

ISSN 1680-8797

S E R I E

**ESTUDIOS Y
PERSPECTIVAS**

**OFICINA DE LA CEPAL
EN BUENOS AIRES**

Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe

Un análisis estructural

Martín Abeles
Sebastián Valdecantos

ESTUDIOS
Y
PERSPECTIVAS



NACIONES UNIDAS

CEPAL

Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe

Un análisis estructural

Martín Abeles
Sebastián Valdecantos



NACIONES UNIDAS



Este documento fue preparado por Martín Abeles y Sebastián Valdencantos, Director y Oficial de Asuntos Económicos, respectivamente, de la Oficina de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Buenos Aires, en el marco del programa de trabajo de esta Oficina. Se agradece la colaboración de Facundo Grimberg, María Sol Pasqualini y Matías Torchinsky en la elaboración de la base de datos utilizada y el apoyo del Gobierno de la República Argentina.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN 1680-8797

LC/L.4220

LC/BUE/L.228

Copyright © Naciones Unidas, agosto de 2016. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago

S.16-00711

Los Estados Miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Resumen	5
Introducción	7
I. El “movimiento cíclico universal” (Prebisch) y su impacto luego de la crisis 2008-2009	9
II. Vulnerabilidad externa en perspectiva histórica	13
III. Estructura productiva, apalancamiento y vulnerabilidad externa	19
A. La vulnerabilidad externa antes y después de la crisis de 2008-2009	24
IV. Reflexiones finales	29
Bibliografía	31
Anexo	33
Serie Estudios y Perspectivas – Buenos Aires: números publicados	36
Cuadros	
Cuadro A.1 Componentes de la vulnerabilidad externa real de los países de América Latina y el Caribe	34
Cuadro A.2 Componentes de la vulnerabilidad externa financiera de los países de América Latina y el Caribe	35
Gráficos	
Gráfico 1 Crecimiento en América Latina y el Caribe y sus principales determinantes	10
Gráfico 2 Pasivos externos de América Latina y el Caribe	14
Gráfico 3 Renta de la inversión extranjera directa y de la deuda externa	16
Gráfico 4 Cuenta corriente y stock de reservas internacionales	17
Gráfico 5a Vulnerabilidad financiera en América Latina y el Caribe 2005-2007 vs 2013-2015	22
Gráfico 5b Vulnerabilidad financiera en América Latina y el Caribe 2005-2007 vs 2013-2015	23
Gráfico 6 Vulnerabilidad financiera en América del Sur	25
Gráfico 7 Vulnerabilidad financiera en América Central y México	25
Gráfico 8 Vulnerabilidad financiera en el Caribe	26

Resumen

El trabajo realiza un análisis estilizado de la evolución de los determinantes estructurales de la vulnerabilidad externa de América Latina y el Caribe antes y después de la crisis financiera internacional de 2008-09 desde una perspectiva keynesiana-estructuralista. La perspectiva keynesiana remite a la centralidad de la restricción externa en el análisis de la dinámica de corto plazo; la perspectiva estructuralista a las formas específicas bajo las que, en función de la estructura productiva e institucional de cada país, se manifiesta esa restricción externa. A tal efecto, se construyen dos indicadores que sintetizan el grado de exposición de los distintos países de la región a shocks externos de origen real o financiero. La evidencia empírica analizada, que cubre 32 países, sugiere que la vulnerabilidad externa de los países de América Latina y el Caribe ha aumentado luego de la crisis financiera internacional de 2008-2009, aunque en general sin alcanzar la gravedad de las décadas de los ochenta y noventa. Ello explica las dificultades que tendió a enfrentar buena parte de estos países para instrumentar políticas contracíclicas a partir de 2011, en un contexto de desaceleración; en particular los países de América del Sur luego de la caída de los precios internacionales de materias primas, precipitada a mediados de 2014. El aumento de la incertidumbre financiera asociada a la reversión de la política monetaria de los Estados Unidos operó en la misma dirección, en un marco de creciente apalancamiento externo asociado al aumento de los déficits en cuenta corriente de los países de la región. El trabajo concluye que, sin una discusión más profunda acerca de las fuentes —reales y financieras— de la vulnerabilidad externa de los países de América Latina y el Caribe, incluyendo el replanteo de su grado de apertura financiera, la región permanecerá expuesta por demás a la coyuntura económica global, en particular a los ciclos de liquidez internacional, lo que dificultará alcanzar y, sobre todo, sostener un ritmo de crecimiento más acorde con la agenda de cambio estructural e inclusión social que ha proliferado en la región desde comienzos del nuevo siglo.

Introducción

La dinámica macroeconómica de América Latina y el Caribe antes y después de la crisis financiera internacional de 2008-2009 presenta diferencias entre las distintas subregiones que ilustran los condicionantes estructurales particulares que enfrenta cada país. Entre 2003 y 2008 los países de América del Sur experimentaron un período de fuerte crecimiento liderado por las exportaciones (*export-led growth*), con resultados positivos en la cuenta corriente de la balanza de pagos, reflejo del auge en los precios internacionales de materias primas. Los países de América Central y el Caribe, y en menor medida México, experimentaron en el mismo período un proceso de crecimiento liderado por el endeudamiento externo (*debt-led growth*), apuntalado en muchos casos por el aumento de los ingresos por remesas de trabajadores emigrantes. En el primer caso, el aumento en el ritmo de crecimiento se produjo a costa de una tendencia, más o menos manifiesta según cada país, a la (re)primarización de la estructura productiva (CEPAL, 2012); en el segundo, a costa de un aumento del endeudamiento externo, fundamentalmente del sector privado (IMF, 2015).

En una y otra situación se advierte, con distinta intensidad, la persistencia o profundización de ciertos condicionantes estructurales, de carácter real y/o macroeconómico-financiero: en el caso de la primarización de la estructura productiva, agudizando la exposición a los vaivenes en los precios internacionales de materias primas; en el caso del recurso al apalancamiento externo, profundizando la exposición a los ciclos de liquidez internacional; y en los casos de dependencia creciente de los ingresos por remesas, aumentando la exposición al ciclo económico estadounidense¹. Diversos organismos han manifestado su preocupación por este tema desde el cambio en el contexto internacional², que puede

¹ Para un análisis sistemático del efecto de este tipo de diferencias estructurales en la dinámica macroeconómica de corto plazo sobre la base de un modelo *stock-flujo* consistente, véase Valdecantos (2015).

² Por ejemplo, el BID (2016) plantea “los precios más bajos de las materias primas, el menor crecimiento económico y la fuerte depreciación de la moneda en algunos países han vuelto a centrar la atención en la salud de las empresas de las economías emergentes, sobre todo de las empresas no financieras. Además, la depreciación de los tipos de cambio parece haber afectado la inversión, y una medida de solvencia de las empresas desarrollada más abajo se ha deteriorado en general en las economías emergentes, y específicamente en América Latina y el Caribe.” Por su parte, el FMI (2016) concluye que [los datos a nivel de firma sugieren que el deterioro en las variables fundamentales de las empresas es más pronunciado en Asia (sobre todo en China), y permanece elevado en América Latina, Europa Oriental, el Medio Oriente y África] (traducción del original *Firm-level data suggest that the deterioration in company fundamentals is more pronounced in Asia (led by China), and remains elevated in Latin America and in Eastern Europe, the Middle East, and Africa*). En el mismo informe el FMI advierte que [los diferenciales de rendimiento en

situarse hacia fines de 2014, cuando comienzan a caer los precios de los productos básicos y se profundiza la desaceleración en el ingreso de capitales hacia la región y las monedas de varios países tienden a sufrir depreciaciones. En ese contexto se estabiliza, asimismo, el ritmo de crecimiento de los Estados Unidos, en un nivel relativamente bajo pero positivo, suficiente para reactivar la generación de empleo, con repercusiones favorables en México, América Central y el Caribe (ver abajo).

La persistencia o profundización de estos condicionantes estructurales tiende a agravar la vulnerabilidad externa de los países de la región y, sin perjuicio del impacto derivado del propio cambio de las condiciones internacionales, se encuentra en el origen de las dificultades que estas economías enfrentan para retomar el ritmo de crecimiento anterior a la crisis³. La prolongada fase de desaceleración y/o de bajo crecimiento que atraviesa buena parte de la región —en particular los países de América del Sur— o, en todo caso, las dificultades que encuentran estos países para instrumentar las políticas que permitan revertir esa tendencia, parecieran tener raíces estructurales.

Este trabajo analiza de manera estilizada la evolución de las fuentes —reales y financieras— de la vulnerabilidad externa de los países de la región antes y después de la crisis financiera internacional de 2008-09. El artículo se organiza de la siguiente manera. Luego de esta introducción, la sección 2 introduce la problemática de la vulnerabilidad externa de la región en perspectiva histórica. La sección 3 presenta un análisis estilizado de las fuentes estructurales de la vulnerabilidad externa de la región en los últimos diez años a partir de la construcción de dos indicadores que sintetizan el grado de exposición de los distintos países de la región a shocks externos de origen real o financiero. En la última sección se presentan algunas reflexiones a modo de cierre.

los bonos corporativos de América Latina son más grandes a los observados en otras regiones debido a la mayor dependencia que la región exhibe con respecto al precio del petróleo y otras materias primas] (traducción del original: *corporate bond spreads for Latin America appear higher than other regions owing to the region's higher dependence on oil and commodities than Asia*).

³ Más allá de los matices que existen hacia el interior de la región que se describen en la siguiente sección, tomados como un todo los países de América Latina y el Caribe están atravesando una situación de desaceleración ininterrumpida desde la recuperación post-crisis. Tan persistente es este patrón que en 2015 la región entró en recesión.

I. El “movimiento cíclico universal” (Prebisch) y su impacto luego de la crisis 2008-2009

Tras la recuperación que siguió a la crisis financiera de 2008-09 los países de América Latina y el Caribe experimentaron distintas trayectorias de crecimiento. Mientras los países exportadores de materias primas (fundamentalmente de América del Sur) se recuperaron rápidamente, al compás del rebote de los precios internacionales de productos primarios (llegaron a crecer por encima del 6% anual en promedio en 2010), los países cuyos ciclos exhiben un mayor grado de sincronía con el nivel de actividad de Estados Unidos (México, América Central y el Caribe) tardaron más tiempo en retomar un ritmo de crecimiento mayor⁴. A partir de 2012, con el repunte del nivel de actividad en los Estados Unidos, se advierte cierta recuperación en los ritmos de crecimiento en México, América Central y el Caribe. Los países de América del Sur, en cambio, inician en ese mismo momento una trayectoria de desaceleración persistente, que se exacerba en la segunda mitad de 2014 con la acentuación de la caída de los precios internacionales de productos básicos, resultando en un ritmo de crecimiento promedio negativo en 2015⁵.

