó positivamente en el período inmediato anterior a la crisis, aunque las heterogeneidades existen y deben ser tenidas en cuenta; mientras la región LAN no logró reducciones sensibles en el frente externo, las mayores potencias regionales presentan una situación algo más vulnerable. Los efectos de la normalización de la política monetaria norteamericana no se conocen aún.

5. Comentarios finales

Hay tres puntos que resaltan a modo de conclusión de los análisis que hemos realizado en el trabajo:

- Los *shocks* y episodios de inestabilidad asociados con la crisis *subprime* y sus derivaciones dan una idea de que América Latina sigue siendo muy dependiente de la evolución de la economía global. Si bien los *shocks* y el contagio afectaron a la región en menor medida que en los ochenta y los noventa, los efectos no dejaron de ser muy significativos.
- La irrupción de China y las economías asiáticas está cambiando sensiblemente el conjunto de restricciones y oportunidades para la región. Esto es particularmente cierto para América del Sur, que se ha beneficiado con la mayor demanda por sus recursos naturales. En este nuevo contexto, América Latina tiene la oportunidad de participar del grupo de economías emergentes cuyas perspectivas de crecimiento son superiores a las que se avizoran para el mundo desarrollado. Hay que tomar en cuenta, no obstante, las asimetrías y heterogeneidades que existen en la región y que fueron señaladas en este trabajo. Hay indicios, incluso, de que las heterogeneidades en las oportunidades de crecimiento podrían profundizarse como reflejo de los ajustes post-crisis, como lo sugiere la mayor dispersión en las distribuciones de probabilidad de las tasas de crecimiento.
- Hay avances significativos en la reducción de la vulnerabilidad macroeconómica, aunque la prolongación de la turbulencia global puede actuar como un contrapeso importante. Este es un rasgo generalizado en la región y abarca las dimensiones fiscal, financiera y externa. Como consecuencia, se han ampliado los espacios de política y las autoridades estuvieron en condiciones de implementar políticas de corte anti-cíclico a los efectos de paliar las consecuencias de la crisis –nuevamente, con limitaciones de aquí en más debido a la prolongada turbulencia–. Resaltan en este sentido la reducción de los niveles de endeudamiento público, de exposición financiera externa y de dolarización. Asimismo, fueron de gran ayuda las estrategias de autoaseguramiento que se implementaron como reacción a la inestabilidad de los años noventa. El frente financiero también aportó fortalezas, con crecimientos moderados en los niveles de crédito y una disminución en la dolarización del sistema financiero.

No obstante, los desafíos no son menores. El primer punto a remarcar, que ya se vislumbraba antes de la crisis, es que América Latina no es Asia. La capacidad de las economías grandes de la región de seguir una estrategia de crecimiento guiado por exportaciones se ve seriamente limitada por los riesgos de apreciación cambiaria

(como en Brasil y Chile) o inflación doméstica (como en Venezuela y Argentina) y en última instancia la potencial y generalizada reaparición de la enfermedad holandesa. Los países centroamericanos y México, en tanto, han visto desacelerar el crecimiento de sus exportaciones durante el período de bonanza global y ahora ensayan una tibia recuperación a la par de la economía norteamericana.

Ni los países ricos en recursos naturales del grupo LAS ni el resto han demostrado en los años recientes contar con un conjunto consistente de políticas para el desarrollo. Los casos más exitosos de desarrollo de la posguerra se basaron en estrategias de “export-led growth” y resulta difícil pensar que será posible repetir esas experiencias en una economía global que enfrenta la amenaza de guerras cambiarias y del proteccionismo como forma de generar empleo.

Por último, está la cuestión de la evolución de la economía internacional. Es importante tener en cuenta que los ajustes post-crisis no sólo no han terminado sino que en muchos casos recién comienzan y no está claro cuál es el sendero de ajuste que seguirán los grandes jugadores globales en el plano monetario, cambiario y fiscal. Los distintos escenarios sobre las soluciones posibles a los desbalances globales y a los nudos que hoy existen implican ubicar a la región en “mundos” muy distintos. Una amenaza muy concreta que enfrenta América Latina en este escenario son los efectos de derrame (o externalidades) que provocan el retiro de los excesos de liquidez internacional asociados con el *quantitative easing* y otras operaciones orientadas a reactivar el crédito en los países desarrollados. La asincronía del fenómeno en el mundo avanzado nos da una idea de que el proceso de salida puede ser largo y potencialmente involucrar a otros jugadores en la guerra cambiaria.

Por supuesto, hablar de externalidades implica hacer referencia a problemas de coordinación y de acción colectiva que involucran a todos los actores globales. De ahí que los países de la región no deberían perder ninguna oportunidad para plantear sus problemas en los foros internacionales empezando, por supuesto, por el G-20, donde se cuenta con la participación de las tres economías más grandes de la región.

Referencias

- Acharya, V. V. y P. Schnabl (2010).** “Do Global Banks *Spread* Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–09”. *IMF Economic Review*, Vol. 58, No. 1, pp. 37-7.
- Albrieu R. y J.M. Fanelli (2009).** “América Latina frente a la crisis internacional: el desafío de la recuperación”. *Boletín Informativo Techint*, agosto.
- Bordo M. y J. Lane (2010).** *The Global Financial Crisis: Is It Unprecedented?* Presentado en EWC/KDI Conference, Honolulu, Hawaii, 19–20 August 2010.
- Caballero, R.; Farhi, E. y P. O. Gourinchas (2008).** “Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalance”, *CEPR Discussion Papers* 706s.
- Calvo, G.; Izquierdo, A. y L.F. Mejía (2008).** “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration”, *RES Working Papers* 4581, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Canuto, O. (2010).** *Recoupling or Switchover? Developing Countries in the Global Economy.* Mimeo, Banco Mundial.
- Cárdenas, O. y E. Levy Yeyati (2010).** “Brookings Latin America Economic Perspectives”. Mimeo, septiembre.
- CEPAL (2008).** *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008 (LC/G.2386-P)*, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.2.
- CEPAL (2010a).** “Panorama de la Inserción Internacional de las Economías de América Latina y el Caribe”. CEPAL, mimeo.
- CEPAL (2010b).** “La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de diciembre de 2009”. Mimeo, CEPAL.
- CEPAL y OIT (2010).** “Crisis, estabilización y reactivación: el desempeño del mercado laboral en 2009”. *Boletín Coyuntura laboral en América Latina y el Caribe*, junio.
- Cowan, K.; E. Levy Yeyati; Panizza U. y F. Sturzenegger (2006).** “Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Fact”, *RES Working Papers* 4480, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Díaz Alejandro, C. (1985).** “América Latina en la Depresión 1929-1939”. En Gerzovitz *et al.* (eds.) *Teoría y Experiencia del Desarrollo Económico*, ed. FCE.
- INTAL (2015).** “Estimaciones de las Tendencias Comerciales de América Latina 2015”.
- Fahri M. y R. Zanchetta (2009).** “Derivatives operations of corporations from emerging economies in the recent cycle”. Mimeo, UNICAMP.
- FMI (2009).** “Global Financial Stability Report”. Mimeo, abril.
- FMI (2010a).** “World Economic Outlook”. Mimeo, octubre.
- FMI (2010b).** “Regional Economic Outlook: Western Hemisphere”, octubre.
- FMI (2010c).** “Fiscal Monitor”. Mayo.

FMI (2015). “World Economic Outlook”. Mimeo, abril.

Gómez Sabaini C. y J.P. Jiménez (2009). “El papel de la política tributaria frente a la crisis: límites y posibilidades”. Mimeo, CEPAL.

Izquierdo, A.; Romero, R y E. Talvi (2008). “Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors”. IADB RES working paper 4569.

Jara, A.; Moreno, R. y C. Tovar (2009). “The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses”. BIS Quarterly Review, June 2009.

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

Levy Yeyati, E. (2010). “Emerging Economies in the 2000s: Real Decoupling and Financial Recoupling”, Mimeo, UTDT.

Ocampo, Jos. (2007). La Macroeconomía de la Bonanza Económica Latinoamericana. *Revista CEPAL*, Diciembre 2007, N° 93, pp. 7-29, Cowan *et al.*, 2006.

Ratha, D. y W. Shaw (2007). “South-South Migration and Remittance”, World Bank Working Paper No. 102,(Washington: World Ban).

Reinhart C. y V. Reinhart (2010). “After the Fall”. Presentado en el Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Macroeconomic Policy: Post-Crisis and Risks Ahead at Jackson Hole, Wyoming.

Rosales, O. (2010). “El dinamismo de China y Asia emergente: oportunidades y desafíos para América Latina y el Caribe”. *Pensamiento Iberoamericano* N. 6.

Swiston, A. J. (2010). Spillovers to Central America in Light of the Crisis: What a Difference a Year Makes. IMF Working Paper 10/35.

¿Autoseguro? ¿Cooperación financiera regional? Lidiando con la volatilidad externa en América del Sur

Por Ramiro Albrieu y André Biancarelli

1. Introducción

Uno de los hechos más controversiales de la globalización se refiere a los flujos financieros: ¿mejoran o empeoran el comportamiento macroeconómico? El tema, claro, es que representan altos beneficios pero también riesgos. Los beneficios se relacionan al complemento al generalmente deficiente ahorro interno de los países emergentes, más una mejor intermediación y, con ello, mayor profundidad financiera. Los costos, en tanto, tienen que ver con la prociclicidad de los flujos de capital, y los efectos reales de esos vaivenes. De hecho, varios autores han detectado como principal causante de las crisis al excesivo crédito previo (Reinhart y Rogoff, 2009; Schularick y Taylor, 2012).

Esta discusión es central para entender la dinámica macroeconómica de la región desde el comienzo de la segunda globalización, a mediados de los setenta. América del Sur se convirtió a partir de ese momento en una región propensa a las crisis: concentra aquellas más duraderas y profundas a nivel global (Laeven y Valencia, 2008). El cambio de estrategia que vino luego de las crisis de fin de ciclo, basado en la acumulación de reservas como defensa frente a los costos de la globalización, fue motivado en buena medida por el exceso de divisas derivado de la bonanza de recursos naturales pero dio sus frutos en la arena financiera: con la llegada de la turbulencia *subprime*, la región no sufrió una crisis como en el pasado (véase Albrieu, este volumen). Sin embargo, la sobre-acumulación tuvo también sus costos, y entonces la opción de reducirlos a través de estrategias más cooperativas que el autoseguro debe ser estudiada en detalle.

A deconstruir lo dicho en el párrafo anterior dedicaremos este trabajo. La sección 2 discute el trilema que enfrentan las economías de la región en lo referido a la política financiera externa, y las estrategias efectivamente seguidas a lo largo de las últimas décadas, haciendo hincapié en los desarrollos de la última década. La sección 3 repasa la racionalidad de la cooperación financiera regional y los intentos y resultados de las experiencias de la región. La sección 4 concluye.

2. Trilema de política financiera externa: ¿financiamiento externo, autoseguro y cooperación financiera regional?

Una región propensa a las crisis

En Albrieu (este volumen) se analiza la evolución de la macroeconomía internacional y se observa allí que no parecen haber riesgos de una crisis sistémica en la región como las del pasado. Pero también se concluye que se esperan sucesivos episodios de volatilidad, y que entonces las malas noticias de la crisis *subprime* no se refieren sólo a su comienzo, sino también a su salida, con la guerra de monedas en el mundo avanzado como su principal elemento.

Ahora bien, ¿qué ha hecho la región en el pasado para protegerse frente a este tipo de contextos externos? Aquí conviene detenerse un segundo en la evolución del sistema financiero internacional desde la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods a principios de los setenta.

Luego de la caída del acuerdo de posguerra se fue consolidando un régimen de “segunda globalización” cuya marca distintiva fue la continua expansión de los mercados de bienes, servicios y activos financieros en todo el mundo (Basu y Taylor, 1999). Un país tras otro fue liberando tanto el comercio como las finanzas, con el objetivo de beneficiarse con la integración internacional y lograr un mayor grado de desarrollo. La estructura de mercados globales que se fue estableciendo demostró tener capacidad para ajustar los desequilibrios internacionales así como para brindar incentivos para la innovación y el crecimiento en muchas regiones del mundo. Un buen número de economías atrasadas del Asia se benefició especialmente dentro de un proceso que comenzó en economías relativamente pequeñas del sudeste de esa región y se extendió luego a China y la India.

Hasta la llegada de la crisis *subprime*, en el mundo desarrollado se observó un proceso de “Gran Moderación” del ciclo económico. Desde los ochenta en Estados Unidos y algo después en Europa, se fue afirmando un período de privilegio en la historia económica mundial, signado por un alargamiento de las fases expansivas del ciclo y un acortamiento –y menor profundidad- de las recesivas, en un contexto de bajas tasas de inflación. Un buen número de analistas y trabajos académicos atribuyó este hecho a las mejoras en las instituciones, que terminaron por reflejarse en políticas monetarias y fiscales consideradas de alta calidad. El tipo de inestabilidad que las economías de mercado habían experimentado durante la primera globalización iniciada en el siglo XIX y que llevaron en definitiva a la Gran Depresión de los treinta

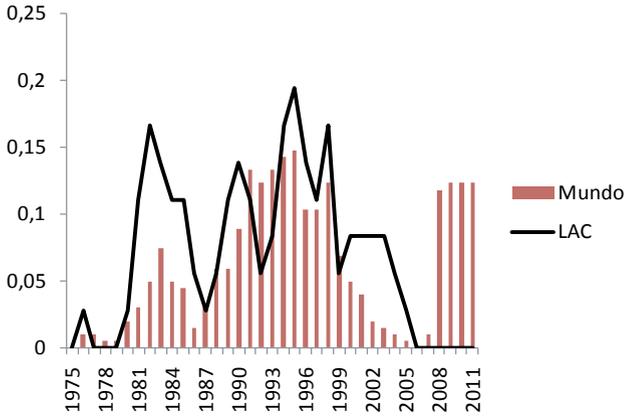
pertenecía al pasado. Luego de un largo período de ensayo y error, la Gran Moderación había llegado de la mano de la eliminación de la dominancia de la política fiscal sobre la monetaria y de los objetivos de inflación.

En el mundo emergente la Gran Moderación no llegaba; en cambio, las turbulencias parecían ir en aumento. El sistema financiero internacional reconocía que la inestabilidad en las economías emergentes podría estar en parte relacionada con fenómenos globales “irracionales” como el contagio y con problemas de gobernanza de las transacciones financieras internacionales y que, por lo tanto, bajo ciertas circunstancias se justificaba la provisión de liquidez por parte del FMI y otras organizaciones. Este diagnóstico, no obstante, no se reflejaba en las políticas de provisión de liquidez, que en la práctica fueron siempre muy restrictivas. Por ejemplo, la facilidad de crédito contingente que se diseñó luego de la crisis asiática era tan restrictiva que no fue utilizada por ningún país y fue discontinuada sin que se propusieran alternativas, hasta la crisis de 2008. En los hechos, esto implicaba asumir que si la volatilidad macroeconómica persistía en el mundo emergente, ello se debía, justamente, a malas políticas que tenían sus raíces en debilidades institucionales. En función de este diagnóstico, se abogaba por una condicionalidad fuerte para acceder a préstamos contingentes: era necesario poner las malas políticas bajo supervisión y controlar los fenómenos de *moral hazard* en el campo financiero. Una idea muy instalada era que aquellas economías emergentes que estuvieran en condiciones de mejorar la calidad institucional tendrían un futuro como miembros del club de la Gran Moderación.

A lo largo del último cuarto del siglo XX, los países de ambos grupos parecían acordar con ese diagnóstico. Más rezagados en términos relativos, más jóvenes en términos demográficos, con sistemas financieros subdesarrollados, los países emergentes debían ser receptores de capital. El problema fue que junto con los flujos de capital, llegaron las crisis financieras.

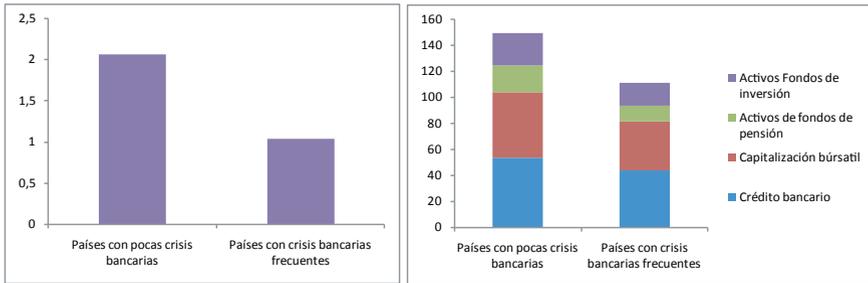
Y en América Latina, la inestabilidad macroeconómica asociada a la globalización financiera ha sido particularmente alta: se trata de la región con mayor frecuencia de crisis financieras en la comparación mundial (Laeven y Valencia, 2008). No debe sorprender entonces su rezago en el crecimiento, en particular durante la década del ochenta (conocida como “década perdida”) pero también con las crisis de cambio de siglo. De hecho, de acuerdo a las estimaciones de *The Conference Board*, si en 1975 el PIB per cápita de la región era un 30% de aquel registrado en Estados Unidos, un cuarto de siglo después apenas llegaba al 21%. A este proceso de divergencia debe sumarse el efecto sobre el sistema financiero: las crisis afectan negativamente al potencial de crecimiento de los mercados de capital, y ello es lo que ha ocurrido en la región.

