



LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE AMÉRICA LATINA ¿Causa de zozobra?

**LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
¿CAUSA DE ZOZOBRA?**

Resumen Ejecutivo

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

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

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

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

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

Lo cierto es que, a pesar de la necesidad crónica de financiar sus déficits externos, hoy por hoy LAC está mejor capacitada para proteger la actividad económica local y el empleo de los choques externos debido, al menos, a dos razones. En primer lugar, la exposición a los choques externos, una consecuencia natural de la integración de LAC en los mercados internacionales, no tiene que traducirse en vulnerabilidad. A pesar de haber aumentado su exposición, y en vivo contraste con los años 1980s y 1990s, muchos países de la región han reducido su vulnerabilidad en las últimas décadas gracias al refuerzo de sus sistemas macro-financiero inmunológicos. Los canales de amplificación monetarios, fiscales y financieros del pasado, que convertían choques externos en crisis nacionales, se han transformado, en muchos casos, en amortiguadores de choques. Esto es cierto hasta el punto que se espera que los países de LAC con regímenes establecidos de metas de inflación (que representan aproximadamente el 75 por ciento del PIB y de la población de la región) experimenten fluctuaciones cíclicas en el futuro más parecidas a la coyuntura típica de los países avanzados, en lugar de los ciclos de auge y decadencia típicos del pasado de América Latina. Está claro que los amortiguadores en la región, especialmente los fiscales, son más débiles ahora en comparación con lo que fueron en Septiembre del 2008 cuando comenzó la crisis global. No obstante, muchos de los países medianos y grandes de la región mantienen márgenes para implementar políticas monetarias contra-cíclicas (es decir, bajando los tipos de interés y permitiendo que se deprecie la moneda sin consecuencias inflacionarias o financieras adversas), si bien es cierto existen diferencias en su capacidad para llevar a cabo estas políticas. Lamentablemente, un número importante de países en la región — especialmente en Centro América y el Caribe — están altamente expuestos y son vulnerables a los choques externos dado que carecen de capacidad monetaria o fiscal para responder con políticas contra cíclicas.

La segunda razón para estar cautelosamente optimista sobre la resistencia de LAC a los choques externos se debe a que, en claro contraste con el pasado, la región ha reequilibrado sus fuentes de financiación, distanciándose de flujos de cartera y de créditos bancarios y moviéndose hacia los flujos de inversión extranjera directa (IED) y las remesas. Este cambio, que se inició a mediados de los años 1990s y se consolidó en los 2000, consiste en una importante recomposición de los activos y pasivos de LAC frente al resto del mundo, desde la deuda hacia las acciones. Efectivamente, LAC se ha convertido en una región acreedora neta frente al resto del mundo (en gran medida debido a la acumulación de reservas internacionales) y en receptora de IED. Este cambio reduce la vulnerabilidad de la región a los riesgos de refinanciación y de tipo de interés, a la vez que la combinación de flexibilidad cambiaria y los altos niveles de reservas internacionales sirven para disuadir ataques especulativos sobre las monedas. Es importante además subrayar que las propiedades cíclicas de la IED y las remesas son muy distintas a los flujos que no son IED (es decir los flujos de carteras y créditos bancarios). Los primeros son más estables, menos reversibles y menos pro-cíclicos que los últimos, siendo las remesas contra-cíclicas. Estas nuevas características de la integración de LAC en los mercados internacionales le han otorgado a la región una inusitada holgura para hacer frente a las turbulencias del presente.

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

son utilizados para sostener el consumo de las familias, incluyendo productos importados, empeorando así la balanza comercial. Independientemente de estos canales, la IED y las remesas pueden generar además apreciaciones reales excesivas (“Dutch Disease”) que lleven a mermar la competitividad externa del país y consecuentemente, su potencial de crecimiento.

No obstante, hay una diferencia fundamental entre los dos flujos. La IED tiene la capacidad intrínseca de compensar las pérdidas de competitividad antes mencionadas mediante aumentos de productividad generados por la transferencia de tecnología y conocimiento extranjero. Las remesas, por otro lado, no suele brindar esa capacidad y, por ello, pueden convertirse en un freno sistemático al crecimiento a pesar de todas sus virtudes como herramienta de alivio de la pobreza. Desde luego, los flujos de IED por sí solos no son la solución, y hay casos en que estos no producen los anhelados aumentos de productividad que en principio pueden generar. Por ejemplo, en la región se encuentran países donde coexisten niveles altos de IED con bajo crecimiento persistente. El caso más evidente ocurre en el Caribe, donde los países sufren de niveles bajos de crecimiento a pesar de ser los mayores receptores (en relación a su PIB) de IED en la región.

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

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

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