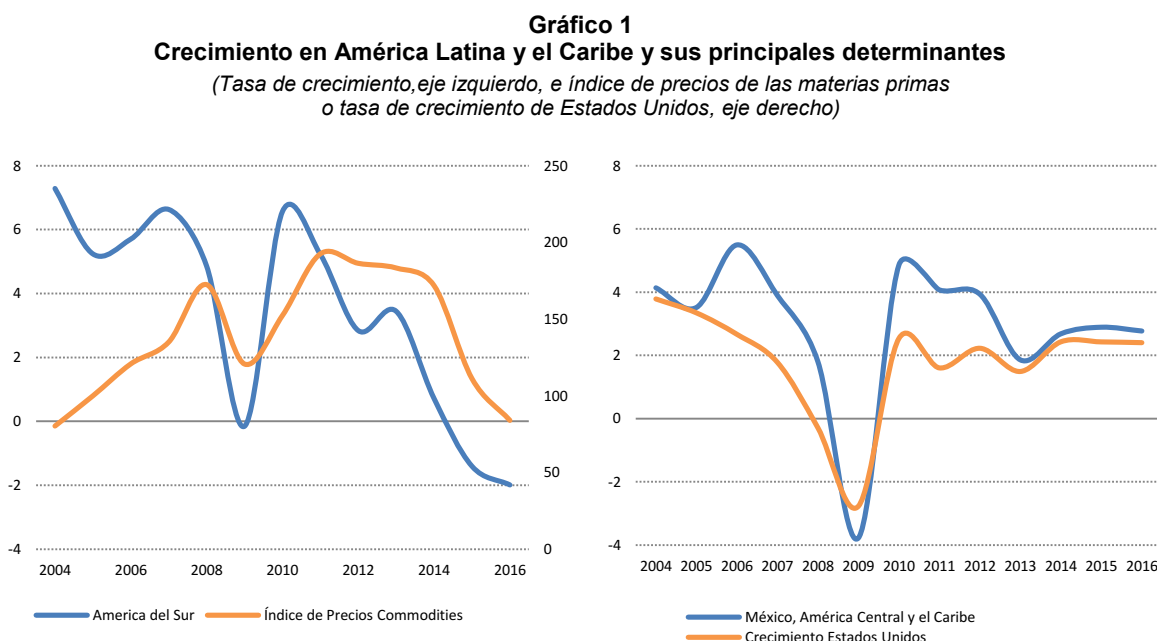
Raúl Prebisch (1946) sostenía que existe un “movimiento cíclico universal” que se manifiesta de manera diferente en cada país en función de sus características estructurales e institucionales específicas. Según Prebisch, ese movimiento cíclico tiene su epicentro en los países desarrollados y se propaga hacia la periferia a través del canal real —determinado por el tipo de especialización comercial— y el canal financiero, cuya dinámica depende de los ciclos de liquidez internacional y el grado de apertura financiera de cada economía⁶. La dinámica de crecimiento descrita para el período analizado resulta consistente con esta concepción del “movimiento cíclico universal” de Prebisch. Como se observa en el gráfico siguiente, en el caso de los países de América del Sur existe una fuerte correlación entre el ritmo de crecimiento económico y la evolución de los precios internacionales de materias primas; y en el caso

⁴ Algunos países del Caribe, como Belice, Guyana, Surinam y Trinidad y Tobago, especializados en la explotación de recursos naturales, exhiben una dinámica diferente, con elementos “sudamericanos” (Sección 4).

⁵ Entre 2011 y 2015 esta fuerte desaceleración está fundamentalmente explicada por la caída en los ritmos de crecimiento de Argentina, Brasil y Venezuela, que conjuntamente explican el 75% del PIB de América del Sur. En el resto de los países se observó una marcada desaceleración, con tasas de crecimiento más reducidas pero positivas.

⁶ Prebisch planteó este punto incluso en tiempos en que los mercados financieros globales no presentaban el nivel de integración que existe en la actualidad, a raíz de las fluctuaciones de los ingresos de capitales desde Gran Bretaña hacia Argentina hacia fines del siglo XIX y principios del XX.

México, América Central y el Caribe, entre el ritmo de crecimiento económico la evolución del nivel de actividad en Estados Unidos⁷.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL.

Frente a un contexto internacional menos favorable, asociado al fin del llamado “súper ciclo” en los precios internacionales de las materias primas y una fuerte incertidumbre en relación con la evolución de la liquidez internacional, la perspectiva de reanudar un sendero de crecimiento en los países de la región depende en mayor medida de la capacidad de estas economías de impulsar las fuentes internas de expansión. Frente a la retracción de la demanda externa (especialmente en el caso de América del Sur), ello remite, fundamentalmente, a la potencialidad de la expansión de la demanda proveniente de los países de la propia región así como a la posibilidad de cada país para aplicar políticas macroeconómicas contracíclicas (expansivas). Si bien parece haber acuerdo en la limitada capacidad de los países de la región para desplegar políticas expansivas bajo el nuevo contexto internacional, en este trabajo hacemos énfasis en la hipótesis, consistente con la idea de “dominancia de la balanza de pagos”, de que el margen de maniobra fiscal está fundamentalmente determinado por la situación externa de cada economía, más que por variables eminentemente fiscales⁸.

Evaluar la capacidad de implementar políticas contracíclicas en un marco de escasez de divisas (“restricción externa”) implica analizar la vulnerabilidad externa de cada economía, determinando en qué medida las economías de la región se encuentran condicionadas por fenómenos originados fuera de ellas. Siguiendo la noción de vulnerabilidad de Chambers (1989), la posición de un país resultaría

⁷ Esta vinculación entre el centro y la periferia ha sido más recientemente asociada con la hipótesis de “dominancia de la balanza de pagos” (Ocampo, 2011), según la cual la dinámica de corto plazo de las economías periféricas se encuentra primordialmente determinada por la ocurrencia de distintos tipos de *shock* externos (en los términos del intercambio, en las condiciones de acceso al financiamiento internacional, en el nivel de actividad de los principales socios comerciales, etc.).

⁸ Por ejemplo, el BID (2016) define el margen de maniobra fiscal en función de la sustentabilidad de la deuda al afirmar que “ con todos los demás factores iguales, un aumento en el tamaño del ajuste fiscal requerido para mantener la relación deuda PIB constante reduce el espacio. A medida que el ajuste requerido se vuelve relativamente grande, en algún punto la recomendación de política, sobre todo en los países en vías de desarrollo, consiste en asegurar que los balances primarios aumenten para garantizar la sostenibilidad de la deuda y mantener bajas las primas de riesgo y las tasas de interés. Si el ajuste requerido es demasiado alto, las tasas de interés podrían dispararse y en consecuencia la política fiscal podría volverse contraproducente. El esfuerzo fiscal requerido para mantener constante el ratio deuda PIB aumentó en más de la mitad de los países de la región...” Este tipo de apreciación puede conducir a reacciones pro-cíclicas, como las observadas luego de la crisis financiera internacional en la zona del euro (Sawyer, 2016).

vulnerable no solo cuando tiene una exposición excesiva a contingencias que escapan a su control. También resultaría vulnerable cuando el país no tiene los recursos (económicos, técnicos, políticos, institucionales) para lidiar con esas contingencias⁹. En línea con esta definición, la vulnerabilidad externa de un país se encuentra asociada tanto a los riesgos que su economía enfrenta de ser negativamente afectada por un acontecimiento de origen externo, como a su mayor o menor capacidad para enfrentar estos riesgos sin caer en una crisis de balance de pagos; o, aún sin caer en una crisis, a su mayor o menor capacidad para restablecer el crecimiento en contextos recesivos derivados de factores contractivos externos¹⁰.

⁹ “Vulnerability here refers to exposure to contingencies and stress, and difficulty in coping with them. Vulnerability has thus two sides: an external side of risks, shocks, and stress to which an individual or household is subject; and an internal side which is defencelessness, meaning a lack of means to cope without damaging loss.” (Chambers, 1989).

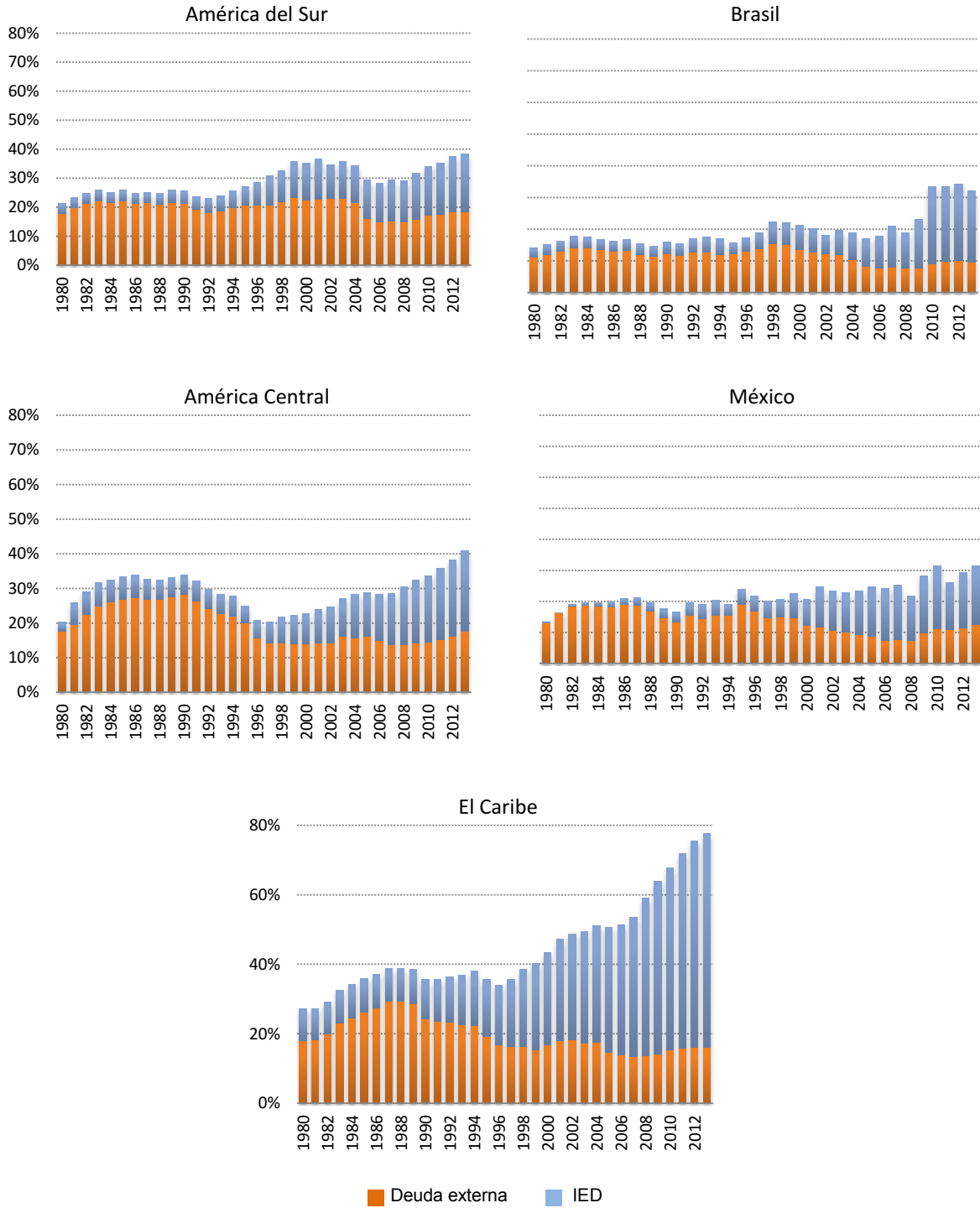
¹⁰ Y semejante dificultad para restablecer el crecimiento suele tener un impacto irreversible en el nivel de inversión, y por ende en el crecimiento de largo plazo. Para un análisis empírico del ciclo de la inversión en las trayectorias de crecimiento de corto y largo plazo en la región, véase CEPAL (2016; capítulo IV).

II. Vulnerabilidad externa en perspectiva histórica

En el gráfico siguiente observamos la evolución de los pasivos externos de las economías de la región. En este gráfico, los pasivos externos involucran no solo a la emisión de deuda tradicional (un pasivo “financiero”), contraída con agentes económicos residentes en el exterior, sino también al stock de inversión extranjera directa (IED) radicado en cada país. Si bien, como se discute más abajo, la IED presenta ciertos atributos positivos *vis a vis* otras fuentes de financiamiento externo (por ejemplo, una dinámica más previsible —o, por o general, menos disruptiva— a lo largo del ciclo económico), este tipo de inversión también implica un rendimiento determinado (frecuentemente superior a las colocaciones estrictamente financieras, por cuestiones de riesgo y liquidez) que compromete la disponibilidad de divisas en el tiempo, por lo que supone un efecto patrimonial en varios sentidos semejante al de un instrumento de endeudamiento externo tradicional.