Gráfico 1
Frecuencia de crisis: el mundo vs. América Latina
 (% de países en crisis bancaria)



Fuente: Elaboración propia en base a Laeven y Valencia (2008) y Banco Mundial.

Gráfico 2
Los efectos de las crisis recurrentes: menor crecimiento y menor desarrollo financiero
 (a) Crecimiento del PIB per cápita (b) Activos del sistema financiero



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y Laeven y Valencia (2008).

¿Por qué importan más las crisis que sólo la fase baja del ciclo? Porque las crisis destruyen instituciones. Ello implica un rezago en términos de crecimiento económico, pero también da una pauta de que es más difícil desarrollar un sistema financiero en economías volátiles, porque las crisis destruyen las reglas de juego necesarias para acotar la incertidumbre estratégica y cimentar la credibilidad. La evidencia, resumida

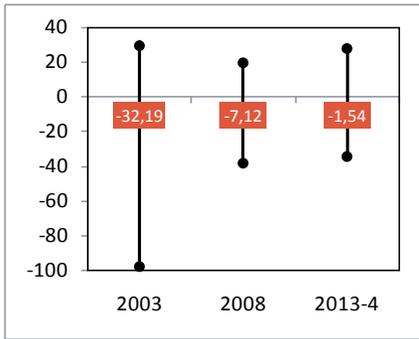
en el Gráfico 2, parece apoyar esta hipótesis: primero, los países propensos a las crisis registraron un crecimiento promedio menor a lo largo de la segunda globalización; segundo, es en esos países donde el desarrollo de los mercados financieros –en particular, de los mercados de capital- se retrasa (véase una discusión al respecto en Fanelli, 2008).

Si la globalización financiera motorizada por el endeudamiento externo implica un aumento en la probabilidad de crisis, ¿qué otras opciones se abren para los países de la región? La primera es unilateral; seguir una estrategia de autoseguro: acumular activos externos en la fase alcista del ciclo, y utilizarlos como defensa frente a posibles escenarios adversos de volatilidad financiera, lo que Aizenmann y Lee (2007) llamaron “motivo precautorio” para acumular reservas. Una rápida mirada a las principales economías emergentes muestra que, en efecto, este fue el principal comportamiento post-crisis de fin de siglo. Destaca Asia emergente y en particular China, donde el stock de reservas internacionales pasó del 15% al 40% del PIB entre 2000 y 2014.

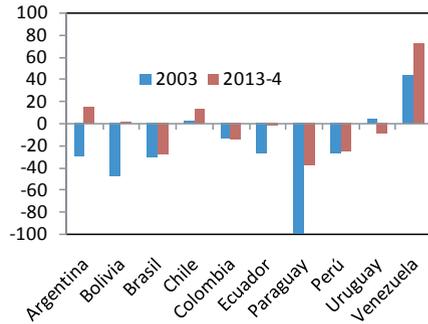
Nuevas estrategias con el cambio de siglo

Del menú de opciones que discutimos más arriba, ¿cuál escogieron los países de la región? La sucesión de crisis externas de fin de siglo en el mundo emergente produjo un cambio de estrategia. En efecto, la volatilidad financiera llevó a los países del Sur a optar por un plan B: agregar a la estrategia de crecimiento el elemento de fortalecimiento –antes que debilitamiento- de la posición financiera internacional, definida como la suma de activos financieros externos (incluidas las reservas) menos la suma de los pasivos financieros externos. Dicho de otra manera, es la posición de inversión internacional sin tener en cuenta las inversiones directas. El Gráfico 3 da cuenta de la mudanza de estrategia: el país promedio de la región era en 2003 deudor neto por casi un tercio de su PIB; entre ese año y 2008 la posición mejoró sensiblemente, pasando a sólo 7% del PIB. La crisis *subprime* y sus efectos desaceleraron pero no lograron detener esa tendencia: hacia 2013-2014 la posición financiera internacional es deficitaria por sólo 1,5% del PIB. El siguiente gráfico prueba esta tendencia contra la evolución específica de cada país de la región. Nótese aquí que, con la excepción de Uruguay y Colombia, todos los países de la región dedicaron la década pasada a mejorar su perfil financiero externo. Resaltan los casos de Argentina, Bolivia, Chile y Venezuela, donde la posición financiera circa 2014 es acreedora. Esto indica que dos factores estuvieron operativos: el primero, la bonanza de recursos naturales, que fue particularmente fuerte en los países mencionados (véase Red Sur, 2014); el segundo, la política financiera externa, que virtualmente cerró el acceso a financiamiento externo a dos de las cuatro economías mencionadas.

Gráfico 3
Posición financiera internacional (% del PIB)
Promedio simple y desvío estándar



(b) Detalle por país



Notas: (a) la posición financiera internacional se define como la totalidad de los activos externos netos de la inversión directa saliente, menos la totalidad de los pasivos externos netos de la inversión directa entrante; (b) las barras con punta de círculo del gráfico de la derecha refieren al desvío estándar.

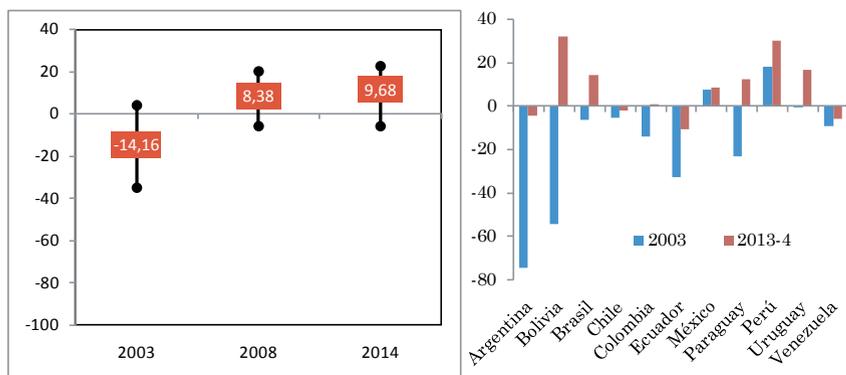
Fuente: Elaboración propia en base a FMI y Lane y Milesi-Ferreti.

Es posible desagregar la evolución comentada anteriormente por tipo de agente para contestar la siguiente pregunta: ¿la mejora se dio gracias al sector público, al sector privado, o a ambos? El gráfico 4 exhibe la evolución de la posición financiera internacional del sector público, definida como el stock de reservas internacionales menos el stock de deuda pública externa. Allí aparece otro hecho estilizado: por primera vez en décadas, los sectores públicos de la América del Sur se volvieron acreedores netos con el resto del mundo: pasaron de una posición deudora de 14% del PIB a una posición acreedora de 8% del PIB. Y esa tendencia, antes que desaparecer, se ha profundizado luego de la crisis *subprime*, llegando a casi 10% del PIB. El complemento de estas cuentas es el sector privado. Allí vemos que entre 2003 y 2008 la posición de este agente no cambió demasiado: pasó de una deuda neta de 18% a una de 15%. En el panorama post-*subprime* sí parece haber un cambio más marcado, aunque la posición deudora sigue estando en el rango de los dos dígitos.

¿Fue esta tendencia al mejoramiento del perfil externo del sector público un fenómeno generalizado en la región? La evidencia, resumida en el gráfico 4, apunta a que sí lo fue: en todos los casos la posición financiera internacional del sector público mejoró a lo largo de la década pasada y sólo en tres casos (Argentina, Chile y Venezuela) el sector público es deudor neto. Este punto es de fundamental importancia para evaluar la vulnerabilidad a episodios de crisis financieras. De acuerdo a Laeven

y Valencia (2012), mientras en el promedio mundial una de cada veinte crisis bancarias se asocia a una crisis de deuda soberana, en la región lo hace una de cada cinco. El fenómeno de mejoramiento en la situación financiera externa del sector público hasta llegar a una posición acreedora es particularmente fuerte en Bolivia y Perú, pero también está presente en Brasil, Paraguay y Uruguay. En el resto de los países la posición de los gobiernos con respecto al resto del mundo sigue siendo deudora, pero en magnitudes sensiblemente menores a las observadas al principio de la década.

Gráfico 4
Posición financiera internacional del sector público (% del PIB)

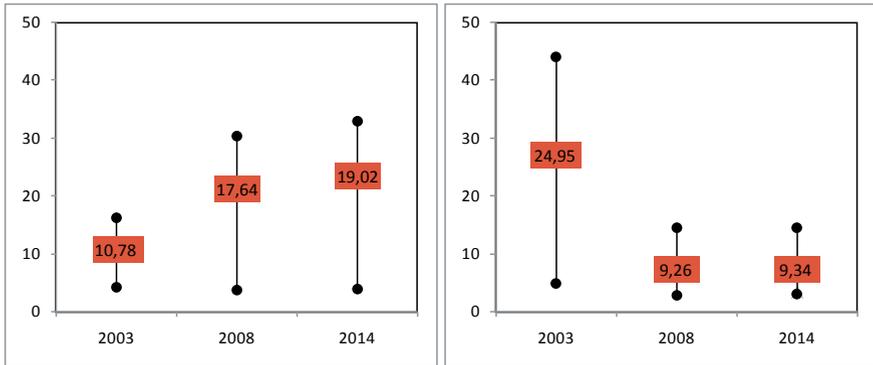


Notas: (a) la posición financiera internacional del sector público se define como el stock de reservas internacionales menos la deuda pública externa; (b) las barras con punta de círculo del gráfico de la derecha refieren al desvío estándar.

Fuente: Elaboración propia en base a FMI y Lane y Milesi-Ferreti.

¿Esta mejora en la posición neta refiere a un aumento en los activos, una disminución de los pasivos, o una combinación de ambas? El Gráfico 5 contesta esta pregunta. Entre 2003 y 2008 el stock de reservas internacionales en poder de los bancos centrales aumentó de 10,7% a 17,6% del PIB, en promedio. La deuda pública externa, en tanto, se redujo fuertemente, pasando de 25% del PIB a aproximadamente 9% del PIB. De esta manera, durante el período de bonanza prácticamente dos tercios de la mejora se debió al desendeudamiento. En esta etapa, entonces, primó la desglobalización financiera, al menos desde el punto de vista del sector público. En la etapa post-*subprime* el panorama cambió en varios sentidos. Primero, la acumulación de reservas continuó, pero a una velocidad más reducida. Segundo, el endeudamiento externo del sector público revirtió su tendencia, y creció –aunque levemente–. Por ello, el pequeño mejoramiento en la posición financiera internacional del sector público entre 2008 y 2014 se debió exclusivamente a la acumulación de activos, en tanto la tendencia al desendeudamiento desapareció.

Gráfico 5
Posición financiera internacional del sector público, América del Sur (% del PIB)
Reservas internacionales (a) Deuda pública externa (b)



Nota: Las barras con punta de círculo del gráfico de la derecha refieren al desvío estándar.
 Fuente: Elaboración propia en base a FMI y Lane y Milesi-Ferreti.

La estrategia de acumulación de reservas como elemento distintivo de todo el período bajo análisis tiene sus costos y sus beneficios. Los beneficios los discutimos más arriba: los países con mayores niveles de reservas internacionales pudieron manejar los coletazos de la crisis *subprime* mejor que aquellos que dependían del financiamiento externo, tanto en términos del nivel de actividad como de la suba en los *spreads* de los bonos de la deuda soberana (Bussiere *et al.*, 2013). Lamentablemente, la estrategia de autoseguro no está libre de costos, los cuales se relacionan con dos dimensiones: la pérdida de rentabilidad y –asociada a ella– el uso que podría darse a los fondos “perdidos”.

La pérdida de renta se asocia no sólo al tipo de activo seleccionado, que es típicamente libre de riesgo y por ello de baja rentabilidad; también se refiere a los posibles costos de esterilización relacionados con el motivo precautorio para acumularlo (Levy Yeyati, 2008; Frenkel, 2007). Entonces, por cada dólar (u otro activo de bajo riesgo y retorno) que el banco central decide comprar, se emitirá una deuda que pagará una tasa de interés considerablemente mayor. En el Gráfico 6, primera columna, se presentan los resultados de un ejercicio numérico siguiendo la metodología de Rodrik (2006) para los países de la región. Allí puede observarse que los costos de mantener las reservas (o *carry costs*) no son despreciables: promedian 0,35% del PIB en 2014, pero hay casos donde supera el 1%, como es el caso de Bolivia. En la segunda columna, en tanto, se compara este *carry cost* con el gasto correspondiente a los principa-

les planes de transferencias condicionadas de la región, de acuerdo a CEPAL (2014). Nótese allí que las diferencias entre los costos de una y otra política son marginales. Dicho de otra manera, sin la estrategia de autoseguro podrían doblarse los planes de asistencia para los más necesitados.

Gráfico 6
El costo del autoseguro, c. 2014

	Carry cost de las reservas	Planes de Transf. Condicionadas	Costo de la última crisis financiera	Prob. Implícita	Prob. Implícita vs. Prob. MR
Argentina	0,28	AUH: 0,3	3,2	0,09	0,01
Bolivia	1,70	Bono Juancito Pinto: 0,3	6,0	0,28	0,20
Brasil	0,27	Bolsa Familia: 0,5	3,3	0,08	0,00
Chile	0,13	Chile Solidario: 0,1	10,7	0,01	-0,07
Colombia	0,13	Familias en acción: 0,4	2,1	0,06	-0,02
Ecuador	-0,10	Bono de DH: 1,2	4,3	-0,02	-0,10
México	0,14	Oportunidades: 0,5	4,8	0,03	-0,05
Paraguay	0,24	Tekopora: 0,4	12,9	0,02	-0,06
Perú	0,41	Juntos: 0,1	10,0	0,04	-0,04
Uruguay	0,46	AF: 0,5	6,7	0,07	-0,01
Venezuela	0,30	n.d. n.d.	3,8	0,08	0,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial, Laeven y Valencia (2012) y CEPAL.

Por supuesto, el costo de mantener reservas debe ser analizado junto con los beneficios que mencionamos antes, asociados a la reducción de la vulnerabilidad externa, y junto a ella, de la probabilidad de crisis externas. En esta línea, podemos pensar entonces que el costo de mantener reservas representa una prima que el gobierno paga por cubrirse de los costos de las crisis financieras. Para fijar ideas, presentamos en la tercera columna del Gráfico 6 el costo fiscal de la crisis más reciente de cada país, y de ahí sacamos la probabilidad de crisis implícita: por ejemplo, para el caso de Argentina la última crisis –iniciada en 2001– representó un costo fiscal anual cercano a 3% del PIB, conforme las estimaciones de Laeven y Valencia (2012). Como el costo de las reservas es del 0,3, valdría la pena tenerlas (comprar el seguro) si la probabilidad de crisis es igual o mayor al 10%. Desde el inicio de la crisis *subprime*, la métrica de Laeven y Valencia detecta para todo el mundo nueve casos de crisis cambiaria y cuatro de crisis de deuda soberana, representando el 8% del total de la muestra. Tomando como marco de referencia ese 8% vemos que, salvo en el caso de Bolivia, los países de la región mantienen un nivel de reservas acorde al seguro que compraron como estrategia. Por supuesto, si consideramos que el perfil financiero externo de la región es sensiblemente mejor que el promedio mundial, lo cual es plausible, el escenario de sobre-acumulación aparece como el más probable.

3. Cooperación financiera regional: racionalidad y experiencias en la región

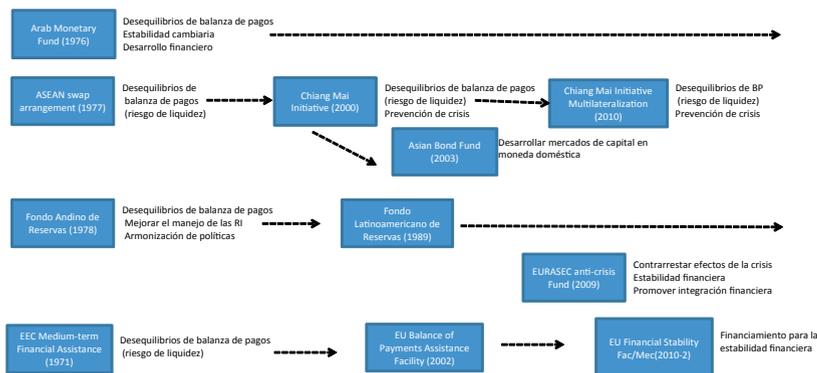
En vistas de estos costos, tanto del endeudamiento como del autoseguro, una estrategia alternativa puede ser apostar a cooperar regionalmente. Ocampo (2006) destaca cuatro argumentos a favor de la cooperación financiera regional. Primero, que el proceso de globalización actual es uno de regionalismo abierto, con flujos comerciales y financieros tomando mayor protagonismo. Segundo, el sistema financiero internacional tiene fallas que pueden ser subsanadas si se complementa a las instituciones multilaterales con instituciones regionales. Tercero, desde la óptica de los países pequeños, lograr la escala suficiente puede ser clave para desarrollar mercados profundos. Y cuarto, que la economía política de la integración regional puede ser más sencilla de administrar que en la escena multilateral, porque entre otras cosas la sensación de pertenencia es más fuerte.