Desde una perspectiva de largo plazo, tomando como punto de partida la década de los ochenta, se advierte en general una reducción del grado de endeudamiento tradicional o “financiero” de la región, especialmente en la década de los 2000. En América del Sur, por ejemplo, se pasa de un ratio de 22% del PIB a fines de los ochenta y uno de 23% del PIB (en paridad de poder adquisitivo) a fines de los noventa a 18% en 2013. En América Central, se pasa de un ratio de 28% del PIB (fines de los ochenta) y 14% del PIB (fines de los noventa), a uno de 18% en 2013. Brasil y México también muestran reducciones en los mismos plazos. La mejora en el ratio correspondiente al Caribe es solo aparente, porque en este caso (debido a la disponibilidad de información) solo se registra el endeudamiento externo público.

Gráfico 2
Pasivos externos de América Latina y el Caribe
(En porcentaje del PIB en dólares de paridad de poder adquisitivo)



Fuente: Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL, sobre la base de datos de UNCTAD.

Esta reducción en el endeudamiento externo tradicional, sumado al aumento en el stock de reservas internacionales verificado en muchos casos (ver más adelante), ha dado lugar a una sensación de menor vulnerabilidad externa entre algunos analistas de la región¹¹. Sin embargo, la totalidad de los pasivos externos de estas economías (el endeudamiento tradicional más el stock de IED) muestra una evolución diferente. Desde esta perspectiva, que consolida la deuda financiera y el stock de IED, los pasivos externos actuales son más elevados que los observados en la década de los ochenta en todos los casos y agrupaciones consideradas. Esta situación se observa particularmente en el caso del Caribe, donde los pasivos pasan de 34% en promedio en la década de los ochenta a 78% del PIB según el último dato disponible. Los aumentos también son importantes en América del Sur (de 25% a 33%), Brasil (16% a 25%), México (19% a 27%), aunque los niveles en estos casos son significativamente más bajos. En América Central el aumento de los pasivos es leve con respecto a la década de 1980 y se halla en niveles intermedios (pasa de 30% a 33%).

En otras palabras, desde una perspectiva de largo plazo y considerando la totalidad del financiamiento originado en el exterior el peso de los pasivos externos no ha variado significativamente en la región. En muchos casos ha tendido, de hecho, a aumentar. Lo que varió significativamente es su composición. Mientras en la década del ochenta la mayor parte de los mismos adoptaba la forma de endeudamiento externo tradicional, en la actualidad dicha forma de endeudamiento no llega en general a explicar la mitad de los pasivos externos totales. Como se observa en los gráficos, en América del Sur, México y América Central existe actualmente una relación de virtual paridad entre ambas fuentes de financiamiento externo. En el Brasil y el Caribe el cambio en la composición de los pasivos externos fue aún mayor: en Brasil, la inversión extranjera directa pasó de explicar el 21% de dichos pasivos en la década del ochenta a 70% en 2013 y en el Caribe pasó del 28% al 79% en el mismo período.

Este cambio en la composición de los pasivos externos se refleja, naturalmente, en la dinámica de los flujos de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El siguiente gráfico muestra cómo se modificó el peso relativo del pago de intereses y la remisión de utilidades y dividendos al exterior dentro de la cuenta corriente, con la preponderancia cada vez mayor de esta última. Esta situación se observa particularmente en América del Sur, incluyendo el caso de Brasil, donde el pago de intereses pasó de representar el 29,5% de las exportaciones en la década de los ochenta a 8,2% en 2015; mientras en el mismo período la remisión de utilidades y dividendos pasó de 7,3% a 12,8% de las exportaciones. Es decir que, tomados conjuntamente, la carga financiera asociada a los pasivos externos totales (medidos como proporción de las exportaciones) ha tendido a aumentar, de la mano de la extranjerización de buena parte de los activos productivos, a pesar de la reducción relativa de la porción correspondiente a las formas de endeudamiento tradicional.

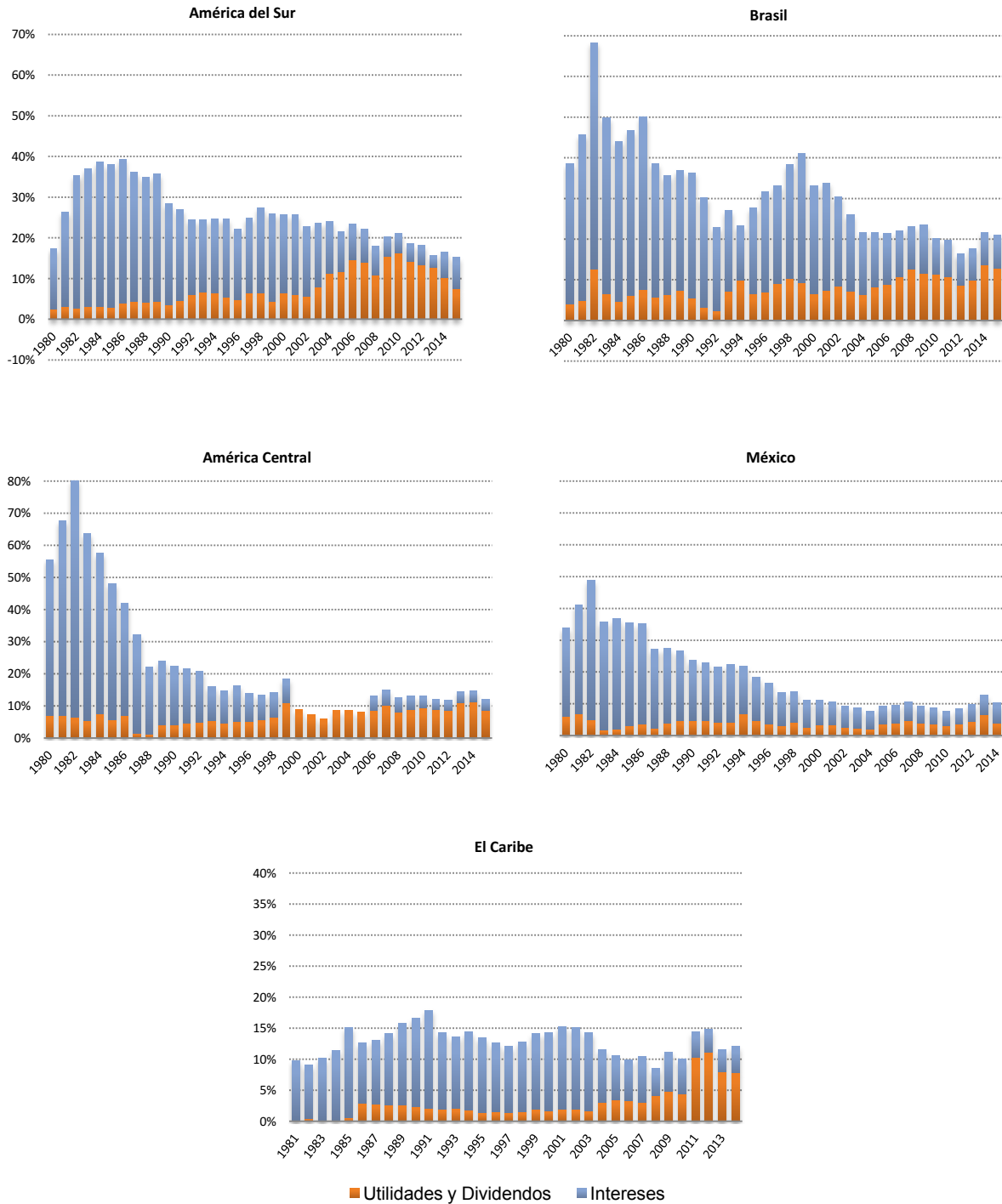
Si bien, desde esta perspectiva, el grado de endeudamiento externo de la región no parece haber caído sobremanera, es importante señalar que, a igualdad de otras condiciones, un mayor peso de la inversión extranjera directa dentro del stock de pasivos externos supone un menor grado de vulnerabilidad externa. Ello se debe, entre otras causas, y sin perjuicio de las tensiones macroeconómicas que, en determinadas circunstancias, pueden estar asociadas a la dinámica de la remisión de utilidades y dividendos al exterior¹², a la menor liquidez de las inversiones directas (*vis a vis* los flujos de corto plazo) y al “mejor” comportamiento de los beneficios a lo largo del ciclo¹³.

¹¹ Otra novedad histórica que ha dado lugar a una sensación semejante de menor vulnerabilidad externa es la tendencia a la emisión de deuda en moneda local suscripta por inversores extranjeros en varios países de la región. En contextos de apertura plena de la cuenta financiera y de capital ello puede dar lugar, a pesar de no generar obligaciones inmediatas en moneda extranjera, a episodios de fuerte volatilidad cambiaria y financiera. Para un análisis del caso de Brasil desde esta perspectiva, véase Kaltbrunner y Pañciera (2014).

¹² En contextos de crisis de balanza de pagos la demanda de divisas asociada a la remisión de utilidades y dividendos al exterior puede superar con creces los beneficios corrientes de las filiales de firmas extranjeras, constituyéndose en factor desestabilizante adicional. Para un análisis del caso argentino, véase Abeles (2004).

¹³ Se supone que los beneficios a distribuir (y eventualmente remitir al exterior) disminuyen en las fases declinantes del ciclo. Piénsese en una empresa multinacional exportadora de materias primas frente a una caída en los precios internacionales de sus productos.

Gráfico 3
Renta de la inversión extranjera directa y de la deuda externa
(En porcentaje de las exportaciones)



Fuente: Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.

Es por esta persistencia en la magnitud de los pasivos externos que, independientemente de su composición, los países de la región han exhibido déficits crónicos en la cuenta corriente de su balanza de pagos en las últimas décadas. Como se observa en los gráficos siguientes, la excepción histórica se produjo solo en América del Sur y por el corto lapso que va de 2003 a 2008. Esos déficits crónicos, que necesitan ser financiados en el exterior, retroalimentan el proceso de endeudamiento, y de esa manera los déficits en cuenta corriente. Retroalimentación negativa que se manifiesta con mayor claridad en los países de América Central y el Caribe, donde los pasivos externos representan un peso mayor respecto del PIB y los déficits en cuenta corriente son más abultados (en el caso del Caribe, crecientes).

De lo anterior se deriva que la persistencia de los déficits en cuenta corriente no se explica solo por la fuerte propensión importadora de las economías de la región, sino también por el elevado nivel de apalancamiento externo (sea vía financiamiento tradicional o mediante inversión extranjera directa), que a su vez repercute en los déficits de cuenta corriente futuros. Y pone de manifiesto la multiplicidad de factores que deben ser considerados al evaluar la situación externa de un país o región, desde la composición del comercio a la estructura del pasivo y la situación patrimonial o de solvencia externa de cada economía. En la siguiente sección se analiza la evolución de la vulnerabilidad externa de la región considerando las variables mencionadas antes y después de la crisis financiera internacional de 2008-09: desde las relacionadas con sus causas estructurales, asociadas al tipo de especialización productiva de cada país, a las vinculadas al grado y composición de su endeudamiento externo, incluyendo la inversión extranjera directa (del lado de los pasivos externos) y la acumulación de reservas internacionales (del lado del activo).