Los mecanismos regionales de cooperación monetaria y financiera han proliferado desde que comenzó la segunda globalización. El cuadro siguiente resume las experiencias en curso, que, como se observa, abarcan buena parte del mundo. Los países árabes fundaron en 1976 el Fondo Monetario Árabe con el objetivo de lidiar con los problemas de balanza de pagos, promover la estabilidad cambiaria y promover el desarrollo de los sistemas financieros. Los países de América del Norte crearon el North America Framework Agreement (NAFA) en 1994 para manejar la inestabilidad financiera asociada al proceso de integración. Los países de la Comunidad Económica Euroasiática implementaron en 2009 un fondo anticrisis, que además tiene como objetivo promover la integración regional. En Europa los mecanismos de cooperación financiera regional comenzaron al momento de la ruptura de Bretton Woods: en 1971 se creó el Fondo de Asistencia Financiera de Mediano Plazo, con el objetivo de proveer financiamiento de corto plazo para la balanza de pagos, al que se le sumaron otros dos mecanismos con la crisis de 2010: el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad. En Asia los acuerdos de permuta financiera datan de la década del setenta, pero recién a la salida de las crisis de fin de siglo comienza la iniciativa Chiang Mai (ICM), donde los países del ASEAN+3 acordaron reforzar las permutas pero también fomentar un *pool* de reservas internacionales y el desarrollo financiero doméstico; en 2010 la ICM se amplió para incorporar una oficina regional de investigación y un refuerzo del fondo de reserva.

En América Latina podemos detectar tres “oleadas” de cooperación monetaria y financiera (UNCTAD, 2011). En el contexto de la crisis de la deuda de los ochenta, emergieron el pool del Fondo Andino de Reservas –que luego mutó al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)- y el ALADI como un sistema de pagos regionales.

En la etapa de las reformas estructurales, la creación del Mercosur tenía un capítulo asociado a la integración monetaria y financiera. Por último, después de las crisis de fin de siglo aparecieron el sistema de pagos binacional de Argentina y Brasil, el Banco del Sur como banco de desarrollo, y el SUCRE como sistema de pagos regionales para los países del ALBA.

Cuadro 1
Esquemas de cooperación financiera regional



Fuente: Elaboración propia.

Cooperación financiera en América del Sur: un repaso breve¹

En el ámbito de los planes y proyectos (e incluso algunos mecanismos reales), declaraciones acerca de la prioridad de la integración latinoamericana o, más específicamente, la integración de América del Sur, no son nada nuevo. Los principales ejemplos van desde el sueño “patria común” de Bolívar a la famosa predicción de JD Perón a fines de la década de 1960: “El año 2000 nos encontrará unidos o dominados”. Sin embargo, la retórica de integración a lo largo de la historia ha sido tan fuerte como las dificultades recurrentes y las barreras para el despegue efectivo de los procesos de integración económica (Vaillant, 2007). Los más importantes desarrollos institucionales -como la Comunidad Andina de Naciones (CAN) y la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), creados hace treinta años, y el Mercado Común del Sur (Mercosur), hace más de veinte años- se vieron empañados por la dificultad de lograr un equilibrio entre altas ambiciones y grandes dificultades prácticas.

1. Esta subsección se basa en Biancarelli (2011).

En América del Sur (y en otras partes del mundo), surgió el denominado «regionalismo abierto», es decir, un acercamiento regional muy centrado en los acuerdos de libre comercio y en la cuestión de «nivelar el campo de juego» para las fuerzas del mercado. Bajo este concepto, las regiones fueron consideradas como bloques constitutivos, una parte fundamental de un orden global abierto y multilateral (Kuwayama, 1999). La propuesta de creación del Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA), liderado por los Estados Unidos, también se sumó a esta visión más liberal de la integración.

Influenciado por los cambios más generales en los asuntos políticos y los esquemas ideológicos en este subcontinente, el proceso de integración regional cobró mayor impulso y aparentemente incorpora nuevos contenidos y exigencias, aunque todavía está plagado de limitaciones y contradicciones. El camino de la cooperación regional a principios del siglo XXI, en la medida en que está dirigido por una voluntad política común, tiene que ver con las asimetrías entre los diferentes socios y comparte un enfoque más amplio que el mero intercambio de mercancías; parece como un camino prometedor para avanzar en los objetivos de desarrollo (UNCTAD, 2007).

El denominado «regionalismo post-liberal» (Da Motta Veiga y Ríos, 2007) resultó en el rechazo del ALCA propuesto por los Estados Unidos, y, de una manera constructiva, en la creación de la Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR) en el período 2004-2005.

Es desde esa visión más «pro-desarrollo» del regionalismo, donde se pone el énfasis en el «comercio estratégico», «la industrialización con un enfoque regional» y otras ideas queridas a la tradición estructuralista latinoamericana (Tavares y Gomes, 1998; Medeiros, 2008), que los esfuerzos de cooperación financiera y las iniciativas asociadas se vuelven importantes. Esto último se justifica no sólo como una defensa ante las deficiencias del sistema financiero internacional (y la dificultad de su reforma), sino también como una respuesta a la demanda de otras dimensiones de integración regional. En el caso específico de América del Sur, esta cuestión es aún más sensible, ya que la vulnerabilidad financiera externa y la falta de estructuras adecuadas de financiación a largo plazo históricamente han sido dos de los principales obstáculos para el desarrollo.

Mientras el mundo pasa por un nuevo período de incertidumbre y aumentan los riesgos externos, la discusión sobre los aspectos financieros de la integración regional de América del Sur está ganando en importancia. Esto también está sucediendo porque una de las primeras reacciones de las autoridades de América del Sur a la crisis internacional fue asociarse para buscar protección conjunta contra las dificultades externas y para aprovechar los mecanismos ya existentes.

«La integración financiera» es un concepto controvertido, tanto en lo relativo a su definición como a la discusión de sus efectos. Si lo tomamos en el sentido de fortalecer los mercados financieros y la eliminación de las barreras a la libre circulación por las fronteras nacionales, o la interpenetración del capital (en términos de flujos y stocks), su dimensión regional sería más bien limitada, y habría que hablar de un proceso más amplio definido por la llamada «globalización financiera» en esta área geográfica. Desde esta perspectiva, la situación en América del Sur se distingue por las asimetrías marcadas y una escasa integración de los agentes privados. Sólo recientemente ha habido una expansión regional de las actividades dirigidas por los grandes bancos brasileños, pero el proceso todavía está en su infancia.

Pero hay otra dimensión, más adecuada al proceso descrito anteriormente, para aproximarse al tema de la integración financiera regional. Mejor definidas bajo el rótulo de «cooperación financiera regional», las iniciativas que componen este frente de integración se pueden agrupar, a raíz de la división hecha por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), en tres niveles:

- La cooperación regional para facilitar los pagos y la financiación a corto plazo;
- La cooperación regional para financiar el desarrollo; y
- Los acuerdos de intercambio y las uniones monetarias.

El primer nivel incluye los mecanismos regionales de facilitación del comercio y la provisión de liquidez ante las dificultades de la balanza de pagos: los pagos conjuntos, las oficinas de compensación, los acuerdos de préstamos recíprocos, y las reservas comunes. El segundo nivel incluye dos grandes tipos de instituciones: los bancos regionales de desarrollo y los mercados de valores regionales. Por último, el tercer nivel abarca acuerdos formales para coordinar las políticas (sobre todo, la política referida a los tipos de cambio) y los posibles mecanismos para adoptar una moneda única.

Por lo tanto, estamos tratando aquí con diferentes iniciativas para lograr diferentes objetivos. Pero estos tienen un punto en común: se relacionan con las debilidades financieras a corto plazo y de crédito a largo plazo de América del Sur, además de la evidente falta de coordinación de políticas. Los tres problemas son críticos, no son fáciles de enfrentar en el plano nacional y mucho menos en el ámbito global, dada la asimetría y la inestabilidad estructural de los actuales sistemas monetarios y financieros internacionales, que este mundo posterior a la crisis *subprime* no ha modificado.

Así, la existencia y el fortalecimiento de las instituciones financieras regionales puede actuar como una lámina para las instituciones financieras multilaterales, com-

plementándolas y, al mismo tiempo, compitiendo con ellas. Más específicamente, los órganos regionales estarían en mejores condiciones para detectar las necesidades de las economías más pequeñas y satisfacer sus demandas, y proporcionarían una especie de «división del trabajo» con las instituciones globales, tanto en lo relativo a la vigilancia como a la provisión de liquidez en una situación de tensión en la balanza de pagos.

Desde el punto de vista institucional, grandes posibilidades de cooperación financiera están disponibles para América del Sur, en parte debido a las “ventajas del atraso” en la construcción de instituciones regionales. Hablando en términos generales, se puede decir que los problemas históricos que la globalización no logró resolver y probablemente fueron agravados por el panorama actual, y el propio desarrollo del proceso de integración, aumentan la importancia de estos temas y la demanda de recursos financieros tanto a corto como a largo plazo. Sin embargo, por más que los beneficios parezcan altos, la imagen real es una mezcla muy heterogénea dentro de los tres niveles anteriores.

Comenzando en el tercer nivel, América del Sur casi no tiene experiencia de cooperación macroeconómica. Varias circunstancias han socavado los intentos de coordinación de políticas, como la gran diversidad y el comportamiento cíclico de sus economías, o la cuestión de la soberanía nacional. Esto dio lugar a enfoques totalmente descoordinados en lo referido a los regímenes cambiarios y las políticas de tasas de interés. Este es probablemente el mayor obstáculo para el avance del comercio (y las finanzas) en el proceso de integración en América del Sur, no sólo por el impacto que tiene la falta de coordinación en las transacciones, sino también por la ausencia de mecanismos formales de armonización, que termina facilitando la diferenciación y las llamadas políticas de “empobrecer al vecino”, que son contraproducentes para el acercamiento regional. Por lo tanto, el primer desafío político sería buscar enfoques para una eficaz coordinación de las políticas macroeconómicas (UNCTAD, 2011).

No obstante, la institucionalidad actual es mucho más desarrollada en los otros dos niveles, aunque ello no garantice que se avance en la práctica. A partir de ahora, nos centraremos principalmente en esos dos niveles.

a- FACILITACIÓN DE PAGO Y ASISTENCIA DE LIQUIDEZ

En este nivel, hay instituciones para facilitar los pagos, el establecimiento de un *pool* de reservas, y la prestación de asistencia regional de liquidez.

Para empezar, el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos (CCR) entró en vigor en 1966 dentro de la ALADI. Además de facilitar la integración comercial en sí, el

objetivo del acuerdo era economizar las escasas divisas retrasando los pagos y concediendo crédito entre los miembros durante un período de cuatro meses, período en el cual debería llegarse al equilibrio. Este mecanismo, esencial en la década de 1980, está perdiendo peso y en buena medida se ha distorsionado, principalmente porque se requiere una relación comercial más equilibrada entre los miembros, y debido al aumento de los pagos anticipados (ALADI, 2009).

En octubre de 2008, en parte como respuesta a los problemas estructurales del CCR, se adoptó otro mecanismo para facilitar los pagos de la región: el Sistema de Pagos en Moneda Local (SML) entre Brasil y Argentina. A diferencia del caso anterior, el objetivo de este sistema no es aplazar los pagos o conservar las divisas sino evitar los costos de transacción de los pagos efectuados en dólares, y para reducir la necesidad de crédito comercial expresado en una moneda extranjera. Se puede decir que el SML es más simple y mejor adaptado a la actualidad, aunque el alcance geográfico del sistema es (aún) mucho menor. Desde el punto de vista cuantitativo, las cifras reportadas siguen siendo bajas, pero va tomando creciente importancia -principalmente para las pequeñas y medianas empresas- y, al parecer, con un alto potencial de reducción de costos.

El contraste entre las dificultades de CCR y el potencial del SML plantea dudas sobre la fortaleza actual de las economías que emiten los medios de pago para el comercio internacional. Pensando en el continente en su conjunto, pero sobre todo en términos de las economías más grandes que tienen mayor acceso a la financiación internacional, esto no parece ser un tema clave, como lo fue, por ejemplo, en la década de 1980. Los límites a la expansión del comercio intrarregional parecen tener mucho menos que ver con las dificultades de los sistemas de pago que con la falta de coordinación de políticas de tipo de cambio, las idas y vueltas en las negociaciones comerciales o la falta de complementariedad productiva.

De todas maneras, la cuestión de evitar el basamento de las transacciones comerciales en el dólar o la divisa que gradualmente lo sustituya, y su impacto consecuente en términos de costos de transacción, es siempre un problema en los actuales debates sobre la economía internacional. Iniciativas menos ambiciosas, como el SML, que se centra en los problemas de costos de transacción, parece más acorde con la realidad actual. El desafío consiste en ampliar el uso y alcance del sistema a fin de incluir a los demás miembros del Mercosur (un proceso que ya se está preparando) y, de allí, al resto del subcontinente. Sin lugar a dudas, el empeoramiento de las condiciones financieras internacionales, el lento crecimiento de los países centrales y los desafíos del dólar como moneda internacional de comercio aumentan la importancia de ampliar y profundizar este tipo de mecanismos.

Cabe señalar que la única -y también exitosa- iniciativa presentada en el otro grupo de iniciativas en este primer nivel es la del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). El principio básico detrás de este mecanismo es un uso compartido de parte de las reservas internacionales a fin de aumentar la liquidez disponible para los socios en un momento de dificultades de balanza de pagos. El FLAR fue creado en 1978, y tiene actualmente nueve países miembros, casi todos ellos ubicados en la región andina. A pesar de su modesto tamaño (el capital suscrito es por cerca de 3.600 millones de dólares, y el capital pagado llega a los 2.500 millones), en todas las evaluaciones de desempeño disponibles califica como muy bueno: por encima del riesgo de los países miembros, y también por encima de otras instituciones financieras regionales, como la CAF. Por ejemplo, entre 1978 y 2003, el FLAR prestó cerca de 60% de los desembolsos efectuados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) entre sus países miembros; después de 1998, este porcentaje se elevó a 200% (Titelman, 2006; Ocampo y Titelman, 2009, 2010), ayudado por esquemas de condicionalidad no tan estrictos, y una gestión técnica y eficiente de los recursos (Agosin, 2012). Junto con una tasa de morosidad histórica de cero debido al “sentido de pertenencia”, esto se tradujo en la obtención de capital en el mercado internacional en condiciones ventajosas.

Aquí, la protección regional contra las crisis de balanza de pagos no parece ser menos importante hoy en día que en el pasado. Por el contrario, en vista de los posibles efectos en las finanzas globales de la normalización monetaria en Estados Unidos y sus consecuencias sobre el precio de las commodities, la existencia de un fondo adaptado a las condiciones locales y controlado por los mismos clientes potenciales para hacer frente a las crisis de liquidez, es un requisito fundamental para aumentar la estabilidad económica y prevenir que las dificultades se propaguen. Por otra parte, además de corregir algunos de los principales defectos de la arquitectura financiera internacional, el FLAR hace una contribución directa e indirecta a la integración regional.

Pero estas ventajas sólo serían efectivas si el fondo crece en relación al actual FLAR. Por lo tanto, el desafío consiste en la incorporación al fondo de reserva de las economías más poderosas en el sur del continente, sobre todo, Argentina y Brasil, lo que cambiaría la naturaleza y la capacidad operativa de la iniciativa. Por ejemplo, si Brasil se une al FLAR y aporta a la contribución media de los miembros actuales (cerca de 1,5% del stock de reservas internacionales), sería, por sí solo, más del doble del capital actualmente suscrito. Por lo tanto, en el contexto de la búsqueda de mecanismos coordinados de defensa para hacer frente a una crisis financiera que puede empeorar, las recientes declaraciones de interés de Brasil son de agradecer.

b- FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO

Por último, también hay diversas instituciones en el segundo nivel de cooperación que trabajan en la región y es posible evaluar su desempeño e identificar sus principales retos.

El primer caso que se ha comentado es el del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Según lo declarado por Bouzas y Knaack (2009), desde su creación en 1959, el BID ha sido destacado por el espíritu y las ideas integracionistas de la región; en las últimas cinco décadas constituyó una herramienta importante para la movilización de recursos financieros hacia los sectores público y privado. Cabe señalar que las prioridades y las acciones del BID han cambiado con los años para adaptarse a los distintos perfiles que, como ya se ha mencionado, la integración regional comenzó a tomar a lo largo del tiempo. Hablando en números, el capital del Banco suscrito a finales de 2010 ascendió a aproximadamente 105 mil millones de dólares, de los cuales algo menos de la mitad constituye capital pagado. Estas cifras se modificaron con la reciente ampliación de capital por un adicional de 70 mil millones de dólares, expansión que fue aprobada por la mayoría de los miembros en 2010 y se llevará a cabo en su totalidad hacia 2016, lo que indica el papel prominente que el BID jugará en esta nueva etapa de promoción de la integración regional. Desde el punto de vista de los desembolsos, las estadísticas también muestran una tendencia ascendente en los últimos años, con aprobaciones por un total de 15,300 millones en 2009 y 12,100 millones en 2010. A finales de 2010, la cartera de préstamos del BID se situó en 63 mil millones de dólares.

Las otras diferencias entre el BID y otras entidades distinguidas –como la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco del Sur y el Banco de Desarrollo Económico y Social (BNDES) de Brasil– son su participación y las estructuras de toma de decisiones. A mediados de 2015, el capital suscrito y derechos de voto en el BID se dividía de la siguiente manera: los países en desarrollo de América Latina representaron aproximadamente el 50%, una parte significativa (30%) es aportada por los Estados Unidos, y el resto se dividió entre Canadá y las economías avanzadas fuera de la región.

La evaluación del desempeño de la CAF (tomando en cuenta el capital y los desembolsos, que crecieron significativamente) es bastante positiva. Según Ocampo y Titelman (2009-2010), además de un componente anticíclico marcado en sus desembolsos, la CAF se adapta mejor a las condiciones locales y el hecho de que el conjunto de los beneficiarios esté sujeto a control le dio un gran éxito, complementando al resto de las instituciones multilaterales. Hacia mediados de 2015, el capital pagado de la CAF totaliza unos 6,500 millones de dólares y el capital autorizado trepa a los

10 mil millones, aportados en su mayoría por las economías de la región. La cartera de proyectos hacia mediados de 2015 ascendió a unos 18.100 millones de dólares; sus desembolsos anuales crecieron sustancialmente en los últimos años: desde 5.500 millones en 2006, subieron a 7.500 en 2013.

Aunque una iniciativa más ambiciosa, el Banco del Sur se enfrenta a graves problemas de ejecución y se encuentra aún en una etapa pre-operativa. Envuelto en una fuerte retórica integracionista, el banco fue creado formalmente a finales de 2007, cuando Argentina, Bolivia, Brasil, Ecuador, Paraguay, Uruguay y Venezuela firmaron el acta fundacional. Las diferencias entre los socios en cuanto a la estructura de poder interna del banco, la asignación de los recursos, las condiciones para la concesión de préstamos, e incluso sus funciones (ya sea para ser un banco de desarrollo o un proveedor, además, de la asistencia de liquidez) son aún grandes. En septiembre de 2009 se llegó a un acuerdo de creación, el cual se encuentra en proceso de ratificación por los Poderes Legislativos nacionales (ya ha sido ratificado por Venezuela, Ecuador, Uruguay, Bolivia y Argentina). Se puso en marcha con un capital inicial autorizado de unos 20.000 millones de dólares (el doble que la CAF), y unos 7.000 millones a ser suscritos inicialmente, lo que demuestra su importante potencial para la acción. Es evidente que se necesita un nivel de consenso superior, como lo demuestra el retraso en la ratificación del acuerdo por los países clave, como Brasil.

Por último, el BNDES ha estado expandiendo sus operaciones considerablemente en América del Sur, trabajando cada vez más como un banco nacional con presencia regional. Cuantitativamente hablando, la comparación tiene sentido: en 2014 prestó 50% más que el BID. Las cifras son impresionantes, como se muestra por Nyko (2011): los desembolsos del BNDES para proyectos de infraestructura y otros sectores de la región superó los 1.000 millones en 2010. Este porcentaje ha ido aumentando constantemente desde principios de 2010, con una cartera total de proyectos de este tipo por valor de más de 20.000 millones (casi la mitad de los cuales serían financiados por el banco).

Sin embargo, el banco brasileño no debe ser tomado como un reemplazo, o incluso como el complemento perfecto de las fuentes regionales o subregionales de financiamiento a largo plazo. En primer lugar, debido a las restricciones del tipo de préstamos: a diferencia del BID, la CAF y los planes para el Banco del Sur, el BNDES financia únicamente las empresas o filiales de empresas multinacionales establecidas en Brasil. Por lo tanto, las transacciones regionales del banco sólo cubren la exportación de bienes y (con más frecuencia) servicios de ingeniería realizados por empresas brasileñas en los países vecinos. Según lo declarado por Nyko (2011), esto sin duda contribuye a la mejora de la infraestructura interna de varias economías latinoamericanas, pero no apoya en forma directa la integración física de la región.

4. Comentarios finales

El sistema financiero internacional se encuentra nuevamente en terrenos inestables. En el pasado, contextos de este estilo implicaban para los países de la región frenos al crecimiento –y muchas veces, crisis macroeconómicas-. A lo largo del último cuarto del siglo XX América del Sur aprendió una lección de las finanzas internacionales: depender de las entradas de capitales puede ser muy costoso para el desarrollo.

La respuesta, que discutimos en el trabajo, fue evitar que el crecimiento vaya acompañado de una fragilización del frente externo –más aún en un contexto de precios altos para los productos de exportación y tasas de interés internacionales muy por debajo del promedio histórico-. Así, los países mejoraron su perfil externo en términos de stock, lo cual fue particularmente cierto en el caso del sector público. La estrategia de acumulación de reservas fue una política común a lo largo de la región, lo cual trajo sus beneficios en términos de reducción de la probabilidad de una crisis, pero también tuvo sus costos, asociados a la baja rentabilidad de los activos seleccionados.

Por ello, la segunda parte del trabajo se ocupó de los mecanismos de cooperación regional. Cerraremos el trabajo, entonces, con algunos comentarios referidos a este punto.

Los retos para los mecanismos de facilitación de pagos y asistencia de liquidez, por una parte, pasan por repensar y aumentar la cobertura de los sistemas de facilitación de pago (en particular, los mejor adaptados a la realidad actual, como el SML entre Brasil y Argentina) y, por otro, a ampliar los recursos y la composición del fondo de reserva común (FLAR) por la adición de los países más grandes.

En cuanto a la financiación a largo plazo, las medidas necesarias incluyen los aspectos más técnicos, como una definición precisa de las funciones de las instituciones y de sus condiciones de financiación (siempre orientada hacia el cumplimiento de las demandas regionales de la manera más adecuada, y sin perder la eficiencia técnica). Esta ambigüedad, junto con algunos aspectos políticos, parece ser el mayor obstáculo para el Banco del Sur, cuya presencia parece necesaria. Por encima de todas las otras cosas, la cuestión aquí es la movilización de nuevos agentes financieros y el aumento del volumen de los recursos, dado el tamaño de la financiación de las necesidades y de los límites de las instituciones más importantes existentes para ampliar sus operaciones (BID, CAF y BNDES).

Referencias

- Aizenman, J. y J. Lee (2007)**. “International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence”, *Open Economies Review*, 18(2).
- Basu, S. y A. Taylor (1999)**. “Business Cycles in International Historical Perspective”. *Journal of Economic Perspectives* Vol. 13 No. 2.
- Biancarelli, André (2011)**. “Financial cooperation within the context of South American Integration: Current balance and future challenges”. *Integration and Trade Journal* N33, vol 15. Buenos Aires: INTAL.
- Bouzas, R. y P. Knaack, P. (2009)**. “The IDB and Half a Century of Regional Integration in Latin America and the Caribbean”, in: *Integration & Trade Journal* N° 29. Buenos Aires: IDB-INTAL.
- Bussière, Matthieu y Cheng, Gong y Chinn, Menzie David y Lisack, Noemie (2015)**. For a Few Dollars More: Reserves and Growth in Times of Crises (April). Banque de France Working Paper No. 550. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2602316> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2602316>
- Carvalho, C. E. et al. (2009)**. “Banco do Sul: a proposta, o contexto, as interrogações e os desafios”, en: Vadell, J. y T. Campos (Org.). *Os novos rumos do regionalismo e as alternativas políticas na América do Sul*. Belo Horizonte: Editora da PUC/MG.
- CEPAL (2014)**. *Panorama Social de América Latina y el Caribe 2013*. Mimeo.
- Da Motta Veiga, P. Y S. Ríos (2007)**. “O regionalismo pós-liberal na América do Sul: origens, iniciativas e dilemas”, en: *Serie Comercio Internacional* N° 82. Santiago de Chile: CEPAL.
- Fanelli, J. M. et al. (2008)**. *Mercosur: integración y profundización de los mercados financieros*. Montevideo: Red Mercosur.
- Frenkel, R. (2007)**. La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria. *Revista de la Cepal* 93, diciembre.
- Institute for the Integration of Latin American and the Caribbean (IDB-INTAL) (2009)**. “Latin America Explores Alternatives to Boost Trade in Local Currencies”, en: *Monthly Newsletter* N° 153. Buenos Aires: IDB-INTAL. Abril.
- Kuwayama, M. (1999)**. “Open Regionalism in Asia Pacific and Latin America: A Survey of the Literature”, en: *Serie Comercio Internacional* N° 4. Santiago de Chile: ECLAC.
- Laeven, Luc y Valencia, Fabián (2008)**. *Systemic Banking Crises: A New Database* (September). *IMF Working Papers*, Vol. , pp. 1-78. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1278435>
- Laeven, Luc y Valencia, Fabián (2012)**. *Systemic Banking Crises Database: An Update* (June). *IMF Working Paper* No. 12/163. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2169708>
- Latin American Integration Association (LAIA) (2009)**. *Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos: reflexiones sobre su funcionamiento y algunos temas que podrían ser objeto de discusión para su dinamización. Seminario para la dinamización del convenio de pagos y créditos recíprocos y el uso de los sistemas de pagos en monedas locales*. Montevideo. Abril, 22.

- Levy Yeyati, Eduardo (2008).** “The Cost of Reserves”, *Economic Letters*, 100(1):39-42.
- Nyko, D. (2011).** *Integração Regional, cooperação financeira e atuação do BNDES na América do Sul no período recente*. Master’s dissertation. Campinas: IE/Unicamp.
- Ocampo, J. A. (2006).** “La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos”, en: Ocampo, J. A. (Org.). 2006. *Cooperación financiera regional*. Santiago de Chile: ECLAC.
- Ocampo y D. Titelman (2009-2010).** “Subregional Financial Cooperation: The South American Experience”, en: *Journal of Post-Keynesian Economics*, 32(2).
- Pinto, L. F. y L. W. Severo (2010).** “O Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML) e suas potencialidades para o MERCOSUL”, en: *Boletim de Economia e Política Internacional* N° 5. Brasília: IPEA.
- Reinhart C. y K. Rogoff (2009).** *This time is different*. Princeton University Press.
- Rodrik, D (2006).** “The social cost of foreign exchange reserves”, NBER Working Paper No. 11952.
- Tavares, M. C. y G. Gomes (2008).** “La CEPAL y la integración económica de América Latina”, en: *Revista de la CEPAL*, extraordinary issue.
- Titelman, D. (2006).** “La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe”, en: Ocampo, J. A. (Org.). *Cooperación financiera regional*. Santiago de Chile: ECLAC.
- Schularick, Moritz y Taylor, Alan M. (2012).** *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008*. *American Economic Review*.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2007).** *Trade and Development Report: Regional Cooperation for Development*. Nueva York y Ginebra: UNCTAD.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2011).** *Regional Monetary Cooperation and Growth-Enhancing Policies: The New Challenges for Latin America and the Caribbean*. Nueva York y Ginebra: UNCTAD.
- Vaillant, M. (2007).** “Convergencias y divergencias en la integración sudamericana”, en: *Serie Comercio Internacional* N° 83. Santiago de Chile: ECLAC.

Coordinación de políticas para la eliminación de la tendencia al auto seguro en Latinoamérica¹

Paula Cobas² y Flavia Rovira³

Junio, 2014

1. Este documento fue financiado por Pérez Guerrero Trust Fund/Red Mercosur.

2. Centro de Investigaciones Económicas (CINVE). Correo electrónico: pcobas@cinve.org.uy.

3. Centro de Investigaciones Económicas (CINVE). Correo electrónico: frovira@cinve.org.uy.

Resumen

La coordinación de políticas macroeconómicas a nivel regional ha sido frecuentemente analizada desde la óptica de teoría de juegos, planteados como interacciones entre dos países o grupos de países que comparten características similares, sin considerar posibles retroalimentaciones derivadas de efectos heterogéneos en la interacción bilateral entre los países de la región. El presente trabajo plantea un enfoque alternativo que se basa en la consideración de efectos complementarios heterogéneos. En base al análisis de redes sociales propuesto por Ballester *et al.* (2006), se identifica la existencia de impactos directos e indirectos que se dan en redes regionales complejas, donde las acciones de cada país se basan en sus propias percepciones de beneficio y costo, en los incentivos directos que genera la participación de sus socios y los desincentivos generados por los esfuerzos globales de todos los países de la región. De esta forma, dada la posición relativa de cada país en una red de vínculos bilaterales, es posible analizar soluciones de equilibrio para la coordinación de políticas. Asimismo, mediante este esquema se identifica a los actores clave de la red, de modo de alcanzar la solución óptima, la cual maximiza el esfuerzo de coordinación conjunto de todos los países participantes.

1. Introducción

En el contexto actual, en que cada vez más los países se encuentran expuestos a los vaivenes de la economía global, las interrelaciones crecientes a nivel comercial y financiero implican mayores externalidades, tanto positivas como negativas, de las decisiones políticas y económicas de cada país sobre el resto. En este sentido, cuanto mayores sean los vínculos que existen entre países, mayor será el efecto de las acciones de un país sobre el otro, menor será la capacidad de las políticas internas de cada país para contrarrestar situaciones adversas, y mayor será el beneficio de coordinar acciones entre países.

La experiencia en Latinoamérica ha mostrado que cada vez en mayor medida los *shocks* financieros que afectan inicialmente a un país de la región han impactado a través de canales comerciales, márgenes financieros o tipos de cambio en sus vecinos geográficos, lo que se ha interpretado como síntoma de emergencia de una dimensión subregional a partir de la integración comercial y la globalización financiera (Stuard, 2002). En este contexto, la estabilidad macroeconómica nacional toma el carácter de bien público regional, validando la necesidad de coordinación entre las economías regionales (Escaith, 2004). Sin embargo, muchos estudios han coincidido en que a pesar del surgimiento de iniciativas de coordinación, la cooperación efectiva aún está lejos de ser la óptima (Escaith, 2004; Machinea y Rozenwurcel, 2006; Rozenwurcel y Rozemberg, 2012; entre otros).

La última crisis que afectó a la región y la posterior recuperación en la última década, gracias a un contexto internacional altamente favorable para la región, con altos precios de los *commodities* y bajas tasas de interés, ha permitido a las economías de América Latina y el Caribe tomar acciones para disminuir su vulnerabilidad macroeconómica, pero lo han hecho en forma unilateral. En particular se observa en los últimos años un incremento significativo de los activos de reserva acumulados por gran parte de los países, un manejo macroeconómico prudente y cuentas fiscales sostenibles. La región no ha sido un caso aislado en este sentido, sino que esta estrategia ha sido empleada en otras zonas, particularmente Asia⁴.

La estrategia de acumulación de reservas responde al interés en reducir la vulnerabilidad externa, la fragilidad financiera, la volatilidad cambiaria y su efecto en la competitividad (evitando apreciaciones espurias). Además las reservas son un mecanismo de liquidez sin condicionalidades y disponible en forma inmediata. El auto seguro sin embargo presenta inconvenientes tales como costos de esterilización por los impactos monetarios y bajos retornos de las reservas en términos relativos a otras fuentes (costo de oportunidad de mantener las reservas).

4. Ver por ejemplo Aizenman (2011), Eichengreen (2006).

La alternativa a la acumulación de reservas como estrategia de auto-seguro mediante mecanismos de *coordinación* ha sido implementada con relativo éxito en los países de la región. El caso paradigmático del Fondo Latinoamericano de Reservas (con participación fundamentalmente de los países andinos) ha mostrado que a pesar del contagio financiero en la crisis de deuda de los ochenta, o luego de los coletazos de la crisis asiática a fines de los noventa, todos los miembros de una región pueden beneficiarse de la oferta de financiamiento de liquidez de las instituciones regionales.

No obstante, continúan siendo pocos los países que han decidido participar de esta iniciativa, y generalmente los socios se caracterizan por su tamaño relativamente pequeño. Esto responde a que existen costos asociados a participar de estos fondos, ya sea en términos de renunciar a recursos líquidos o por la pérdida de autonomía en las políticas macroeconómicas. Por otro lado, también existen beneficios como la mayor integración, mejores acuerdos institucionales que permitan el desarrollo conjunto de proyectos productivos, comerciales o de infraestructura de fuerte impacto. En este trabajo se toman estos efectos como incentivos que complementan las acciones de cooperación entre países vecinos. En particular, la disminución de la Inversión Extranjera Directa (IED) en los países de la región luego de la crisis financiera internacional de 2008 hace prever una disminución de financiamiento privado en la infraestructura en la región (Perrotti y Sánchez, 2011), lo que generaría más incentivos a los países para utilizar fondos líquidos en proyectos de este tipo, en particular en proyectos regionales que tengan un alto impacto en el comercio y la integración.