Gráfico 4
Cuenta corriente y stock de reservas internacionales

(En porcentaje del PIB (USD corrientes para la cuenta corriente, USD-PPA para las reservas)

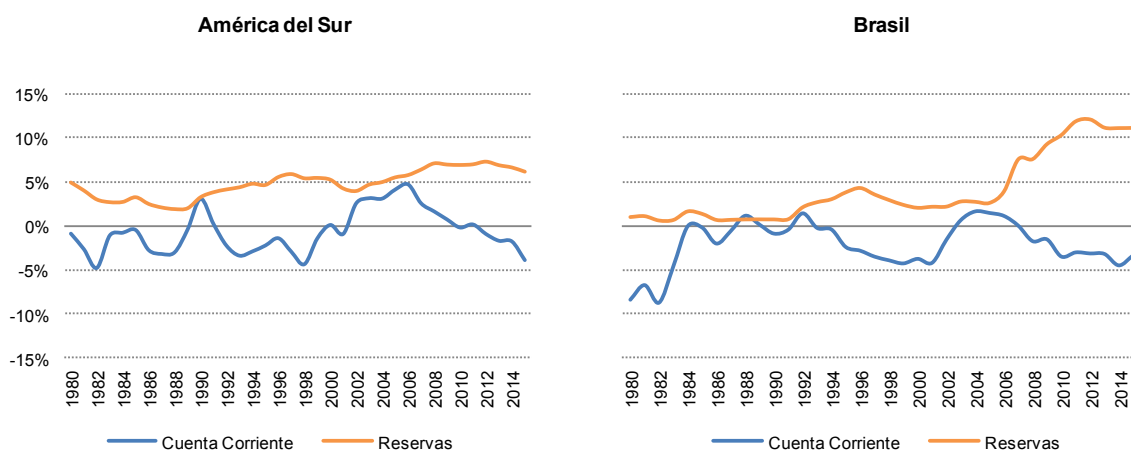
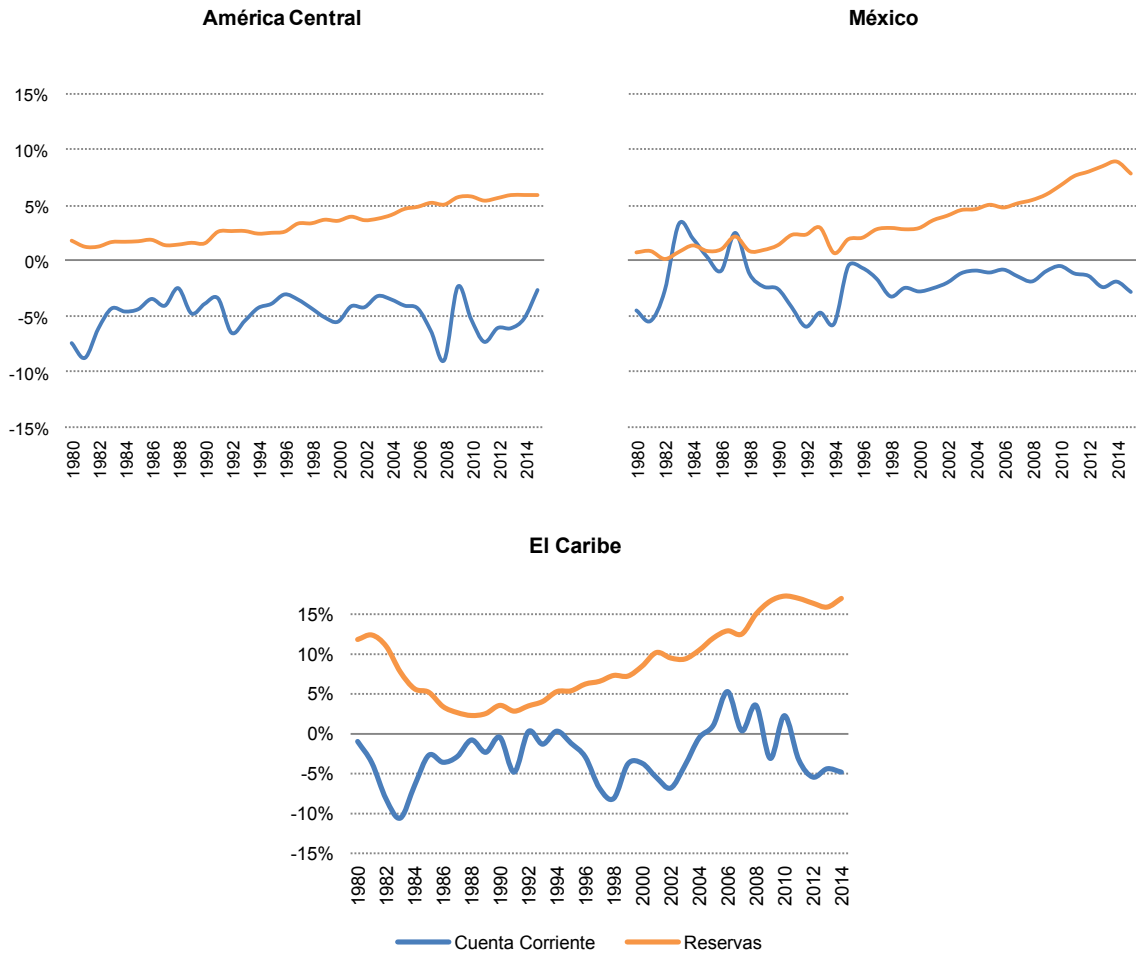


Gráfico 4 (conclusión)



Fuente: Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.

III. Estructura productiva, apalancamiento y vulnerabilidad externa

Como en todos los países periféricos, las economías de América Latina y el Caribe están expuestas a una serie de shocks de origen externo. Esta exposición resulta de la forma en la cual las economías de la región se insertaron en los mercados globales y del consecuente patrón de especialización adoptado. En los trabajos pioneros de Raúl Prebisch el problema de la heterogeneidad estructural, entendida como la coexistencia en una misma economía de sectores productivos propios de economías en distintos estadios de desarrollo (junto con un gran peso relativo de los sectores de baja productividad), emergió como una dimensión clave para la interpretación del subdesarrollo de los países de la región. Prebisch consideraba como principal variable explicativa la difusión “lenta y desigual” del progreso técnico a escala internacional. A partir de ese movimiento dispar es que emergen dos estructuras polares —el centro y la periferia— que se perpetúan en el tiempo de manera endógena. Como resultado de esta dinámica centro-periferia los países de la región exhibían una elevada propensión a registrar déficits de balance de pagos (originalmente explicados por la demanda de importaciones y, más tarde, por los servicios de la deuda externa) que, a su vez, derivaba en un creciente endeudamiento externo en divisas. Esta interpretación fue ampliada por otros autores, también de raíz cepalina, como Celso Furtado y Aníbal Pinto, instituyendo el concepto de heterogeneidad estructural como uno de los elementos que identifican el pensamiento latinoamericano en la campo de la teoría del desarrollo. De allí que, al hablar de vulnerabilidad externa en este trabajo nos refiramos al tipo de inserción internacional (en qué tipo de bienes y/o servicios se enfocan sus exportaciones) y al nivel de endeudamiento externo neto como sus “determinantes estructurales”, pues resultan de una serie de circunstancias histórico-estructurales que determinan el tipo de riesgos a los que las economías de la región están expuestas.

Teniendo en cuenta la naturaleza de los shocks externos que pueden afectar a nuestras economías podemos clasificarlos en dos grandes grupos: los reales, determinados por los movimientos en los términos de intercambio y/o la variación en el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales de cada país; y los financieros, asociados a las fluctuaciones en los flujos de inversión externa (de corto y largo plazo). De la superposición entre “determinantes estructurales” y tipos de shocks podemos derivar dos manifestaciones de la vulnerabilidad externa: la vulnerabilidad externa real y la vulnerabilidad externa financiera.

La vulnerabilidad externa real depende, entonces, de la especialización comercial de cada país. Un menor grado de diversificación productiva (como ocurre en los países de América del Sur debido a la concentración de sus exportaciones en pocos productos primarios) o un mayor grado de concentración exportadora en unos pocos socios comerciales (como ocurre en América Central, el Caribe y, especialmente, México en relación con los Estados Unidos) expone excesivamente a una economía a dinámicas ajenas a su control. La fuerte dependencia de varios países de América Central y el Caribe de las remesas provenientes del exterior o del volumen del turismo receptivo constituye el mismo tipo de vulnerabilidad. Naturalmente, las políticas requeridas para revertir esta fuente de vulnerabilidad externa tienen una relación con la gestión macroeconómica, pero remiten fundamentalmente al terreno de las políticas industriales y tecnológicas, aquellas capaces de modificar (diversificar) la estructura productiva¹⁴.

La vulnerabilidad externa financiera depende, por su parte, del grado de endeudamiento externo de cada economía, incluyendo el mayor o menor grado de penetración de la inversión extranjera directa, lo que se relaciona en parte con la apertura financiera de cada país, y en parte con la política (marco regulatorio) referida a la radicación de capitales externos¹⁵. Este tipo de vulnerabilidad se manifiesta en una posición patrimonial desfavorable, caracterizada por elevados ratios de endeudamiento¹⁶. Aquí también la gestión macroeconómica juega un papel importante, por ejemplo al inducir un determinado portafolio del sector privado que sea consistente con la estabilidad cambiaria y financiera. Pero a la política macroeconómica convencional, asociada al manejo de los instrumentos monetarios, corresponde incorporar la administración contracíclica de los flujos de capital de corto plazo y la instrumentación de medidas macro-prudenciales¹⁷.

Para evaluar el margen de maniobra de las economías de la región para impulsar el crecimiento en un contexto exterior menos favorable e instrumentar, eventualmente, medidas contracíclicas para impulsar la demanda interna, elaboramos dos indicadores de vulnerabilidad externa, uno real y otro financiero. El primero procura identificar el grado de concentración productiva o comercial de cada economía en un número reducido de actividades/productos/socios comerciales. Cuando más elevada esa concentración, más elevado el indicador de vulnerabilidad externa real. El segundo apunta a identificar el grado de apalancamiento externo (neto de reservas internacionales) de cada economía. A mayor apalancamiento externo, mayor exposición a reversiones repentinas en el ciclo financiero internacional (sudden stops) y/o a modificaciones en la política monetaria de los países centrales.

Teniendo en cuenta que por la vía real los países de la región están expuestos principalmente a dos tipos de shocks (fluctuaciones de precios de las materias primas y bajo crecimiento de los socios comerciales), definimos al indicador de vulnerabilidad externa real como el valor máximo de las exportaciones de bienes primarios (expuestos a los precios internacionales) y de la suma de las exportaciones de manufacturas, servicios de viajes y recepción de remesas (expuestos al crecimiento de los principales demandantes de estos bienes, en primer lugar EEUU y en el caso de turismo también Europa), ambos tomados como proporción de los créditos de la cuenta corriente (la suma de ingresos de divisas por todo concepto, incluidas las exportaciones de bienes, servicios y remesas):

$$VR_t^i = \max \left\{ \frac{X_t^{p,i}}{\text{Créditos}_t^{CA,i}}; \frac{X_t^{M,i} + X_t^{V,i} + R_t^i}{\text{Créditos}_t^{CA,i}} \right\}$$

¹⁴ Una mayor diversificación productiva se corresponde, desde esta perspectiva, con una mayor diversificación de los riesgos.

¹⁵ La tendencia en las últimas décadas ha tendido a favorecer la radicación incondicional de inversiones extranjeras directas en la región, limitando la posibilidad de establecer condiciones relacionadas con sus efectos tecno-productivos (por ejemplo, exigir la transferencia de capacidades tecnológicas a las firmas del país receptor, o el desarrollo de proveedores locales) y en ocasiones relajando el cumplimiento de determinados estándares regulatorios (impositivos, laborales, ambientales) por parte de las filiales de empresas extranjeras.

¹⁶ Se considera aquí el endeudamiento bruto, en particular con relación al sector privado. El endeudamiento neto no parece un indicador adecuado puesto que la fuerte disponibilidad de activos en el exterior del sector privado, como sucede en algunos países de la región, no implica necesariamente que esos fondos estén disponibles para hacer frente a los compromisos externos de la economía.