La coordinación de políticas ha sido frecuentemente analizada desde la óptica de teoría de juegos para la provisión de un bien público regional. En ese marco, los enfoques de abordaje habituales de la literatura sobre coordinación macroeconómica se han centrado en la existencia de comportamientos de tipo *free riding* y soluciones de equilibrio no cooperativas de acuerdo al esquema de “dilema del prisionero”. En estos análisis, los juegos son planteados como interacciones entre dos países o grupos de países que comparten características similares, sin considerar posibles retroalimentaciones derivadas de efectos heterogéneos en la interacción bilateral entre los países de la región.

El presente trabajo plantea un enfoque alternativo, que complementa la aproximación tradicional al problema señalado regularmente en la literatura económica. El enfoque propuesto se basa en la consideración de efectos complementarios heterogéneos. En base al análisis de redes sociales realizado por Ballester *et al.* (2006), se identifica la existencia de impactos directos e indirectos que se dan en redes regionales más o menos complejas, donde las acciones de cada país se basan en sus propias percepciones de beneficio y costo, en los incentivos directos que genera la participación de sus socios y los desincentivos generados por los esfuerzos globales

de todos los países de la región. De esta forma, dada la posición relativa de cada país en una red de vínculos bilaterales, es posible analizar soluciones de equilibrio para la coordinación de políticas. Asimismo, mediante este esquema se identifica a los actores clave de la red, de modo de alcanzar la solución óptima, la cual maximiza el esfuerzo de coordinación conjunto de todos los países participantes.

El trabajo se presenta de la siguiente forma. En la siguiente sección se define el problema de la coordinación macroeconómica desde la perspectiva de bien público. En la sección 3 se realiza una breve revisión de la evolución macroeconómica de los países considerados en el estudio. En la cuarta sección se analizan las limitaciones del abordaje tradicional a través de un enfoque de teoría de juegos, y se describen algunos cambios introducidos en el presente estudio. La sección 5 presenta el modelo teórico de redes. La aplicación del modelo a situaciones concretas de coordinación regional se muestra en la sección 6. La solución óptima al juego propuesto se plantea en la sección 7. Finalmente se realizan algunas reflexiones sobre los resultados, y las implicaciones de política obtenidas.

2. La coordinación macroeconómica

El objetivo de la coordinación macroeconómica es optimizar el bienestar de los países que intervienen en la coordinación, evitando situaciones no cooperativas que determinan menores niveles de bienestar. Si las decisiones de política ejecutadas unilateralmente por cada país generan efectos sobre otros países, la actuación no cooperativa determinará situaciones pareto-inferiores a las que se alcanzarían actuando de manera cooperativa.

Los instrumentos de coordinación abarcan desde intercambio de datos e información hasta supeditación de decisiones de política a instituciones regionales, pasando por manejo conjunto de variables macro-financieras, o la adopción de medidas concretas, como ser la conformación de fondos de estabilización o *pools* de reservas. Estos instrumentos responden a diferentes demandas de coordinación, las cuales se vinculan al grado de interdependencia de las economías y el consiguiente grado de derrames macroeconómicos. La interdependencia puede explicarse en función de su integración comercial, de la cercanía, de flujos de factores productivos o movimiento de capitales.

La coordinación macroeconómica constituye un bien público. En primer lugar, los beneficios para cada país participante no disminuyen frente a la inclusión de nuevos países en el acuerdo, resultando por tanto un bien no rival. A su vez, es imposible limitar los beneficios de la coordinación macroeconómica únicamente a los países participantes, ya que existen derrames sobre países vinculados, sin que estos últimos asuman el costo de coordinar. De esta forma, la coordinación macroeconómica se convierte en un bien no excluible, al menos no completamente⁵. Estas características de bien público determinan la existencia de externalidades, incentivos a comportamientos de *free riding* (estrategias sustitutivas), y también de estrategias complementarias.

Por ejemplo, la coordinación de políticas macroeconómicas con el objetivo de lograr estabilidad en la región depende de la contribución de cada país a la estabilidad. Los esfuerzos realizados individualmente generan derrames positivos sobre el conjunto de países, y determinan el nivel general de estabilidad de la región, generando acciones complementarias: la mejor situación se alcanza cuando todos los países coordinan y se logra un equilibrio cooperativo. Por otro lado, la posibilidad de tomar medidas unilaterales que provoquen inestabilidad en un país de la región generará un impacto negativo sobre el conjunto de países, generando incentivos a reducir el esfuerzo de coordinación de cada uno de los países. Evitar situaciones de

5. En base a Samuelson (1954). En Rozenwurcel, G. y Rozemberg, R. (2012) se refiere a un bien parcialmente excluible como “bien público regional impuro”.

“dilema del prisionero” implica encontrar mecanismos de incentivos que aseguren la cooperación de los participantes.

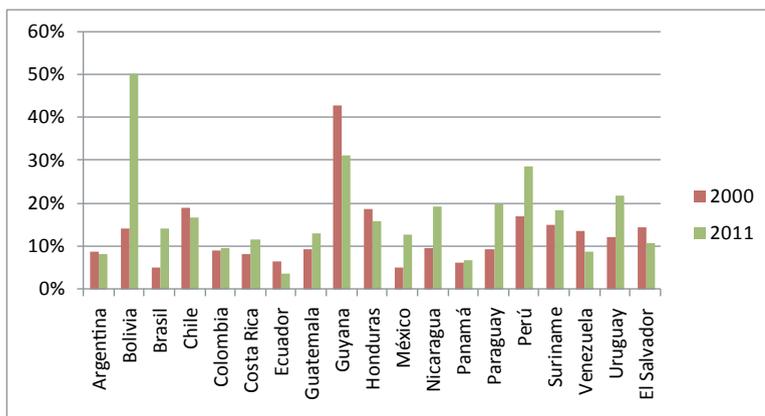
A la hora de evaluar el limitado alcance de los mecanismos de coordinación macroeconómica existentes en la región, es preciso analizar estos incentivos y su funcionamiento en la región, de modo de evaluar alternativas para incrementar el grado de coordinación.

3. Evolución reciente de las economías de Latinoamérica y el Caribe

La región de América Latina y el Caribe ha estado marcada históricamente por una gran volatilidad y vulnerabilidad externa. La baja diversificación productiva y los flujos de exportaciones concentrados principalmente en *commodities* primarios han llevado a las economías a depender de los mercados internacionales para sostener el crecimiento⁶. Esta situación se vio acentuada por los elevados niveles de endeudamiento externo que expusieron a los países a la variabilidad de los mercados financieros, y en algunos momentos a restricciones de financiamiento severas.

No obstante, a lo largo de la última década, la situación parece haberse revertido por este lado del mundo. Crecimiento sostenido por encima de los niveles potenciales, medidas macroeconómicas sostenibles, control de inflación y flexibilización de regímenes cambiarios, acompañado de crecimiento en los precios de los principales productos exportables de la región, significó una década de bonanza. La crisis financiera en Estados Unidos y Europa, conjuntamente con la creciente liquidez internacional, fortaleció la entrada de capitales hacia la región, en búsqueda de opciones de riesgo-rentabilidad convenientes.

Gráfico 1. Acumulación de Reservas Internacionales como % del PIB



Nota: Reservas internacionales, medidas en USD (incluye Oro).

Fuente: Elaboración en base a datos del Banco Mundial.

6. El primer percentil de las exportaciones de Sudamérica (52 productos) concentra el 61% de las exportaciones totales para el promedio del período 2005-2007, mientras que el primer percentil de las exportaciones mundiales alcanza el 36% (Rovira y Vaillant, 2013).

El flujo creciente de recursos hacia América Latina y el Caribe, debido tanto al incremento de divisas por exportaciones como a la entrada de inversión extranjera directa e inversión de cartera, permitió financiar incrementos de gasto público, inversión pública, repago de deuda externa, y una significativa acumulación de reservas.

Como se observa en este gráfico, países como Argentina, Bolivia, Brasil, Costa Rica, México, Nicaragua, Perú, Paraguay y Uruguay, al menos duplicaron su nivel de reservas acumuladas como porcentaje del PIB, en el período 2000–2011.

La restricción financiera habitual que había caracterizado a la región parece haber desaparecido durante estos años, si bien es preciso observar que muy lentamente se está verificando una recomposición de los mercados financieros internacionales, y por consiguiente, nuevas opciones de rentabilidad para los capitales internacionales.

En este contexto, las economías han procurado blindarse frente a posibles cambios en la coyuntura favorable, pero lo han hecho de forma individual. Como se observa en el Gráfico 1, los niveles de acumulación de reservas internacionales han alcanzado récords históricos. Los mecanismos de cooperación macroeconómica han permanecido con igual nivel de profundización durante este período. Cabe preguntarse entonces: ¿por qué acumular reservas en forma unilateral, en lugar de participar de iniciativas de coordinación que permitan reducir la acumulación?

La literatura económica identifica la acumulación de reservas como un mecanismo para reducir la vulnerabilidad externa frente a restricciones de financiamiento, para reducir la fragilidad del sistema financiero y la volatilidad cambiaria y sus efectos negativos sobre la competitividad. No obstante, esta práctica presenta un costo de oportunidad, que se asocia a la inmovilización de recursos en las arcas del estado, impidiendo su utilización en alternativas que ofrecen mayor rentabilidad. A su vez, implica un costo directo vinculado al costo de esterilización del impacto generado sobre el mercado monetario. Los beneficios y costos de la acumulación excesiva de reservas deberán analizarse a la luz del beneficio de alternativas a esta práctica⁷.

Como fue señalado, la coordinación macroeconómica puede alcanzar diferentes dimensiones. ¿Es posible pensar un mecanismo de coordinación entre países que permita alcanzar mayores beneficios que la acumulación de reservas? Para esto, el mecanismo debería proveer al menos las mismas prestaciones con igual o menor costo. En este sentido, la conformación de un *pool* regional de reservas constituye una alternativa viable, al poner a disposición de los países un fondo más amplio de recursos de rápido acceso. Un fondo de estas características podría acceder a mejores opciones

7. Aizenman y Lee (2007), Aizenman (2011), Calvo y Reinhart (2002).

de rentabilidad que las reservas acumuladas por cada país en forma unilateral, reduciendo por tanto el costo de oportunidad de inmovilizar recursos.

La situación actual de las economías latinoamericanas se presenta como un momento altamente favorable para la implementación de medidas coordinadas que permitan reducir la vulnerabilidad externa de forma eficiente. La disminución de las presiones inflacionarias y el equilibrio de las cuentas fiscales, junto con una acumulación significativa de activos de reserva, aseguran las condiciones necesarias para avanzar en coordinación macroeconómica. Asimismo, el éxito de la coordinación en otras áreas debería actuar como impulsor de acuerdos, tales como los progresos en términos de integración comercial, la cooperación institucional y la profundización de organismos supranacionales.

El éxito de la Iniciativa para la Integración de la Infraestructura Regional Suramericana (IIRSA) es un claro ejemplo de los esfuerzos realizados en otras áreas de la cooperación. El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), por su parte, si bien ha dado respuesta exitosamente a las necesidades de sus socios, no se ha traducido aún en una iniciativa de alcance regional, sino que sólo algunos países han decidido participar, en particular los países más pequeños.

4. La importancia de las redes

Con el objetivo de analizar las limitaciones del enfoque tradicional de los incentivos a la coordinación, se presenta a continuación una aplicación específica de coordinación macroeconómica, a saber la conformación de un *pool* regional de reservas internacionales, con fines de estabilización macroeconómica.

El análisis tradicional identifica la relación entre dos grupos de países, y se analizan las soluciones de equilibrio de acuerdo a los beneficios obtenidos en cada situación posible de interacción entre ambos jugadores. De acuerdo a este análisis, los países pequeños, con bajos niveles de reservas acumuladas y elevada volatilidad de las mismas, tienen incentivos en participar de fondos conjuntos, debido a la posibilidad de acceder a un *pool* de recursos mayor al propio, y que a su vez presenta menor volatilidad, bajo el supuesto de que las economías participantes no son perfectamente simétricas en cuanto a sus *shocks* externos. En tanto, la utilidad marginal de participar en un fondo sería menor, e incluso negativa, en el caso de las economías grandes, con altos niveles de acumulación de reservas propias y menor volatilidad⁸.

Por un lado, independientemente del tipo de país, tomar la acción de participar en el *pool* implica un costo asociado a la pérdida de autonomía en las decisiones de política monetaria y fiscal, y a su vez, cada país incurre en costos de transacción, por lo cual deberá obtener un beneficio positivo para tomar la acción de participar.

Por otro lado, los beneficios que obtiene cada grupo de países dependerán de su propia acción (participar o no participar) al igual que de la acción tomada por otros participantes. El efecto de la acción de un país o grupo de países sobre otros depende únicamente de la condición que caracteriza a dicho grupo (grandes o pequeños en este ejemplo), siendo homogéneo al interior del grupo. En este contexto, en un esquema de dos grupos de países, grandes y pequeños, los beneficios recibidos por cada jugador podrían describirse de acuerdo a la siguiente matriz de pagos.

Cuadro 1. Matriz de pagos

		Países Pequeños	
		Participar	No participar
Países Grandes	Participar	G1, P1	G2, P2
	No participar	G3, P3	G4, P4

8. Ejemplo tomado de Rozenwurcel y Rozemberg (2012).

Siendo G_1, P_1 los retornos que obtienen las economías grandes y pequeñas, relativamente, cuando ambas participan del fondo, en tanto G_4 y P_4 representa el retorno cuando ninguno de los dos grupos de países decide participar. En el caso de que las economías grandes participen y las pequeñas no, el retorno será G_2, P_2 respectivamente, y el caso inverso reportará retornos G_3, P_3 . La definición de los retornos en cada posible caso determinará el equilibrio del juego, y el consiguiente grado de cooperación regional.

Rozenwurcel y Rozemberg (2012) plantean que bajo un esquema de baja restricción al financiamiento externo para todos los países, es esperable que los beneficios que aporta participar del fondo disminuyan respecto del costo de oportunidad que representa inmovilizar reservas en forma similar para todos los participantes, y el único equilibrio de Nash⁹ que resulta de este juego es una situación de no cooperación de ambos grupos.

Incluso ante un caso en el que existan restricciones de financiamiento internacional, que perjudicarían más a los países más pequeños, el único equilibrio donde ningún grupo de países tiene incentivo a desviarse lo constituye la solución no cooperativa de ambos grupos de países. En estos casos, es esperable que surjan iniciativas de coordinación entre países pequeños, que obtienen beneficios de formar un fondo común para incrementar su cobertura frente a vulnerabilidades externas, pero en ningún caso los países grandes encuentran en la coordinación una estrategia óptima.

Cabe señalar que en este marco de análisis, alcanzar el equilibrio de Nash cooperativo parece posible sólo si los países grandes logran obtener un beneficio positivo por participar en una iniciativa de cooperación, lo cual podría alcanzarse mediante transferencias de beneficios de países pequeños a países grandes. Aplicado al caso de Latinoamérica, se deduce que la principal explicación a la escasa profundización de los mecanismos de cooperación se deriva de la inexistencia de incentivos a participar de las economías grandes de la región, caracterizadas por su tamaño y capacidad de autoasegurarse en términos de reservas, en forma independiente de vínculos específicos con otros países. La no participación de las economías grandes disminuye los beneficios potenciales para todos los países en forma homogénea, disminuyendo por tanto el incentivo de los países pequeños.

La principal limitación de este enfoque es que la dependencia de los resultados individuales respecto al comportamiento de un grupo de países, denominado “efecto de pares”, corresponde únicamente a la influencia promedio del grupo sobre cada in-

9. El equilibrio de Nash consiste en un perfil de acciones en el cual cada jugador está jugando su mejor estrategia frente a la estrategia adoptada por el otro jugador, y por tanto no resulta beneficioso desviarse de esta estrategia (Osborne y Rubinstein, 1994).

dividuo, siendo ésta homogénea para todos los individuos. Esta es una simplificación significativa de la realidad. Un análisis más profundo debe reconocer que las externalidades generadas por la acción de los países son heterogéneas, y varían de acuerdo a múltiples factores. En este sentido, los efectos diferenciales que un país puede tener sobre otros países de la región puede depender de los vínculos comerciales, del grado de integración financiera, de su cercanía, entre otros.