¹⁷ El grado de apertura financiera resulta relevante porque las tensiones cambiarias asociadas a los procesos de "huida a la calidad" (*flight to quality*) no se limitan a las decisiones de portafolio de los no residentes (inversores institucionales extranjeros, empresas multinacionales, etc.) sino a todas las decisiones de portafolio, incluidas las decisiones de portafolio de los residentes. En un contexto de plena convertibilidad de la cuenta financiera y de capital de la balanza de pagos no resulta necesario un fuerte grado de apalancamiento externo para que se produzca una crisis cambiaria.

donde X^P : Exportaciones intensivas en recursos naturales; X^M : Exportaciones de manufacturas; X^V : Exportaciones de servicios turísticos; R: Recepción de remesas; Créditos^{CA}: Créditos de la cuenta corriente.

Por ejemplo, en el caso de El Salvador, las exportaciones primarias, por un lado, y la suma de las exportaciones de manufacturas, servicios de viajes y recepción de remesas, representaron el 12,0% y 73,6% de los créditos de la cuenta corriente, respectivamente, entre 2013 y 2015 (ver Anexo), por lo que el indicador de vulnerabilidad externa real (VR) para ese período ascendía a 73,6% (fundamentalmente por el peso de las remesas en el segundo cociente). En el caso de Chile, las exportaciones primarias representaron el 66,2% de los créditos de la cuenta corriente en el mismo período, y la suma de las exportaciones de manufacturas, servicios de viajes y recepción de remesas, el 16,5%, por lo que el indicador de vulnerabilidad externa real de Chile ascendía a 66,2% en ese período (fundamentalmente por el peso de las exportaciones de cobre en el primer cociente).

Con respecto a la vulnerabilidad externa financiera, esta se aproxima como el ratio entre la suma de los pasivos de inversiones de cartera e inversión extranjera directa (ambas variables en stocks) netos de las reservas internacionales, en relación al PIB medido en dólares de paridad de poder adquisitivo. El objetivo de restarle las reservas a la deuda externa es incorporar el “poder de fuego” de la autoridad monetaria para poder hacer frente a eventuales tensiones financieras¹⁸ (como la necesidad de desactivar un ataque especulativo contra la moneda local). Este indicador refleja el grado de apalancamiento externo de la economía:

$$VF_t^i = \frac{IC_t^i + IED_t^i - Reservas_t^i}{PIB_t^i}$$

donde IC_t^i : pasivos del stock de inversiones de cartera; IED_t^i : pasivo del stock de inversión extranjera directa; $Reservas_t^i$: stock de reservas internacionales del banco central; PIB_t^i : producto bruto interno medido en dólares de paridad de poder adquisitivo.

En el caso de los países del Caribe, al no contar con información de los pasivos de inversiones de cartera, el indicador de vulnerabilidad financiera se calcula como:

$$VF_t^i = \frac{DEP_t^i + IED_t^i - Reservas_t^i}{PIB_t^i}$$

donde DEP_t^i : es el stock de deuda externa pública bruta.

Los siguientes gráficos muestran la evolución de estos dos indicadores para el período 2005-2007 (referencia al movimiento cíclico alcista anterior a la crisis) y 2013-2015 (referencia a la situación posterior). Por encima de la recta de 45 grados se ubican los países en los que aumentó la vulnerabilidad real (gráfico 5a) o financiera (gráfico 5b) entre los dos períodos considerados. Así, 17 de los 32 países bajo análisis aumentaron su vulnerabilidad real, en tanto que 29 de esos 32 se encuentran más vulnerables en el frente financiero.

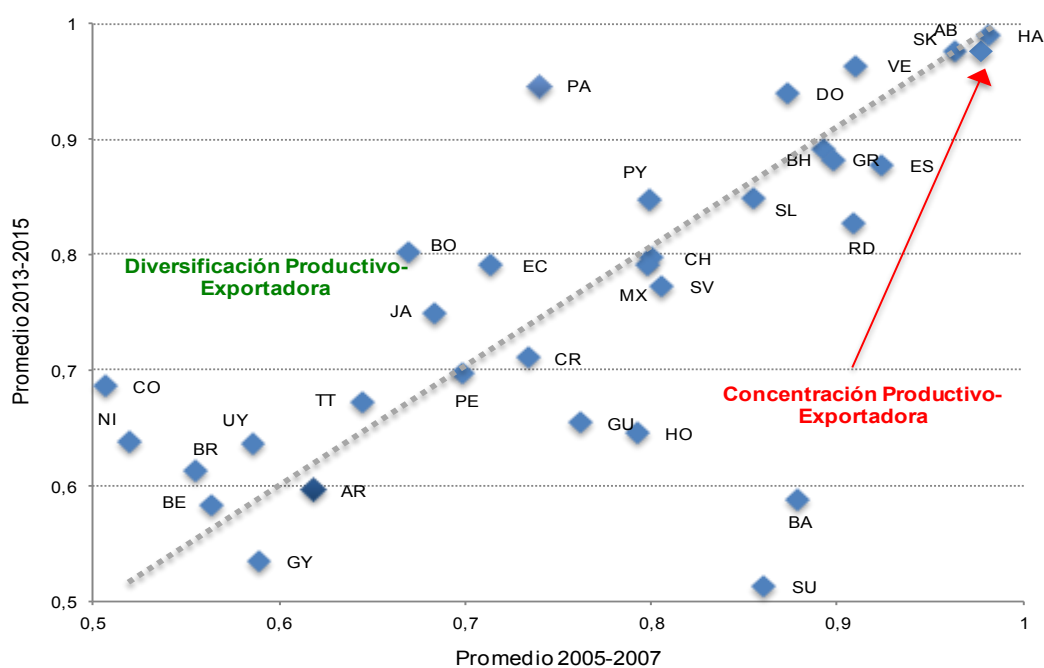
El Anexo presenta los dos indicadores y cada uno de sus respectivos componentes para cada país de la región. A partir de la ubicación de los países en el diagrama de vulnerabilidad real y la información del Anexo resulta posible identificar tres tipos de países en la región:

- países orientados al turismo: tienden a concentrar fuertemente la generación de divisas en este sector, por lo que están muy expuestos al crecimiento de los países centrales, en particular (aunque no exclusivamente) de Estados Unidos;

¹⁸ En los casos de Chile y Perú, a las reservas del banco central les hemos sumado aquellas correspondientes a los respectivos fondos de estabilización.

- países exportadores de productos primarios: a pesar de poseer una estructura productiva fuertemente basada en la producción y el procesamiento de recursos naturales, tienden a diversificar un poco más su generación de divisas ya sea con productos industriales (como el Brasil o la Argentina) o remesas (como Paraguay o Ecuador), por lo que también diversifican (relativamente) su exposición entre el crecimiento de los socios comerciales y las fluctuaciones de los precios internacionales; y
- países que exportan bienes industriales de ensamblaje: tienden a combinar estos ingresos con una importante recepción de remesas (Guatemala, Honduras, El Salvador y México), por lo que se encuentran expuestos fundamentalmente al ciclo económico de los Estados Unidos¹⁹.

Gráfico 5a
Vulnerabilidad financiera en América Latina y el Caribe
2005-07 vs. 2013-15

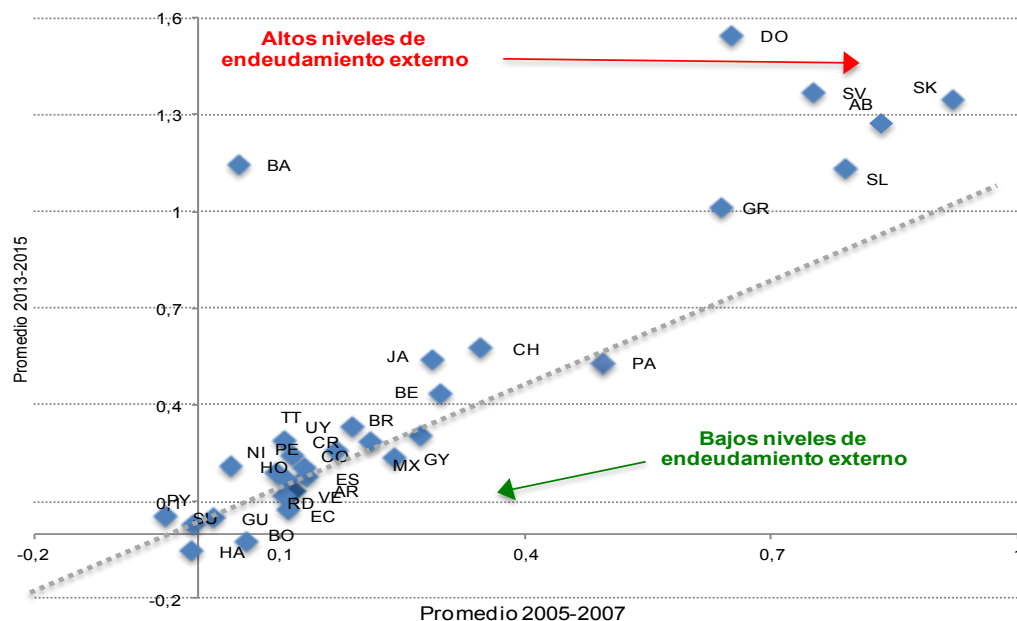


Fuente: Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.

Tanto en lo que se refiere a la vulnerabilidad real como a la financiera se aprecia como los países de cada subregión tienden a ubicarse en diferentes zonas. Los países de América del Sur exhiben, en su mayoría, niveles de vulnerabilidad más bajos que el resto de las subregiones. Existen, sin embargo, algunas diferencias al interior de estos países: mientras que Bolivia, Paraguay y Ecuador, normalmente clasificados dentro del grupo de los países no integrados financieramente a los mercados globales, registran un indicador muy bajo de vulnerabilidad financiera externa, Brasil, Chile y Uruguay, y en menor medida Colombia, usualmente considerados dentro del grupo de los países financieramente integrados, presentan niveles de apalancamiento mucho más elevados. En otras palabras, son los países más integrados a los mercados financieros internacionales los que presentan una mayor vulnerabilidad financiera externa.

¹⁹ En el caso de México el fuerte peso de las exportaciones de petróleo supone también un mayor grado de diversificación comercial.

Gráfico 5b
Vulnerabilidad financiera en América Latina y el Caribe
2005-07 vs. 2013-15



Fuente: Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.

Estos matices hacia el interior de América del Sur también aparecen cuando se analiza la vulnerabilidad real. Mientras que Argentina, Brasil y Uruguay (y en menor medida Colombia) poseen un sector manufacturero que reduce el peso de las exportaciones de bienes primarios en las exportaciones totales, Chile, Perú, Ecuador, Paraguay, el Estado Plurinacional de Bolivia y la República Bolivariana de Venezuela tienen la canasta exportadora mucho más concentrada en la explotación de recursos naturales: el cobre (Chile y Perú), el petróleo (en los casos de Ecuador y Venezuela), el gas (en el Est. Plur. Nac. de Bolivia) y la soja (en Paraguay). Esto los vuelve comparativamente más vulnerables a las fluctuaciones de los términos de intercambio con respecto a los demás países de América del Sur.

Las economías de América Central también presentan matices desde el punto de vista de su vulnerabilidad real. Un grupo de ellas se ubica en un espacio de proximidad con las economías más diversificadas de América del Sur. Son los casos de Costa Rica, Nicaragua y Guatemala, que debido a la existencia de algún recurso natural (bananas y frutas tropicales en Costa Rica, café y oro en Nicaragua y café, azúcar, bananas y oro en Guatemala) han logrado equilibrar su generación de divisas entre productos primarios y remesas y/o turismo (factores más ligados al ciclo de Estados Unidos). Honduras, Panamá y República Dominicana, por su parte, se encuentran mucho más expuestos al ciclo de Estados Unidos, lo que supone, desde la perspectiva adoptada aquí, una mayor vulnerabilidad externa real. En materia financiera, salvo Panamá, el resto de los países de América Central exhibe niveles parecidos a los de los países integrados financieramente de América del Sur.

El caso de México se ubica en un lugar intermedio en cada una de las dimensiones analizadas. En términos de su vulnerabilidad real, la combinación de remesas, viajes y, fundamentalmente, exportaciones de manufacturas a Estados Unidos vuelve particularmente vulnerable su generación de divisas al ciclo económico de ese país. Sin embargo, el hecho de que parte de sus exportaciones sea de bienes primarios (petróleo) le permite cierta diversificación comercial. En cuanto al frente financiero, la situación parece asemejarse a la de Brasil; es decir, un país muy integrado a los mercados financieros internacionales y por tanto susceptible a una reversión de los flujos internacionales de capital (sobre todo de corto plazo).

Los países del Caribe exhiben niveles de vulnerabilidad sustancialmente más altos que el resto de las subregiones. Esto se manifiesta no solo en el alto grado de vulnerabilidad real, explicado fundamentalmente por la elevada exposición al ciclo económico de Estados Unidos (remesas y turismo), sino también por los importantes ratios de endeudamiento externo, que redundan en una muy elevada vulnerabilidad financiera.

Dentro del Caribe se observan, sin embargo, algunas excepciones. Los casos de Belice, Guyana, Surinam y Trinidad y Tobago exhiben niveles de vulnerabilidad real más bajos, debido a que explotan algún recurso natural (petróleo en Trinidad y Tobago y Belice, oro en Guyana y óxido de aluminio en Surinam), lo cual les permite diversificar relativamente su canasta exportadora hacia actividades menos expuestas al crecimiento de Estados Unidos, asemejándolos en cierta medida a las economías especializadas en la exportación de materias primas de América del Sur. Estas particularidades (estructurales) permiten que en algunos casos los resultados de la cuenta corriente sean menos negativos que en los otros países del Caribe. Como consecuencia de este mejor desempeño en la cuenta corriente, estos países han alcanzado niveles de endeudamiento más bajos que los demás países de la subregión, ubicándolos en una situación intermedia entre las economías del Caribe y los países de América del Sur.

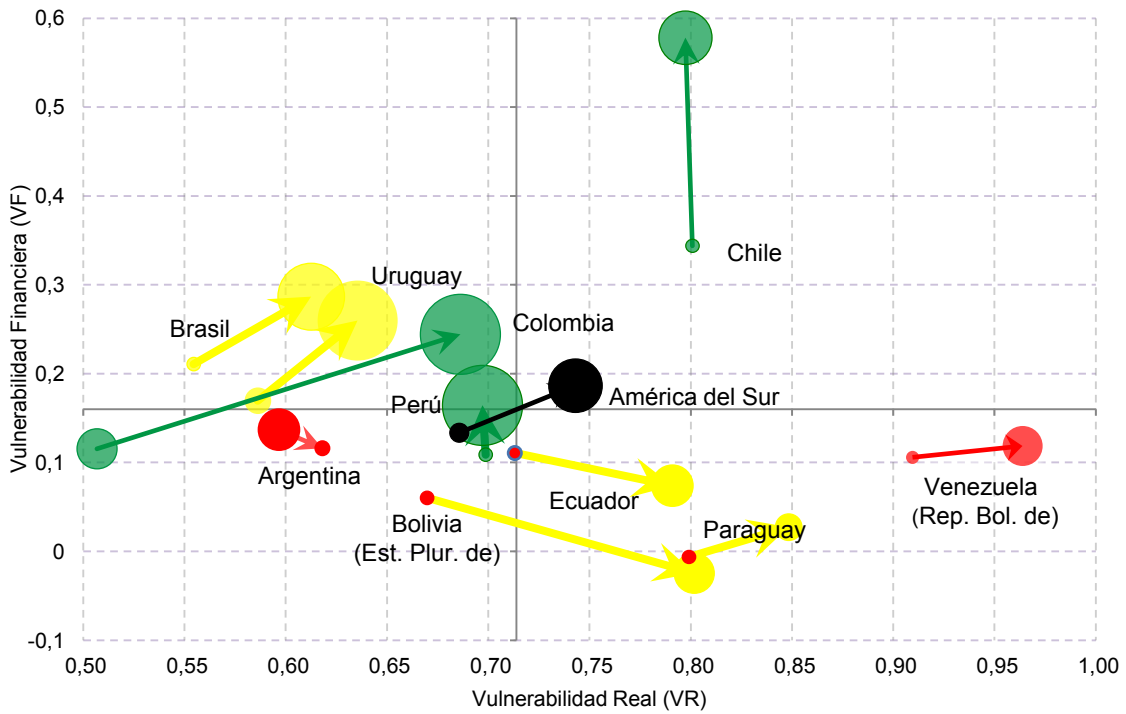
A. La vulnerabilidad externa antes y después de la crisis de 2008-2009

El análisis dinámico de los indicadores de vulnerabilidad externa real y financiera puede combinarse con el de dos variables coyunturales que reflejan el margen de maniobra contracíclico de cada economía: el resultado de la cuenta corriente, como medida de la necesidad de financiamiento externo, y la prima de riesgo país (computada a partir del EMBI para los países en que está disponible), como medida del grado de acceso a los mercados de crédito internacional.

Estas cuatro dimensiones —los indicadores de vulnerabilidad externa (real y financiera) referidos en el acápite anterior más el saldo en cuenta corriente y la prima de riesgo país— son representadas conjuntamente para comparar los períodos 2005-2007 y 2013-2015 en los siguientes gráficos. En ellos, el eje horizontal computa la vulnerabilidad externa real, el eje vertical la vulnerabilidad externa financiera, el tamaño de cada punto refleja la magnitud del déficit de cuenta corriente (cuanto más grande el punto, mayor el déficit en cuenta corriente) y el color representa el nivel de la prima de riesgo país en cada caso (verde cuando el EMBI se ubica por debajo de los 200 puntos básicos, amarillo entre los 200 y 500 puntos básicos y rojo por encima de 500 puntos básicos)²⁰. Cada gráfico está dividido en cuatro cuadrantes delimitados por las medianas de los valores correspondientes a cada indicador de vulnerabilidad (real o financiera, según corresponda). Para cada subregión definimos en azul el promedio de los indicadores de vulnerabilidad externa real y financiera, a fin de obtener un punto de referencia o “promedio” de la situación a nivel subregional.

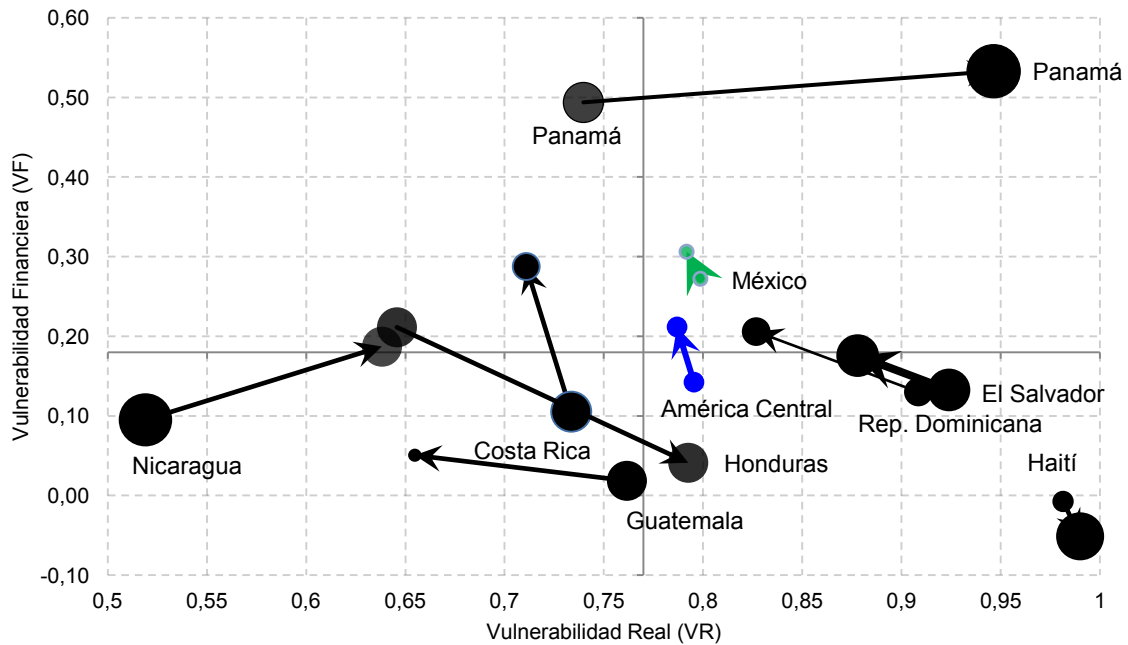
²⁰ El indicador de prima de riesgo país no está disponible para los países del Caribe y varios países de América Central. En esos casos las observaciones correspondientes se representan con el color negro.

Gráfico 6
Vulnerabilidad externa en América del Sur
Promedio 2005-2007 contra 2013-2015



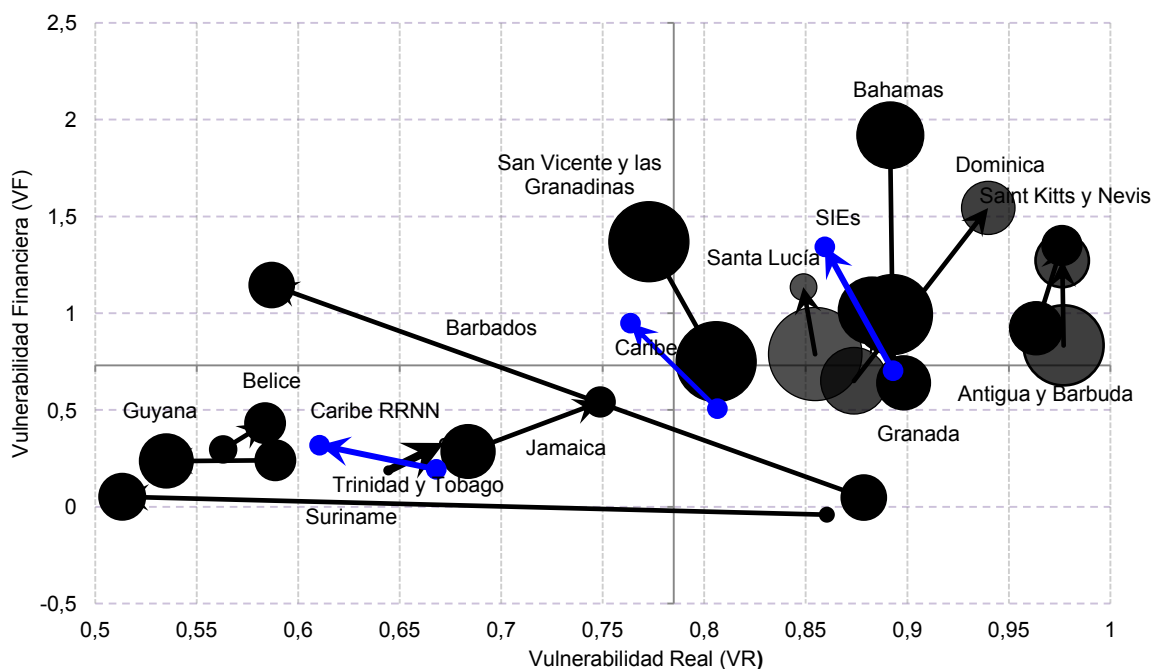
Fuente: Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.