Con el objetivo de considerar esta heterogeneidad de efectos, y el consiguiente impacto sobre la utilidad marginal de sus pares, es necesario incorporar al análisis de incentivos las conexiones a nivel de cada par de países integrantes, entendiéndose que los países de América Latina y el Caribe constituyen una red compleja, y que la posición relativa de cada país en la red es determinante para definir si toma acciones de coordinación conjunta. De acuerdo a esta hipótesis, los beneficios esperados de tomar acciones de coordinación se encuentran vinculados a la acción de los otros países ponderados por la ubicación relativa del país que toma la acción, respecto a la acción de cada uno de los otros países.

En este sentido, sobre la base del análisis tradicional, en el cual los países derivan incentivos a participar en función del efecto agregado del conjunto de países considerado, es posible agregar un elemento adicional, asociado a la existencia de vínculos específicos entre países. Estas conexiones específicas pueden deberse a que comparten una frontera, a ser socios comerciales, a la simetría de los *shocks* externos que los afectan, o a que comparten intereses comunes sobre la realización de proyectos de alto impacto económico.

De esta forma, siguiendo el modelo teórico introducido por Ballester *et al.* (2006), podemos plantear que los incentivos cruzados para tomar acciones de cooperación macroeconómica se pueden categorizar de acuerdo a tres tipologías: los efectos idiosincráticos, los efectos globales de la interacción y los efectos locales de la interacción¹⁰.

Los efectos idiosincráticos generan concavidad en la función de utilidad respecto al esfuerzo propio. Los efectos globales de interacción refieren al efecto del grupo de países que toma la acción, siendo homogéneos para todos los individuos participantes, es decir que capturan comportamientos que son estratégicamente sustitutos en el esfuerzo.

Por ejemplo, mayor esfuerzo de coordinación de un país implica mayor grado general de coordinación en la región, y por tanto, disminuye el incentivo a incrementar el esfuerzo de cada país individual.

10. En la literatura empírica se han encontrado aplicaciones de estos modelos a redes de criminalidad, aprendizaje educativo (Calvo-Armengol *et al.*, 2009; Liu *et al.*, 2012). No se han encontrado aplicaciones a juegos de coordinación macroeconómica.

Finalmente, los efectos locales capturan la existencia de comportamientos estratégicamente complementarios en el esfuerzo realizado por cada dupla de países. Por ejemplo, si un país incrementa su esfuerzo de coordinación macroeconómica, esta decisión podrá generar incentivos a incrementar el esfuerzo de coordinación que realiza un país vecino o con conexiones específicas con aquel. En cambio, el efecto sobre los incentivos para un país no conectado directamente, aunque sí a través de un tercer país, será menor. Y en caso de no existir ningún vínculo directo o indirecto entre ambos países, las decisiones de uno de incrementar su nivel de esfuerzo serán indiferentes para el nivel de esfuerzo óptimo del otro.

Es este último efecto local que puede ser incorporado por la consideración de redes. El hecho de que existan efectos locales de la interacción, que inciden sobre los incentivos en forma heterogénea, se traduce en incentivos dependientes de dichos efectos, y por tanto altera los equilibrios del juego tradicional analizado en la sección previa.

En las siguientes secciones, se busca aportar al debate sobre estrategias para la coordinación macroeconómica, haciéndose énfasis en la relevancia de las redes para explicar los incentivos a las acciones de coordinación. En particular, se analiza el caso de incentivos a coordinar que permitan un uso eficiente de los recursos acumulados, renunciando a la estrategia de auto-seguro verificada en la gran mayoría de los países de la región. El análisis se aplica a un caso concreto de coordinación: la participación en un fondo de reservas conjunto o *pool* de reservas.

En este escenario, la acción de participar requiere un esfuerzo, asociado a la pérdida de autonomía en la política monetaria-cambiaría y a la existencia de costos de transacción debido a los arreglos institucionales necesarios para la coordinación o la profundización de los ya existentes.

A su vez, existe un efecto global de sustitución, derivado del hecho de que cada aporte adicional al fondo aumenta los recursos disponibles en éste y disminuye la volatilidad del mismo, haciendo que el beneficio marginal de incrementar la participación sea decreciente en el tamaño del fondo, y generando por tanto incentivos a disminuir el grado de esfuerzo individual¹¹.

El efecto de la interacción local viene dado por vínculos entre pares de países, y en este caso refleja el incentivo adicional que puede enfrentar un país para participar del fondo, cuando su vecino lo hace. En este sentido, cuando un país decide asumir el costo de participar en un fondo de reservas conjunto o aumentar su esfuerzo en una

11. Alternativamente, el efecto sustitución global puede reflejar el hecho de que cuanto mayor el esfuerzo de todos los demás países, aumenta la probabilidad de que ante un *shock* se pueda recurrir al fondo, aun con porcentajes bajos de participación individual.

unidad, todos los países que se encuentran vinculados con él se verán incentivados a participar del fondo.

Una posible explicación para este efecto puede ser la existencia de vínculos geográficos y participación en proyectos de impacto binacional. Por ejemplo, cuando un país decide participar en un fondo de reservas conjunto, por el cual obtiene rendimientos superiores a los rendimientos de las reservas propias¹², se reduce la “prima del seguro” que debe pagar, liberando recursos. Dichos recursos pueden tener múltiples destinos, uno de ellos puede ser la inversión en infraestructura regional, lo cual resulta sumamente consistente con las necesidades que presenta actualmente la región. Estos proyectos de infraestructura binacionales o plurinacionales requieren de la existencia de recursos disponibles en todos los países participantes del proyecto para concretarse. Por tanto, si un país decide participar de un fondo de reservas conjunto, que implica mayor disponibilidad de recursos con destino a obras de infraestructura regional, es de esperar que aumente el incentivo de los países limítrofes a participar del fondo, de modo de poder liberar también recursos para la concreción de obras de infraestructura con el país limítrofe. En este caso, las conexiones locales que afectan los incentivos están determinadas por las fronteras de cada país.

Otra explicación posible para la existencia de efectos locales de interacción se deriva de los vínculos comerciales entre países. La participación de un país en un fondo de estabilización disminuye el riesgo de enfrentar variaciones no deseadas en la tasa de cambio de su moneda. Esta situación afecta en mayor grado a sus socios comerciales, y es de esperar que el efecto varíe con el grado de integración comercial entre ambos. Al reducirse la posibilidad de enfrentar *shocks* cambiarios significativos, se reduce el valor relativo de la autonomía de la política cambiaria frente a la posibilidad de colocar mis activos en opciones más rentables, haciendo más atractivo participar del fondo. La participación de socios comerciales en el *pool* asegurará mayor estabilidad a ambas economías, incentivando una mayor integración comercial.

12. Esta afirmación se deriva del hecho de que las reservas internacionales acumuladas por los países presentan bajo rendimiento, en tanto que fondos conjuntos pueden acceder a mejores opciones de rentabilidad derivadas del tamaño de los recursos que manejan, y de la mayor estabilidad de los mismos.

5. Un modelo de redes y determinación de actores clave

Siguiendo a Ballester *et al.* (2006), se propone un modelo teórico de coordinación en el que las decisiones de participación en un *pool* de reservas queda determinada por la interacción simultánea de las decisiones de todos los países de la región. Los países deciden en forma no cooperativa su esfuerzo, pero introduciendo a su función de maximización de utilidades los niveles de esfuerzo óptimos elegidos por los países vecinos dentro de una red de interdependencias. En nuestro juego, la interdependencia de los pagos (beneficios) de la red se limita a los vecinos directos. Pero, debido a que los países vecinos toman decisiones estratégicas considerando las decisiones de sus propios vecinos, esta interdependencia en los pagos locales se extiende por toda la red, y retroalimenta las propias decisiones.

El modelo elegido permite captar las externalidades globales y locales dado un patrón general de interdependencias.

Los autores muestran que cuando la magnitud relativa de las externalidades globales y locales de la descomposición de efectos cruzados se escala adecuadamente¹³, el juego de redes tiene un único equilibrio interior de Nash proporcional a la medida de centralidad de Bonacich¹⁴. Esto implicaría que en el equilibrio, las decisiones individuales consideran todos los encadenamientos existentes en la red derivados de cada jugador. El esfuerzo óptimo por lo tanto, será condicional a la posición de cada país dentro de la red.

El modelo supone la existencia de una población finita y una función de utilidad interdependiente lineal-cuadrática (lineal en los beneficios individuales y cuadrática en el costo y en el efecto cruzado de acciones). Llamando x_i al esfuerzo individual derivado de la participación en el fondo conjunto, siendo $x_i \geq 0$, la función de pagos para el país i sería:

$$u_i(x_1, \dots, x_n) = \alpha_i x_i + \frac{1}{2} \sigma_{ii} x_i^2 + \sum_{j \neq i} \sigma_{ij} x_i x_j \quad (1)$$

α se puede interpretar como el impacto directo en la utilidad del país i de su es-

13. Esto, como se verá más adelante, significa que exista la inversa de la matriz de adyacencia, lo cual dependerá de los parámetros, los que en definitiva deberían incorporar las externalidades de la red.

14. En algunos casos se referencia a este indicador como Katz-Bonacich, debido a que esta medida de centralidad fue introducida por Katz (1953) y modificada posteriormente por Bonacich (1987). Esta medida en resumen cuenta el número de todos los caminos que tienen origen en un nodo i de la red, ponderando por un factor de descuento que cae exponencialmente a medida que los vínculos son más indirectos

fuerzo por coordinar. Siendo el esfuerzo la participación en un *pool* de reservas, el coeficiente de impacto sobre la utilidad podría ser por ejemplo la rentabilidad relativa de destinar las reservas a un fondo de mayor rentabilidad, o los beneficios derivados de liberar recursos para otras actividades productivas como la construcción de proyectos de infraestructura, en lugar de mantenerlas como activos de baja rentabilidad.

La función de pagos es cóncava en el propio esfuerzo, es decir que la derivada segunda respecto al esfuerzo (parámetro de costos individuales) $\sigma_{ii} < 0$, lo que asegura que la mejor estrategia no sea aportar infinitamente al fondo.

En el ejemplo que nos interesa para esta discusión (coordinación para la disminución de auto-seguro) podría pensarse que un mayor esfuerzo implicaría renunciar a los beneficios asociados habitualmente con la acumulación de reservas: menor volatilidad cambiaria, efectos sobre la competitividad, menor discrecionalidad en las políticas, etc.

Suponer tanto α_i como σ_{ii} iguales para todos los países es una simplificación, ya que indudablemente el efecto tamaño, prestigio en el mercado internacional, etc., hacen que la resignación a las reservas sea más o menos costosa, y que su uso en proyectos productivos tenga mayor o menor impacto. Este supuesto implica que, excepto por los efectos bilaterales, cada jugador obtiene la misma utilidad por igual esfuerzo¹⁵. De acuerdo a Ballester *et al.* (2006)¹⁶, la introducción de diferencias en los beneficios marginales directos (α_i) para diferentes actores no modifica sustancialmente las conclusiones.

El efecto cruzado de los esfuerzos de cada país j sobre la utilidad del país i se captura por la derivada segunda respecto a las acciones conjuntas:

$$\frac{\partial^2 u_i}{\partial x_i \partial x_j} = \sigma_{ij} \quad (2)$$

σ_{ij} puede tomar signo positivo o negativo. En el primer caso, ante un esfuerzo adicional de j la mejor respuesta de i es aumentar su esfuerzo para incrementar su utilidad (implicaría complementariedad estratégica desde el punto de vista de i) y lo contrario cuando es negativo (sustituibilidad estratégica del esfuerzo).

15. Esta situación representa una variación respecto al juego tradicional presentado en la sección anterior, en el cual existen beneficios y costos diferenciales por ejemplo para países pequeños y grandes.

16. En particular en los "Remarks" 1 y 2 de su trabajo.

Ballester *et al.* (2006) descomponen la matriz $\Sigma=[\sigma_{ij}]$ en tres componentes para dar cuenta de los varios efectos que se producen en la interacción de este juego¹⁷. Es decir:

$$\Sigma=-\beta I-\gamma U+\lambda G \quad (3)$$

Donde:

β es un parámetro positivo

γ se define como $-\min\{\underline{\sigma},0\}$ siendo $\underline{\sigma}$ el menor de los efectos cruzados σ_{ij} . Este parámetro es positivo cuando los esfuerzos entre países i y j son sustitutos.

$\lambda=\bar{\sigma}+\gamma$, o la diferencia entre el mayor y el menor efecto cruzado entre los esfuerzos de los países.

El primer término de la ecuación (3) corresponde al efecto “idiosincrático” y recoge la idea de concavidad de la función de pagos del país en función de su propio esfuerzo (I es la matriz identidad).

El segundo término de la ecuación (3) recoge el efecto de interacción global uniforme entre las acciones de todos los países y da cuenta del efecto sustitución entre los esfuerzos (U es una matriz cuadrada unitaria). Conceptualmente, el efecto de interacción global es uniforme entre todos los países y refleja la sustituibilidad estratégica de los esfuerzos entre todas las duplas. En el caso del juego de coordinación que se está planteando, esto significa que en términos globales, el mayor esfuerzo del resto de los países (mayor reducción de reservas de auto seguro) tendrá un efecto negativo en el propio esfuerzo de un país, ya que la mayor dimensión del fondo en términos relativos al propio auto seguro haría previsible que el país pueda acceder a un rescate financiero aun realizando un esfuerzo menor. Como se verá, este término afectará el esfuerzo global en la solución, pero no impacta en los esfuerzos relativos individuales.

El último término da cuenta del efecto local de complementariedad estratégica entre las acciones de aquellos países que tienen vínculos directos con el país i , siendo G una matriz no negativa de adyacencia de la red \mathbf{g} .

Los elementos que componen la red \mathbf{g} representan la complementariedad relativa de cada dupla de países respecto al valor máximo o mínimo observado¹⁸. Es decir:

$$g_{ij}=\frac{(\sigma_{ij}+\gamma)}{\lambda} \text{ si } i \neq j; g_{ii}=0$$

El efecto de interacción local captura aquellos canales por los cuales una estrategia de mayor esfuerzo de un país vecino¹⁹ incentiva a un mayor esfuerzo en el propio

17. En el Anexo 1 se muestra la relación entre $\Sigma=(\sigma_{ij})$ y su expresión aditiva, así como la relación entre los parámetros.

18. Cuando las conexiones entre países no están ponderadas $\sigma_{ij}=0$ o $\sigma_{ij}=1$, g_{ij} toma esos mismos valores.

19. La cercanía no necesariamente hace referencia a un concepto geográfico, sino a adyacencia en una red de interconexiones.

país (si el primero disminuye sus reservas de auto seguro la mejor estrategia desde el punto de vista de la función de pagos es disminuir mis propias reservas).

En la ecuación (4) se replantea la ecuación (1) considerando la aditividad en la matriz de influencias bilaterales, para reflejar el rol de las interacciones estratégicas de los jugadores en la función de pagos del jugador i .

$$u_i(x_1, \dots, x_n) = \alpha x_i - 1/2 (\beta - \gamma) x_i^2 - \gamma \sum_{j=1}^n x_i x_j + \lambda \sum_{j=1}^n g_{ij} x_i x_j \quad (4)$$

Para encontrar el equilibrio de este juego, Ballester *et al.* (2006) recurren a la similitud entre el juego planteado como la matriz Σ en (3), y la medida de centralidad de redes de Bonacich²⁰. Si se define una matriz G , cuyos elementos g_{ij} miden el peso dado a los vínculos *directos* entre dos nodos, y G^k , es la potencia k de la matriz, que cuenta las conexiones *indirectas* en la red, entonces dado un escalar λ (factor de descuento) suficientemente bajo, el vector de centralidad de Bonacich es:

$$b(g, \lambda) = [I - \lambda G]^{-1} * \mathbf{1}$$

donde $\mathbf{1}$ es un vector de unos.

Si se aplica esta medida al juego planteado, siempre que se cumpla la condición de no singularidad de la matriz $(\beta I - \lambda G)$, es decir que $\lambda/\beta = \lambda$ sea suficientemente pequeña, existe un equilibrio en el juego y coincide con el equilibrio de Nash²¹. La solución de este juego se puede representar como:

$$x = \frac{\alpha}{\beta + \gamma b(g, \lambda)} b(g, \lambda) \quad (5)$$

Donde x es el vector de soluciones de equilibrio, que en este caso representa el esfuerzo en términos de reducción de reservas de auto seguro, y es proporcional al vector de centralidades de Bonacich $b(g, \lambda)$. El coeficiente que escala a este vector se supone fijo y depende positivamente del impacto directo en la utilidad de un esfuerzo adicional (α), y negativamente del factor idiosincrático de concavidad en la función de utilidad (β), del efecto de sustitución estratégica asociado a las acciones del resto de los actores de la red (γ) y de la suma de los coeficientes de centralidad Bonacich ($b(g, \lambda)$).

En un segundo paso, los autores proponen una medida de centralidad que a diferencia de las de Bonacich (que se derivan de consideraciones individuales estratégicas) toma en cuenta preocupaciones de optimalidad colectiva. La centralidad de Bonacich no puede internalizar todas las externalidades sobre la función de pagos

20. En el Anexo 2 se explica conceptualmente esta relación, y se presentan algunas derivaciones matemáticas para llegar a este resultado a partir del juego $\Gamma(\alpha, \Sigma)$

21. La demostración de esta afirmación puede encontrarse en Ballester *et al.* (2006).

que los agentes ejercen entre ellos, y proponen una medida que sí lo toma en cuenta: “intercentralidad”.