Gráfico 7
Vulnerabilidad externa en América Central y México
Promedio 2005-2007 contra 2013-2015



Fuente: Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.

Gráfico 8
Vulnerabilidad externa en el Caribe
Promedio 2005-2007 contra 2013-2015



Fuente: Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.

De los gráficos se advierte, en general, una mayor vulnerabilidad externa en el segundo período (2013-2015) que en el primero (2005-2007). Tanto en América del Sur como en América Central la vulnerabilidad externa aumenta, aunque en el primer caso este incremento está más explicado por la dimensión real y en el segundo por la financiera. En el Caribe, en cambio, se observa una leve caída de la vulnerabilidad real pero un aumento significativo de la vulnerabilidad financiera. Hacia dentro de esta última subregión podemos dividir a los países entre economías muy pequeñas en lo territorial (*Small Island Economies*, SIEs) y países más extensos con recursos naturales. Tomando esta taxonomía al interior del Caribe, se observa que si bien en ambos casos la vulnerabilidad real disminuyó y la vulnerabilidad financiera aumentó, este último incremento fue más grande en las SIEs, donde a su vez los niveles de endeudamiento son sustancialmente mayores.

Dentro de las subregiones, observamos que en América del Sur (incluyendo el Brasil) en siete de los diez países subió la vulnerabilidad real —lo que implica que en general no se ha revertido, o que se ha profundizado, la concentración de los países de la región en la exportación de materias primas— y también en ocho casos aumentó la vulnerabilidad financiera —lo que implica que, pese al incremento de reservas internacionales, en general ha aumentado la exposición a una interrupción repentina (*sudden stop*) en las fuentes de financiamiento externo. En cinco de las diez economías aumentaron las dos fuentes de vulnerabilidad externa y en ningún caso se observó una mejora conjunta en las dos dimensiones. Paralelamente, los saldos de cuenta corriente se deterioraron en todos los casos, aunque en comparación con el resto de la región los países de América del Sur presentan los saldos menos negativos de toda América Latina y el Caribe, lo que implica que los niveles de endeudamiento acumulados en estos países tendieran a ser, también, relativamente más bajos. Prácticamente todos los países de la subregión han mantenido su acceso al crédito en el período considerado (Argentina y Venezuela constituyeron, hasta 2015, la excepción), incluyendo los países con mayores déficits en cuenta corriente. Sin embargo, en términos generales, las raíces estructurales de la vulnerabilidad externa de los países de América del Sur han tendido a acentuarse luego de la crisis subprime.

En el caso de los países de América Central y México, la vulnerabilidad financiera aumentó en ocho de los nueve países considerados, entre ellos México, en tanto la vulnerabilidad real aumentó en tres casos. Solo en dos de estos nueve países se advierte un deterioro simultáneo de la vulnerabilidad externa en los planos financiera y real. Sin embargo, como en América del Sur, en ningún caso se produjo una mejora simultánea en las dos dimensiones. En cuanto a los resultados de la cuenta corriente, si bien en los últimos años esta subregión ha registrado una importante mejora (salvo Panamá y Haití, el resto de los países han reducido notablemente sus déficits) la situación sigue siendo persistentemente deficitaria. En suma, los países de América Central y México aumentaron su vulnerabilidad externa en 2013-2015 con respecto a 2005-2007, sobre todo en el frente financiero, en un marco de elevados déficits en cuenta corriente.

Finalmente, en los países del Caribe la vulnerabilidad financiera, que parte de los niveles más elevados de toda la región, aumentó en los trece casos considerados. En seis de esos casos aumentó, también, la vulnerabilidad real. Con respecto a los saldos de la cuenta corriente, coexisten situaciones de mejora con otras de deterioro en el período analizado, aunque partiendo en la mayoría de los casos de resultados deficitarios muy abultados. La magnitud y persistencia de esos déficits explica y retroalimenta los elevados ratios de endeudamiento indicados, profundizando la fragilidad macroeconómica-financiera de varios países del Caribe, especialmente entre las SIEs.

IV. Reflexiones finales

En distinto grado, los países de la región exhiben, en general, una mayor vulnerabilidad externa que en el período inmediatamente anterior a la crisis *subprime*. Esta mayor vulnerabilidad se manifiesta, a pesar del aumento en el stock de reservas internacionales en varios países de la región, tanto en el frente real como en el financiero. Mientras 13 de los 32 países de la región han aumentado su vulnerabilidad en ambas dimensiones, ninguna economía logró mejorar simultáneamente en los dos frentes. Esta situación fue acompañada por un deterioro generalizado de los resultados de cuenta corriente. Los pocos casos en donde se registraron mejoras (en el Caribe) se produjeron en contextos de déficits de cuenta corriente muy elevados, de difícil sostenibilidad. El hecho de que la mayoría de los países de la región haya mantenido su acceso al crédito internacional (en un contexto internacional signado por la política monetaria expansiva, primero de la Fed y luego del Banco Central Europeo) y que la inversión extranjera directa haya continuado fluyendo hacia varios de los países de la región explica por qué esta situación de creciente vulnerabilidad no se tradujo (cuanto menos hasta 2015) en mayores tensiones en los balances de pagos.

A excepción de buena parte de las economías del Caribe (donde, como se ha mencionado, la vulnerabilidad externa resulta mayor) la situación descrita dista de revestir la fragilidad que caracterizó a la región en las décadas de los ochenta o noventa. En comparación con ese período, el aumento del stock de reservas internacionales en varios países de la región (en particular en América del Sur) y la prevalencia de regímenes cambiarios más flexibles confieren un mayor margen de maniobra macroeconómico. Aún así, el contexto prevaleciente, de mayor y (en varios casos) creciente vulnerabilidad externa, como se describió en el acápite anterior, tenderá a dificultar la posibilidad de aumentar las fuentes internas del crecimiento, que pueden resultar vitales ante retracción de la demanda agregada global²¹. Como consecuencia de ello, parece inexorable bajo las actuales “reglas del juego” la convergencia hacia una “nueva normalidad”, o una “nueva mediocridad” (*new mediocre*) caracterizada por un ritmo más bajo de crecimiento y un margen de maniobra limitado para la implementación de políticas contracíclicas que impulsen el crecimiento a partir de estímulos a la demanda interna.

²¹ El ritmo de crecimiento del comercio internacional sigue estancado en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis *subprime* (CEPAL, 2015a; 2016).

La información presentada sugiere que los países de la región no lograron avanzar en un proceso de cambio estructural que les permitiera diversificar sus exportaciones, a fin de reducir su exposición a las fluctuaciones de los precios internacionales, en particular en el caso de los países de América del Sur (CEPAL, 2012). Tampoco se produjeron modificaciones significativas en materia de inserción financiera internacional, con lo que ello implica desde para la autonomía en el ejercicio de la política macroeconómica (Ocampo y otros, 2008; Rey, 2013). En otras palabras, no se han producido cambios significativos en los “determinantes estructurales” de la vulnerabilidad externa. Más allá de algunos avances en el campo de la política macro-prudencial, y de la adopción cada vez más generalizada de regímenes cambiarios flexibles, la región sigue exhibiendo una apertura prácticamente irrestricta a los flujos de capital transfronterizos, que se manifiesta en niveles relativamente altos de endeudamiento de corto plazo, en particular del sector privado (IMF, 2015), a lo que se añade el peso creciente, desde una perspectiva macro-financiera, del stock de inversión extranjera directa, que conlleva una carga estructural negativa sobre el balance de pagos, que no parece verse compensada por sus posibles efectos positivos en la esfera real de la economía, en términos de cambio estructural y transferencia tecnológica (véase CEPAL, 2015b). Esta dependencia persistente, y en algunos casos creciente, del financiamiento externo, y el elevado grado de apertura financiera internacional, exponen cada vez más a los países de América Latina y el Caribe a los vaivenes de los ciclos de liquidez internacional. Ello no solo dificulta la implementación de políticas contracíclicas sino que supone, como sugiere Chang (2011), una mayor injerencia de la visión imperante en los mercados financieros en las decisiones de política de los países de la región, que excede el ámbito estrictamente macro-financiero.

Ello amerita, a modo de cierre, una reflexión de orden político-institucional. Podría esbozarse, en tal sentido, que existe una relación de interdependencia recíproca entre, por un lado, las dificultades para instrumentar políticas y avanzar en las transformaciones institucionales necesarias para el cambio estructural y, por otro lado, la desregulación de los flujos transfronterizos de capital. En un contexto de libre movimiento internacional de capitales como el que prevalece actualmente en la región, el tipo de medidas que podrían contribuir a mejorar las perspectivas para el desarrollo —un aumento de la tributación a los sectores de altos ingresos en aras de aumentar el espacio fiscal y mejorar la progresividad impositiva, el financiamiento subsidiado a sectores considerados estratégicos, la inversión en infraestructura de ciencia y tecnología, o el establecimiento de una política de salario mínimo, por citar algunos ejemplos concretos— puede en la práctica ser vista convencionalmente (i.e. desde el punto de vista de los mercados financieros) como una política “inapropiada”, que pone en cuestión la solvencia del Estado que pretende aplicarla, castigando el valor de sus títulos de deuda, con lo que ello implica desde el punto de vista del acceso al financiamiento del exterior. Es por esta razón —para evitar la interferencia ideológica en la viabilidad de determinadas políticas de desarrollo—, y no solo por cuestiones instrumentales asociadas, por ejemplo, a una mayor autonomía en el ejercicio de la política monetaria, que históricamente desde el keynesianismo se ha propiciado la regulación del flujo internacional de capitales (Crotty, 1983). La región no solo requiere una discusión más profunda acerca de su especialización productiva e inserción comercial sino también sobre su apertura financiera y el grado de financierización prevalecientes.

Bibliografía

- Abeles, Martín (2004), “Financially Destabilizing Aspects of Inward FDI: The Case of Argentina during the 1990s”, presentado en el Seminario Internacional sobre “Desafíos para el Desarrollo en el Siglo XXI” (Challenges to Development in the 21st Century), Instituto de Economía, Universidad Estadual de Campinas, San Paulo, Brasil, 6-7 de diciembre de 2004.
- Abeles, Martín y S. Valdecantos (2015), “Vulnerabilidad Externa y Crisis en América Latina”, a ser presentado en Workshop on Macroeconomic Crises, RIDGE, Buenos Aires 17-18 diciembre.
- Akin, Ç., & M. A. Kose (2008). Changing nature of North–South linkages: Stylized facts and explanations. *Journal of Asian Economics*, 19(1), 1-28.
- BID (2016), “Tiempo de decisiones. América Latina y el Caribe ante sus desafíos”, Washington, D.C.
- BIS (2015), “85th Annual Report”, Basel.
- Chang, Ha-Joon (2011), “Institutions and economic development: theory, policy and history”, *Journal of Institutional Economics*, 7: 4, 473-498.
- Chambers, Robert (1989), “Vulnerability: How the Poor Cope”, Institute of Development Studies, 20(2).
- CEPAL (2012), Cambio Estructural para la Igualdad: Una visión Integrada del Desarrollo, Trigésimo Cuarto Período de Sesiones de la CEPAL, San Salvador, 27-31 de Agosto de 2012.
- CEPAL (2015a), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015*, (LC/G.2645-P), Santiago de Chile
- CEPAL (2015b), *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2015*, (LC/G.2641-P), Santiago de Chile
- CEPAL (2016), *Horizontes 2030: La igualdad en el centro del desarrollo sostenible*, Trigésimo Sexto Período de Sesiones de la CEPAL, Ciudad de México, 23-27 de mayo de 2016.
- Crotty, James (1983), “On Keynes and Capital Flight”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 21, No. 1, March 1983, pp. 59-65.
- Eatwell, John y L. Taylor (2001), *Global finance at risk: the case for international regulation*, The New Press.
- Furtado, Celso (1968), *Formação econômica do Brasil*, Companhia Editora Nacional.
- Goldberg, L. S. (2010). “Is the international role of the dollar changing?”, *Current Issues in Economics and Finance*, 16(1).
- IMF (2015), *Global Financial Stability Report. Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks Rotating to Emerging Markets*, Washington, D.C.
- IMF (2016), “Global Financial Stability Report—Potent Policies for a Successful Normalization”, Washington, D.C.