Es decir, el vector presentado en la ecuación (5) muestra las soluciones de equilibrio individuales, tomando en cuenta la posición en la red de los países, y los efectos bilaterales complementarios indirectos. Ballester *et al.* (2006) plantean a partir del mismo juego, la posibilidad de que un planificador busque maximizar el resultado grupal identificando al jugador clave dentro de la red: aquél que si se saca del juego (no coordina en este caso) tiene un efecto mayor sobre los resultados globales de coordinación.

Es decir, la intercentralidad es la solución al problema de optimización: $-\max_i X_g - X_{g-i}$, donde g y g^i representan a la red con todos los jugadores y eliminando al jugador i , respectivamente.

Ballester *et al.* (2006) muestran que en juego con utilidad cuadrática como el que se supone acá, en el que la utilidad de i depende, a través de la complementariedad estratégica, de los niveles de esfuerzo de otros agentes en la red, la solución al problema anterior se obtiene encontrando el individuo con mayor intercentralidad, definida ésta como:

$$c_i(g, \lambda) = \frac{b_i(g, \lambda)^2}{m_{ii}(g, \lambda)} \quad (6)$$

El jugador clave entonces se define como aquel i^* : $\min\{x(\Sigma^{-1}) \mid i=1, \dots, n\}$ que tiene la mayor intercentralidad para el parámetro de descuento λ en la red g . Es decir que sacar a i^* de la red tiene el mayor impacto global en el nivel de equilibrio agregado (dados todos los demás parámetros de la ecuación de utilidad constante).

6. Construcción de las matrices de adyacencia G para el caso de estudio

La matriz G es de fundamental importancia para este modelo, ya que sirve de base para representar la complementariedad relativa de los esfuerzos entre diferentes pares de jugadores (λG) en la ecuación de influencias bilaterales. Esta matriz permite mantener el registro de las conexiones directas de la red. En el caso hipotético de una red formada por la matriz de adyacencia siguiente, y suponiendo que cada uno de los n nodos corresponde a un país:

$$\begin{pmatrix} 0 & g_{12} & \dots & g_{1n} \\ \vdots & 0 & \dots & \vdots \\ g_{i1} & g_{i2} & g_{ij} & 0 \\ g_{n1} & 0 & \dots & 0 \end{pmatrix}$$

la red así formada tendría las siguientes características: el país 1 cuyos vínculos se presentan en la primera fila y columna tendría conexiones con los países 2, i, y n; el país i, aparte de estar conectado con el país 1, tiene conexión con los países 2 y j, pero no está conectado con el país n, y así sucesivamente. Los elementos de la diagonal son cero, significando que no hay *self loops* en esta red, es decir no hay complementariedades estratégicas cruzadas entre un país y sí mismo.

Los valores g_{ij} pueden tomar valores 1 cuando existe conexión y 0 cuando no la existe en caso de que las conexiones no sean ponderadas, o tomar distintos valores entre 0 y 1, lo que implicaría que las conexiones entre países están ponderadas por alguna variable que se resume en g_{ij} .

Asimismo, la matriz puede ser simétrica ($g_{ij}=g_{ji}$) cuando las complementariedades en las estrategias de un país sobre las estrategias del otro sean idénticas (por ejemplo iguales independientemente de que un país sea chico y otro grande, o uno esté financieramente conectado con el resto del mundo y el otro no, etc.).

Pensando en el juego de coordinación como el que fue descrito inicialmente, los elementos de la matriz G darían cuenta de aquellas conexiones que unen a un país con otros de forma tal que sean un canal para la complementariedad estratégica (por ejemplo, debido a la existencia de dichas conexiones, un mayor esfuerzo entendido como reducción de reservas para auto seguro en el país j generará incentivos para que i aumente también el esfuerzo).

Para la construcción de la red, una opción sería pensar que la existencia de frontera común pueda ser fuente de complementariedad estratégica. Es decir, si existe potencialidad para llevar a cabo obras de infraestructura binacionales por ejemplo, existe el incentivo a liberar recursos en los dos países beneficiarios.

Por lo tanto, la estrategia del país *i* de participar de un *pool* de reservas y en consecuencia liberar recursos para financiar proyectos de infraestructura regionales, llevaría al país *j* a optar por la misma estrategia.

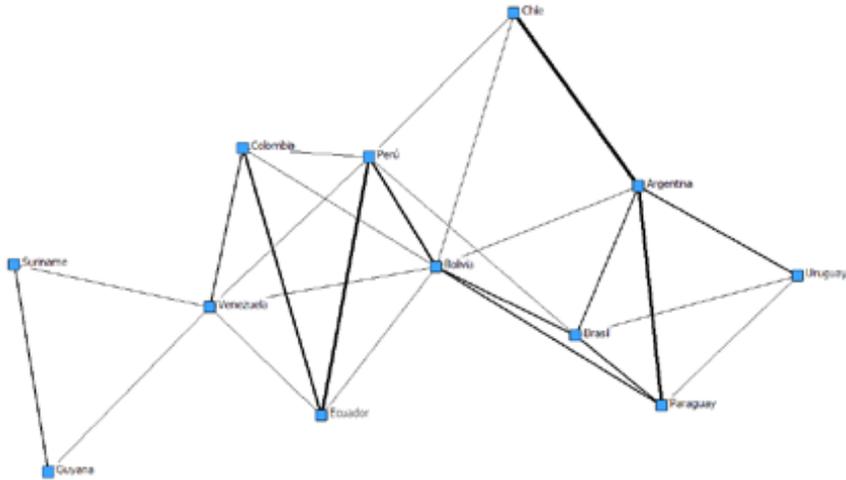
No obstante pueden existir países que aun compartiendo fronteras no tengan interés en participar de proyectos conjuntos, porque el impacto no es significativo para alguna de las dos economías. Por otro lado, pueden existir países que aun no compartiendo frontera tengan interés en participar en proyectos de infraestructura plurinacionales donde participen países limítrofes y otros que compartan frontera sólo con alguno de ellos.

En concreto, como forma de capturar estos vínculos, la red de complementariedades se construye a partir de los proyectos plurinacionales del IIRSA-COSIPLAN. Estos son proyectos de infraestructura para la integración regional, que pueden incluir carreteras, puentes, interconexiones eléctricas, etc. Los proyectos de interés son identificados por los propios países y seleccionados por una comisión supranacional debido a su impacto potencial. Por lo tanto hacen explícitos los vínculos existentes entre países para participar en proyectos conjuntos. Hasta ahora, el rol que ha cumplido IIRSA ha estado focalizado a coordinar las prioridades de los países, sin embargo el financiamiento se realiza con fondos de los estados intervinientes (recursos de rentas generales o préstamos de organismos multilaterales). Es decir, claramente los países identificados en la lista de proyectos tendrán mayores incentivos para destinar recursos para su financiamiento en la medida que el resto de los Estados socios en cada proyecto lo hagan. Para la construcción de la red se considera dentro de la lista de proyectos de IIRSA aquéllos que aún no han sido ejecutados, para reflejar en la red los incentivos actuales de los países de la región.

7. Solución óptima: equilibrio del juego en redes

En primer lugar se crea una matriz de adyacencia en la que g_{ij} refleja el número de proyectos existentes entre el país i y el país j ²², ya sea en relación a proyectos bilaterales como plurilaterales. Por ejemplo, si el país i , j y k participan de un proyecto conjunto, las relaciones en la red se computan como (g_{ij}, g_{ik}, g_{jk}) . Es decir que la matriz es simétrica, y las conexiones entre países están ponderadas por la intensidad relativa del vínculo. La red se presenta en el gráfico 1, donde se nota claramente el peso de las fronteras en los vínculos. La matriz de adyacencia que sirve de base para esta red se encuentra en el Anexo 3.

Gráfico 2. Red de relaciones bilaterales a partir de proyectos IIRSA no ejecutados



Nota: El grosor de las líneas indica la cantidad de proyectos conjuntos entre par de países. El valor más alto corresponde a la dupla Argentina–Chile, con 12 proyectos dentro de la lista COSIPLAN no ejecutados aún.

Fuente: Elaboración propia con datos de IIRSA-COSIPLAN del año 2014.

En este contexto, el juego queda definido por la decisión de los países de participar en un *pool* de reservas, que otorga beneficios directos tanto de mayor rentabilidad como mayor cobertura de riesgo frente a *shocks* externos que la acumulación de reservas propias. La mayor eficiencia de este seguro frente al propio permite la liberación de recursos previamente destinados al auto seguro, para su utilización en proyectos

22. g_{ij} se calcula como la suma de proyectos conjuntos entre cada dupla de países dividido la máxima cantidad de proyectos entre dos países cualquiera.

de infraestructura regional. La participación en este fondo implica un costo para los países, derivado de la pérdida de autonomía en las decisiones de política, y costos de transacción asociados (β).

El efecto global de sustitución (γ) está dado por el hecho de que cuanto mayor es el *pool*, mayores son los fondos disponibles para cada país, y por tanto menor es el impacto relativo que genera el esfuerzo de un país individual sobre el nivel total de recursos y sobre su rentabilidad, por lo cual cada aumento del esfuerzo de participación por un país perteneciente al fondo, derivará en reducción de los incentivos de los otros países a aumentar su esfuerzo.

Finalmente, el efecto local de complementariedad está dado por los incentivos derivados de la posibilidad de ejecutar proyectos conjuntos (λ), como quedó reflejado en la red anteriormente descrita.

Para determinar la decisión óptima de cada país de cuánto esfuerzo dedicar a un *pool* de reservas y su contrapartida en términos de liberación de recursos para financiación de proyectos de infraestructura, se calculan las medidas de centralidad de Bonacich. Esta medida única para cada país refleja cómo las decisiones individuales se retroalimentan a partir de todos los vínculos directos e indirectos de la red. Por un lado, los vínculos directos están dados por los proyectos compartidos entre dos países, en tanto que por otro lado, los vínculos indirectos reflejan los derrames generados por países que participan en proyectos en los cuales a su vez participa el país original.

Por ejemplo, se puede considerar tres países no vinculados directamente mediante proyectos conjuntos, como ser Uruguay, Brasil y Venezuela. Si Brasil libera recursos para financiar proyectos de infraestructura, se genera un incentivo para Uruguay de liberar recursos también, dado que comparten proyectos de interés. Si Venezuela libera recursos, al no estar vinculado a Uruguay, no genera efectos directos sobre los incentivos de Uruguay, pero sí de forma indirecta, al compartir proyectos de interés con Brasil. El mayor incentivo de la acción de Venezuela sobre Brasil repercute sobre la acción de Brasil, la cual a su vez afecta los incentivos de Uruguay, pero en menor medida.

Como se estableció en la ecuación (5), el equilibrio de Nash de este juego es único e implica un valor del esfuerzo óptimo para cada jugador proporcional a su puntuación de centralidad Bonacich. Para esto se debe cumplir la condición $\lambda \mu_1(G) < \beta$ (o $\lambda^* \mu_1(G) < 1$)²³, que implica que las complementariedades locales derivadas de las relaciones con los socios en proyectos deben ser lo suficiente-

23. En este caso, el máximo valor propio de la matriz \mathbf{G} es 1,6, por lo que para que exista una solución de equilibrio, el $\lambda^* < 0,6$.

mente pequeñas en relación a la concavidad de la función de utilidad respecto al esfuerzo propio de participar en el *pool* de reservas, lo cual impide que surjan equilibrios múltiples y, al mismo tiempo, descarta soluciones de esquina.

Si se supone que los parámetros de utilidad directa, de idiosincrasia y del efecto sustitución global son iguales para todos los países, nos podemos concentrar en la centralidad para estimar los esfuerzos relativos entre todos los países analizados, es decir aquellos países que siguiendo una estrategia de optimización elegirían mayores acciones. Bajo dos escenarios distintos: uno con un factor de complementariedad local cinco veces más chico que el parámetro idiosincrático ($\lambda^*=0,2$) y otro en el que esta relación es de poco menos de la mitad ($\lambda^*=0,45$), se puede ver en las columnas 2 y 4 del cuadro 2 que Argentina sería el país con mayores esfuerzos en equilibrio, dada su posición en la red²⁴.

Como puede verse, en el caso planteado no es el país con mayores conexiones locales dentro de la red, ya que solamente está ligado a cinco vecinos mientras Bolivia por ejemplo tiene ocho vecinos directos y Venezuela tiene seis. Sin embargo, tanto por el mayor peso que tienen algunas de sus conexiones (en particular con Chile y con Paraguay), y a que tiene vínculos directos con países que conectan con gran parte de la red (en particular con Bolivia), sus incentivos a participar son mayores.

El caso de Venezuela es muy diferente, al menos en este caso simplificado de complementariedades locales a partir de proyectos IIRSA. Como se mencionó, este país tiene seis vecinos, pero dos de ellos están desvinculados del resto de la red, lo que disminuye la centralidad desde el punto de vista de Bonacich y posiciona a Venezuela como un país con poco incentivo para aportar a un *pool* de reservas, de nuevo suponiendo que todos los demás parámetros son iguales para los países.

Fue mencionado en la sección donde se presenta el modelo que estos resultados de equilibrio suponen maximizaciones individuales de utilidad. Sin embargo, se puede pensar que los países no llegan a internalizar los efectos de las complementariedades locales a su problema de maximización, o que para alguno de ellos los costos (el β que percibe) es muy alto en términos relativos a los efectos positivos (α y λ) y que esto determina que el país prefiera no participar, o que su participación sea muy menor a la óptima dada su posición en la red. En términos de este modelo, cualquier país que decida no participar tendrá efectos en los resultados de esfuerzo agregado, ya que el juego de retroalimentaciones se vería modificado, sin embargo el impacto en el esfuerzo global será mayor cuando el país que decide no participar es el “actor clave”, o cuando es un país periférico.

24. En la Figura 3 del Anexo 2 se muestra la sensibilidad de los resultados de centralidad al parámetro λ^* elegido.

Para determinar el actor clave dentro de esta red se recurre a la ecuación (6). En el cuadro 2 se presentan los resultados (columnas 3 y 5), que permiten ver que dada la estructura de esta red, el jugador clave coincide con el que tiene la mayor centralidad Bonacich.

En este mundo simplificado, la lectura que se haría de estos resultados sería que si el país con mayor intercentralidad (Argentina) no participa de la coordinación entendida como reducción de reservas para liberar recursos para proyectos de infraestructura regional, el impacto sobre los incentivos del resto de los países a realizar esfuerzos será importante, más que si cualquier otro país decidiera no coordinar. Ante esta situación hipotética, el planificador debería focalizarse en disminuir aquellos factores que desincentivan la participación de este actor en el juego.

De acuerdo al vector de intercentralidad para esta red, el segundo jugador clave sería Perú cuando la fuerza de las interacciones locales en términos de la propia concavidad: λ^* es relativamente baja y Bolivia cuando ésta es alta. Si se analiza el caso de Bolivia ante una valoración alta de los efectos locales, el hecho de que Bolivia no destine recursos al *pool* de reservas y por tanto deba mantener las reservas para auto seguro, implicaría que no libere recursos para la construcción de proyectos con ocho de los países de la red, los que disminuirían en alguna proporción sus incentivos para liberar recursos, y este encadenamiento seguiría hasta llegar a un nuevo óptimo con un nivel menor de esfuerzo de equilibrio.

Cuadro 2. Indicadores de centralidad e intercentralidad para algunos países de Sudamérica²⁵

País	$\lambda^*=0,2$		$\lambda^*=0,45$	
	$b(\lambda^*,g)$	$c(\lambda^*,g)$	$b(\lambda^*,g)$	$c(\lambda^*,g)$
Argentina	1,72*	2,72*	4,85*	13,45*
Perú	1,52	2,21	3,63	9,72
Bolivia	1,49	2,15	3,64	10,53
Paraguay	1,47	2,06	3,71	10,10
Ecuador	1,45	2,00	3,18	7,59
Brasil	1,41	1,92	3,32	8,91
Chile	1,39	1,85	3,44	8,58

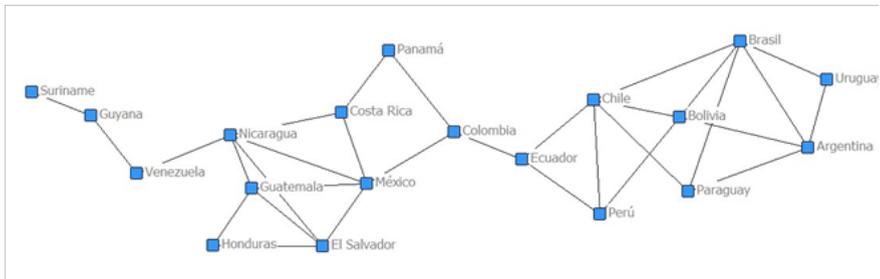
Nota: $b(\lambda^*,g)$ refiere al resultado de centralidad de Bonacich y $c(\lambda^*,g)$ a la medida de intercentralidad definida por Ballester *et al.* (2006). Fuente: Elaboración propia.

25. El valor de centralidad de Bonacich para todos los países que participan de IIRSA se puede ver en la Figura 4 del Anexo 2.

Resulta interesante analizar otros posibles vínculos entre países que puedan influir sobre los incentivos a la coordinación. Existe una vasta literatura que asocia la demanda por coordinación al grado de integración comercial. Por ejemplo, Rozenwurcel y Rozemberg (2012) plantean la existencia de derrames positivos que incentivan la coordinación entre países con importante vínculo comercial²⁶. Una posible explicación para este vínculo ha sido que la integración a partir del comercio aumenta la correlación entre los ciclos económicos de los países, lo que promueve iniciativas institucionales que reforzarán los vínculos comerciales, retroalimentando los incentivos para cooperar²⁷. En este sentido, el derrame es heterogéneo al interior del grupo y varía entre países de acuerdo a su nivel de integración comercial bilateral, lo que justifica que se aplique este instrumento de análisis a las relaciones comerciales.

En base a lo anterior, se construye una red donde los países se vinculan a partir de la integración comercial. Como indicador de integración comercial entre dos países se utiliza el ratio entre comercio total bilateral (exportaciones más importaciones) y comercio total de cada país con el resto del mundo. Como lo que se intenta medir es el grado de interacción entre los dos países, se optó por considerar el máximo ratio para cada dupla²⁸. Para este análisis se amplía la cobertura de países participantes del juego, incorporando al resto de países de Latinoamérica.

Gráfico 3. Red de relaciones bilaterales de comercio entre países de Latinoamérica



Nota: los elementos de la matriz de adyacencia para la construcción de esta red toman valores 1 cuando el ratio es mayor a 0,05 y valores 0 en otro caso. Este umbral se elige de forma de que no queden puntos aislados en la red.

Fuente: Elaboración propia con datos de comercio de Wits. 29

26. En Cepal (1992) se señala que los estudios empíricos entre esta asociación no en todos los casos han llegado a confirmar la hipótesis.

27. Escaith, H. (2004)

28. Asimismo, esta estrategia permite simetrizar la matriz de adyacencia y por tanto trabajar con redes no direccionadas, facilitando el cálculo del indicador de intercentralidad.

29. Se utilizó software Ucinet para diagrama y cálculos estadísticos (Borgatti, 2002).

Como fue mencionado para el análisis del juego anterior, la acción óptima de un país depende tanto de la posición del país en la red comercial como de la valorización de las externalidades derivadas de los socios comerciales. Si un país participa de una acción de coordinación (como podría ser un fondo de estabilización regional) y por tanto disminuye la volatilidad de su ciclo económico, sus socios comerciales tendrán mayor incentivo a participar en el fondo y reducir su propia volatilidad, de modo de mantener o incrementar la correlación entre ambos ciclos, retroalimentando su integración comercial.

En el cuadro 3 se presentan los resultados de centralidad de Bonacich e intercentralidad aplicados a la complementariedad que surge de la integración comercial para los ocho países con mayor índice de centralidad³⁰. En forma análoga al caso presentado anteriormente, se ven los resultados en función de dos valores alternativos de λ^{*31} .

Cuadro 3. Principales países de acuerdo a centralidad de Bonacich e Intercentralidad en el gráfico de relaciones comerciales

País	$\lambda^*=0,1$		$\lambda^*=0,2$	
	$b(\lambda,g)$	$c(\lambda,g)$	$b(\lambda,g)$	$c(\lambda,g)$
México	1,81*	1,93*	5,11	15,48
Brasil	1,80	1,90	5,21*	15,63
Chile	1,80	1,90	5,18	15,87*
Nicaragua	1,79	1,89	4,98	14,70
Bolivia	1,67	1,53	4,68	13,69
El Salvador	1,66	1,49	4,47	12,37
Guatemala	1,66	1,49	4,47	12,37
Argentina	1,63	1,41	4,35	11,96

Fuente: Estimación propia siguiendo a Ballester et al. (2006) y Liu et al. (2010).

En este caso, cuando se considera una relación más baja entre los efectos cruzados positivos de los vínculos comerciales y los efectos negativos idiosincráticos, el país con mayor centralidad, y dado todo lo demás constante, con mayor esfuerzo en equilibrio sería México, quien es además el jugador central desde el punto de vista de la maximización de los esfuerzos conjuntos.

30. En la Figura 5 del Anexo 2 se muestra la sensibilidad de los resultados de centralidad al parámetro λ^* elegido para el conjunto de países pertenecientes a la red.

31. En este caso, el máximo valor propio de la matriz $I-\lambda^*G$ es 3,8, por lo que el máximo valor λ^* es 0,26.

En cambio, a medida que los efectos cruzados positivos derivados de las relaciones comerciales son mayores en términos relativos a los costos del esfuerzo, el mayor esfuerzo lo haría Brasil, y el jugador clave dado su efecto sobre los incentivos de toda la red sería Chile.

8. Reflexiones finales

A la hora de evaluar los mecanismos de coordinación existentes entre los países de Latinoamérica, se ha hecho énfasis en la asimetría entre los países de la región, y su papel en la determinación de beneficios y los costos de coordinar. Este trabajo busca aportar a este debate, mediante la incorporación de un enfoque de redes, en el sentido de considerar adicionalmente a las características propias de cada país, los vínculos bilaterales existentes entre los mismos.

De esta forma, las decisiones óptimas de los países quedan determinadas no solamente por las características propias, sino que también por los efectos directos e indirectos que generan las estrategias de países pertenecientes a la red.

Este análisis permite derivar algunas implicaciones de política. En primer lugar, este enfoque resulta complementario al enfoque tradicional, al permitir derivar una solución de equilibrio en la cual los países encuentran incentivos a coordinar acciones a partir de su propia maximización de beneficios, sin necesidad de instaurar mecanismos compensatorios entre países pequeños y países grandes. La internalización de los efectos directos e indirectos generados a través de una red de complementariedades permite alcanzar esta solución óptima.

En segundo lugar, este enfoque permite identificar a los actores clave de cada red, de acuerdo a su impacto en el esfuerzo global de todos los integrantes. El actor clave no necesariamente es el actor más grande, con mayor capacidad de acumulación de activos de reserva y menor volatilidad. La centralidad del actor queda definida por su peso en una red específica de conexiones, que en este caso está determinada por vínculos geográficos y comerciales.

Debe tenerse en cuenta que pese a importantes iniciativas de promoción de mecanismos de coordinación macroeconómica, ésta no ha alcanzado niveles de profundización. Por tanto, la identificación de estrategias de promoción debería no sólo considerar la internalización de los efectos de red, sino que a su vez debería apuntar a la participación de los actores clave, de modo de potenciar los mecanismos de coordinación. De todas formas, como señalan Ballester, Calvo-Armengol y Zenou (2008), apuntar al actor intercentral es costoso, y puede ser preferido sólo cuando existen grandes asimetrías en la red.

Cabe señalar que este modelo permite asimismo analizar vínculos más complejos, capaces de describir con mayor profundidad otro tipo de canales de conexión entre países, como ser los financieros.

La complejidad de las redes analizadas y la estimación de los parámetros que definen la utilidad para cada país integrante de la red constituyen motivaciones para profundizar este enfoque en futuras investigaciones. Finalmente, para dar cuenta de algunas asimetrías entre los beneficios de tomar acciones de coordinación como las discutidas en este trabajo, para países grandes y chicos, se podría extender el modelo de análisis, por ejemplo mediante la adopción de dos valores, uno alto para países más chicos y otro bajo para los países del mayor tamaño en la región. Bajo ciertas restricciones, también se podría encontrar en este caso un equilibrio de Nash único, aunque su interpretación resulta algo menos intuitiva; de todos proponemos éste como un camino válido para poder aproximar los diferentes acercamientos al tema que han sido realizados en la literatura reciente.

Referencias

- Aizenman J. y Jinjarak y D. Park (2011).** "Evaluating Asian Swap Arrangements". ADBI Working Paper Series No. 297, julio de 2011.
- Aizenman, J. y J. Lee (2007).** "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence". *Open Economies Review* 18(2): 191–214.
- Ballester *et al.* (2006).** "Who's Who in Networks. Wanted: The Key Player". *Econometría*, Vol. 74, No. 5 (setiembre, 2006), 1403–1417.
- Borgatti, S. P. (2003).** "The Key Player Problem", in *Dynamic Social Network Modeling and Analysis: Workshop Summary and Papers*, ed. by R. Breiger, K. Carley, and P. Pattison. Washington DC: Committee on Human Factors, National Research Council, 241–252.
- Bonacich, P. (1987).** "Power and Centrality: A Family of Measures," *American Journal of Sociology*, 92, 1170–1182. [1404,1407].
- Calvo, G., y C. Reinhart (2002).** "Fear of Floating". *The Quarterly Journal of Economics* 117(2):379–408.
- Calvo-Armengol, A., Patacchini, E., & Zenou, Y. (2009).** "Peer effects and social networks in education". *The Review of Economic Studies*, 76(4), 1239-1267.
- Eichengreen, B. (2007).** "Insurance underwriter or financial development fund: what role for reserve pooling in Latin America?". *Open Economies Review*, 18(1), 27-52.
- Escaith, H. (2004).** "Regional integration and macroeconomic coordination in Latin America". *Cepal Review* 82. Abril de 2004.
- Katz, L. (1953).** "A New Status Index Derived from Sociometric Analysis", *Psychometrika*, 18, 39–43.
- Liu, X., Patacchini, E., Zenou, Y., & Lee, L. F. (2012).** "Criminal networks: Who is the key player?" CEPR Discussion Paper Nº. 8772
- Machinea, J. L., & Rozenwurcel, G. (2005).** "Macroeconomic coordination in Latin America: does it have a future?" (Vol. 15). United Nations Publications.
- Osborne, M. J., & Rubinstein, A. (1994).** "A course in game theory". MIT press.
- Perroti, D.E. y R. J. Sánchez (2011).** "Measuring the infrastructure gap in Latin America and the Caribbean Countries", *Serie Recursos Naturales e Infraestructura*. ECLAC, Santiago.
- Rovira, F. y Vaillant, M. (2013).** "Commodities de Base Agropecuaria en Sudamérica: Transformación del Patrón Exportador Regional". *Jornadas Anuales de Economía 2013*. http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Jornadas%20de%20Economa/t_rovira_flavia_2013_168o.pdf
- Rozenwurcel, G. y Rozemberg, R. (2012).** "La nueva configuración macroeconómica de los países del Mercosur: oportunidades y desafíos para la coordinación regional". En *Los desafíos de la integración y los bienes públicos regionales: Cooperación Macroeconómica y productiva en el MERCOSUR*, Serie Red Mercosur No 21.
- Samuelson P.A. (1954).** "The Pure Theory of Public Expenditure". *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 36, Issue 4 (Nov.,1954). 387-389.

Anexos

Anexo 1: Descomposición de la matriz de complementariedades \square

Dado el juego planteado en (1) $\Gamma(\alpha, \Sigma)$, en el que Σ refleja las interacciones estratégicas σ_{ij} y el parámetro de concavidad de la función de utilidad: σ_{ii} :

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_{11} & \dots & \sigma_{1n} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_{n1} & \dots & \sigma_{nn} \end{bmatrix}$$

En su forma aditiva, la parte interactiva del juego se puede plantear como

$$-\beta = \begin{bmatrix} 1 & \dots & 0 \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & \dots & 1 \end{bmatrix} \quad -\gamma = \begin{bmatrix} 1 & \dots & 1 \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ 1 & \dots & 1 \end{bmatrix} \quad +\lambda = \begin{bmatrix} 0 & \dots & g_{1n} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ g_{n1} & \dots & 0 \end{bmatrix}$$

dado que $g_{ii}=0$ (la red no tiene *self loops*).

Se definió: $g_{ij} = \frac{\sigma_{ij} + \gamma}{\lambda}$, con lo cual la suma anterior se puede expresar como:

$$\begin{bmatrix} -\beta - \gamma & \dots & \sigma_{1n} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_{n1} & \dots & -\beta - \gamma \end{bmatrix}$$

Y entonces $\sigma_{ii} = -\beta - \gamma$.

Anexo 2. Relación entre indicador de centralidad de Bonacich y equilibrio a partir del juego planteado³².

En forma matricial, la función de pagos del juego $\Gamma(\alpha, \Sigma)$ se puede plantear:

$$[\alpha \cdot 1 + \Sigma \cdot x] \cdot x$$

Donde x , 1 son vectores de $n \times 1$ de niveles de esfuerzo y de unos respectivamente, α es un parámetro constante para todos los jugadores, y Σ representa las interacciones del juego. El equilibrio de Nash en estrategias puras es tal que la derivada de la función de utilidad respecto a las acciones de cada individuo (que depende de las acciones en el óptimo de todos los individuos) sea igual a cero

$$\delta_{x_i} \left(\begin{matrix} x \\ \delta u_i \end{matrix} \right) = 0 \text{ y } x_i > 0$$

Por lo tanto, si existe un equilibrio, éste debería resolver:

$$\alpha \cdot 1 = -\Sigma \cdot x$$

Si se expresa la matriz de efectos cruzados en sus tres componentes, la ecuación anterior se puede expresar:

$$\alpha \cdot 1 = [\beta I + \gamma U - \lambda G] \cdot x$$

en la que β, γ, λ son positivos y los elementos de G son ≤ 1 , la matriz es no singular.

$$\alpha \cdot 1 = [\beta I - \lambda G] \cdot x + \gamma Ux$$

$$\alpha \cdot 1 - \gamma Ux = [\beta I - \lambda G] \cdot x$$

$$\alpha \cdot 1 - \gamma Ux = [\beta I - \lambda G] \cdot x$$

Ballester *et al.* utilizan la igualdad en el equilibrio: $Ux = x \cdot 1$, donde x^* es la suma de los esfuerzos de equilibrio para todos los participantes, para expresar la igualdad como:

$$(\alpha - \gamma x) \cdot 1 = [\beta I - \lambda G] \cdot x$$

$$(\alpha - \gamma x) \cdot 1 = \beta [I - (\lambda/\beta)G] \cdot x$$

32. Este anexo se escribe siguiendo el Apéndice 1 de Ballester *et al.* (2006).

Figura 2. Matriz de adyacencia proyectos de infraestructura

	AR	BO	BR	CH	CO	CR	EC	ES	GU	GY	HO	ME	NI	PA	PY	PE	SU	UR	VE	
AR	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0
BO	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
BR	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0
CH	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0
CO	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0
CR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0
EC	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
ES	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
GU	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
GY	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
HO	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ME	0	0	0	0	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
NI	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
PA	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PY	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PE	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SU	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UR	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0

Figura 3. Relevancia de los países analizados según su centralidad Bonacich ante diferentes pesos de las relaciones indirectas en el caso de proyectos potenciales IIRSA

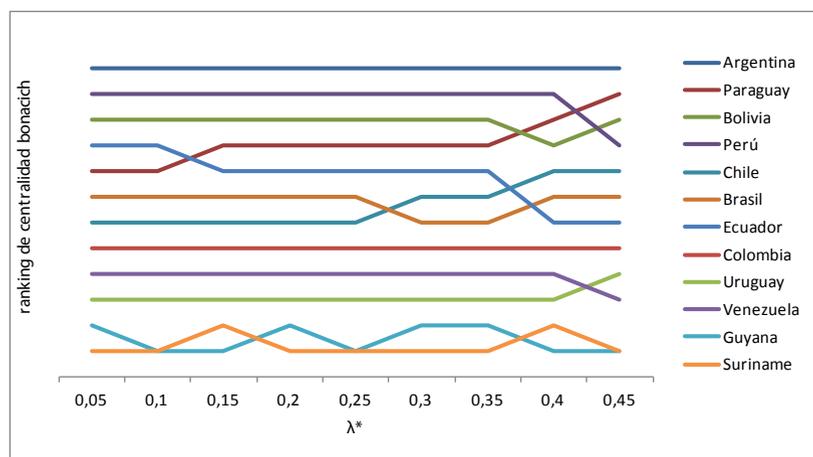


Figura 4. Valores de centralidad para todos los países bajo complementariedad de proyectos IIRSA

	$\lambda^*=0,2$	$\lambda^*=0,45$
Argentina	1,72	4,85
Perú	1,52	3,63
Bolivia	1,49	3,64
Paraguay	1,47	3,71
Ecuador	1,45	3,18
Brasil	1,41	3,32
Chile	1,39	3,44
Colombia	1,33	2,55
Venezuela	1,25	2,12
Uruguay	1,19	2,17
Guyana	1,07	1,21
Suriname	1,07	1,21

Figura 5. Relevancia de los países analizados según su centralidad-Bonacich ante diferentes pesos de las relaciones indirectas en el caso de relaciones comerciales bilaterales