- Kaltenbrunner, A. y J. P. Pánciera (2014), "Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience," *Cambridge Journal of Economics*, 39 (5): pp. 1281–1306.
- Koo, R. C. (2011), *The holy grail of macroeconomics: lessons from Japans great recession*, John Wiley & Sons.
- Ocampo, José Antonio (2011), "Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva", *Revista de la CEPAL* 104.
- Ocampo J. A., S. Spiegel y J. Stiglitz (2008), "Capital Market Liberalization and Development", en J.A Ocampo y J. Stiglitz (eds) *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University Press.
- Rey, H. (2013), "Dilemma not trilemma: the global cycle and monetary policy independence", en *Proceedings-Economic Policy Symposium-Jackson Hole* (pp. 1-2). Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Pérez-Caldentey, Esteban y D. Titelman (2015), "Macroeconomía para el desarrollo en América Latina y el Caribe: nuevas consideraciones sobre las políticas anticíclicas", en Barcena, A y Prado, A (2015), "Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI", *Libros de la CEPAL*.
- Prebisch, Raúl (1946), "Memoria: primera reunión de técnicos sobre problemas de banca central del continente americano", Banco de México, pp.25-6.
- Sawyer, M (2016), "The Economic and Monetary Union: Past and Present Failures and some Future Possibilities", *World Economic Review*.
- Valdecantos, Sebastián (2015), "Estructura productiva y vulnerabilidad externa: una síntesis estructuralista poskeynesiana", en Alicia Bárcena, Antonio Prado y Martín Abeles (editores), *Estructura productiva y política macroeconómica: Enfoques heterodoxos desde América Latina*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.

Anexo

Cuadro A.1
Componentes de la vulnerabilidad externa real de los países de América Latina y el Caribe
(En porcentaje)

País	2005-2007			2013-2015		
	Exportaciones Primarias	Export. industriales, viajes y remesas	Vulnerabilidad real	Exportaciones Primarias	Export. industriales, viajes y remesas	Vulnerabilidad real
Antigua y Barbuda	1,5	63,8	63,8	0,9	65,1	65,1
Argentina	50,6	31,2	50,6	51,1	32,3	51,1
Bahamas	9,1	76,1	76,1	10,6	74,6	74,6
Barbados	8,8	62,5	62,5	21,1	60,3	60,3
Belize	37,9	48,8	48,8	40,1	39,7	40,1
Bolivia (Estado Plurinacional de)	61,1	30,1	61,1	77,9	16,2	77,9
Brasil	37,9	47,2	47,2	51,2	31,6	51,2
Chile	64,6	16,1	64,6	66,2	16,5	66,2
Colombia	44,9	43,6	44,9	61,7	25,4	61,7
Costa Rica	23,1	63,5	63,5	24,3	55,0	55,0
Dominica	9,9	68,5	68,5	5,0	68,5	68,5
Ecuador	66,7	26,8	66,7	76,4	19,4	76,4
El Salvador	6,3	75,7	75,7	12,0	73,6	73,6
Granada	8,0	70,5	70,5	10,0	69,7	69,7
Guatemala	21,9	69,9	69,9	32,0	59,6	59,6
Guyana	31,3	44,8	44,8	32,5	39,2	39,2
Haití	1,7	91,5	91,5	0,7	95,2	95,2
Honduras	13,5	75,5	75,5	s/d	s/d	0,0
Jamaica	26,3	56,9	56,9	20,4	57,2	57,2
México	19,4	76,9	76,9	21,4	72,5	72,5
Nicaragua	44,0	44,3	44,3	51,7	30,8	51,7
Panamá	49,2	17,3	49,2	3,8	67,5	67,5
Paraguay	75,4	19,0	75,4	79,9	15,7	79,9
Perú	54,7	23,6	54,7	54,7	20,1	54,7
República Dominicana	8,1	80,8	80,8	12,4	70,6	70,6
Saint Kitts y Nevis	2,9	76,5	76,5	1,5	60,9	60,9
San Vicente y las Granadinas	14,3	59,3	59,3	16,7	59,4	59,4
Santa Lucía	12,7	74,8	74,8	14,8	74,1	74,1
Suriname	74,1	12,1	74,1	13,1	10,7	13,1
Trinidad y Tabago	61,2	33,8	61,2	48,9	23,9	48,9
Uruguay	44,2	31,2	44,2	53,8	33,1	53,8
Venezuela (República Bolivariana de)	78,8	7,9	78,8	90,9	3,0	90,9

Fuente: : Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.

Cuadro A.2
Componentes de la vulnerabilidad externa financiera de los países de América Latina y el Caribe

País	2005-2007				2012-2014			
	Deuda Externa	Inversión Extranjera Directa	Reservas	Vulnerabilidad financiera	Deuda Externa	Inversión Extranjera Directa	Reservas	Vulnerabilidad financiera
Antigua y Barbuda	20,2	91,0	7,6	103,7	23,9	93,2	11,4	102,8
Argentina	7,1	10,1	5,6	11,6	3,9	11,8	3,8	11,9
Bahamas	3,6	105,7	6,5	102,9	14,0	127,4	9,6	129,6
Barbados	22,9	22,3	17,4	27,8	31,4	66,9	16,1	76,2
Belice	46,2	34,6	4,6	76,2	38,1	38,0	13,8	55,2
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0,2	12,6	6,8	5,9	0,1	15,4	19,5	-4,1
Brasil	15,1	10,6	4,7	21,1	18,1	23,4	11,5	30,0
Chile	7,3	33,8	8,3	32,8	16,7	54,7	14,7	56,7
Colombia	4,2	11,7	5,4	10,5	8,0	20,5	9,4	19,1
Costa Rica	2,3	15,1	6,9	10,5	6,6	30,7	10,7	26,6
Dominica	38,4	74,2	9,6	102,9	34,6	58,9	12,6	73,9
Ecuador	3,8	9,0	1,8	11,0	0,6	8,1	1,3	7,3
El Salvador	5,9	12,1	4,7	13,2	7,7	16,9	5,5	19,2
Granada	40,4	73,1	9,1	104,4	46,5	76,7	11,9	100,5
Guatemala	1,8	4,9	4,9	1,8	1,8	8,7	6,1	4,4
Guyana	29,6	32,3	8,2	53,7	24,4	31,9	14,9	38,2
Haití	10,9	2,0	2,8	10,1	s/d	s/d	s/d	s/d
Honduras	0,3	13,5	9,4	4,4	1,7	26,1	7,5	20,3
Jamaica	26,7	36,1	9,9	52,9	35,7	35,5	8,9	53,6
México	15,5	16,8	5,0	27,3	22,2	18,4	8,3	32,3
Nicaragua	0,5	14,2	4,7	10,0	0,1	25,5	7,2	18,4
Panamá	18,5	35,7	4,2	49,9	19,7	42,9	3,9	58,7
Paraguay	0,0	4,6	5,3	-0,7	1,6	9,5	9,9	1,3
Perú	9,9	10,1	9,3	10,7	13,0	19,8	20,7	12,2
República Dominicana	3,7	12,2	2,9	13,0	4,8	20,4	3,3	21,8
Saint Kitts y Nevis	30,3	100,6	8,4	122,5	25,7	109,7	25,3	110,9
San Vicente y las Granadinas	19,6	144,7	13,5	150,8	26,3	140,4	19,8	145,3
Santa Lucía	23,0	51,2	4,8	69,3	23,8	53,9	6,9	65,1
Suriname	6,3	0,0	4,0	2,3	7,9	6,7	8,4	5,4
Trinidad y Tabago	3,9	36,5	17,6	22,7	4,4	36,1	25,5	22,6
Uruguay	15,2	10,6	8,4	17,3	18,8	29,2	23,0	25,0
Venezuela (República Bolivariana de)	5,8	11,2	6,6	10,4	7,7	9,6	1,6	15,7

Fuente: : Comisión para América Latina y el Caribe, CEPAL.



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

Estudios y Perspectivas – Buenos Aires

Números publicados

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

www.cepal.org/publicaciones

49. Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe: un análisis estructural, Martín Abeles y Sebastián Valdecantos, (LC/L.4220, LC/BUE/L.228), agosto de 2016.
48. El enfoque de brechas estructurales de desarrollo y los Objetivos de Desarrollo Sostenible aplicado al análisis de las provincias argentinas Documento metodológico, Analía Erbes, (LC/L.4207, LC/BUE/L.227), agosto de 2016.
47. Descomposición Alternativa de los Componentes de la Demanda Agregada: Hacia un Análisis del Corto Plazo con más Contenido Estructural, Anahi Amar, Matías Torchinsky y Ariel Wirkierman, (LC/L.4205, LC/BUE/L.226), mayo de 2016.
46. Estructura productiva y vulnerabilidad externa. Un modelo estructuralista *stock*-flujo consistente, Sebastián Valdecantos, (LC/L.4171, LC/BUE/L.225), abril de 2016.
45. La política industrial en la Argentina durante la década de 2000, Pablo Lavarello y Marianela Sarabia (LC/L.4142, LC/BUE/L.224), diciembre de 2015.
44. Distribución funcional del ingreso en la Argentina, 1950-2007, Susana Kidyba y Daniel Vega (LC/L.4091, LC/BUE/L.223), noviembre de 2015.
43. Tipo de cambio real y diversificación productiva en América del Sur, Gonzalo Bernat (LC/L.4028, LC/BUE/L.222), junio 2015.
42. Cambio estructural y desarrollo: eficiencia keynesiana y schumpeteriana en la industria manufacturera argentina en el período 2003-2011, Diego Rivas y Verónica Robert, (LC/L.4028, LC/BUE/L.221), abril 2015.
41. Midiendo las fuentes del crecimiento en una economía inestable: Argentina. Productividad y factores productivos por sector de actividad económica y por tipo de activo, Ariel Coremberg, (LC/L.3084-P, LC/BUE/L.220), N° de venta: S.09.II.G.70 (US\$ 10.00), julio 2008.
40. Development of technological capabilities in an extremely volatile economy. The industrial sector in Argentina, Bernardo Kosacoff (LC/L.2875-P, LC/BUE/L.219), N° de venta: E.08.II.G.16 (US\$ 10.00), March 2008.
39. Comercio, inversión y fragmentación del mercado global: ¿está quedando atrás América Latina?, Bernardo Kosacoff, Andrés López, Mara Pedrazzoli (LC/L.2755-P, LC/BUE/L.218), N° de venta: S.07.II.G.94 (US\$ 10.00), julio de 2007. Trade, investment and fragmentation of the global market: Is Latin America lagging behind?, Bernardo Kosacoff, Andrés López, Mara Pedrazzoli (LC/L.2755i-P, LC/BUE/L.218i), Sales No.: E.07.II.G.94 (US\$ 10.00), January 2008.
38. Política tributaria en Argentina. Entre la solvencia y la emergencia, Oscar Cetrángolo y Juan Carlos Gómez Sabaini (LC/L.2754-P, LC/BUE/L.217), N° de venta: S.07.II.G.90 (US\$ 10.00), junio de 2007.
37. Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM): una evaluación cuantitativa de la provincia de San Juan, Ricardo Martínez (coord.) y Daniel Oyarzún (coord.) (LC/L.2682-P, LC/BUE/L.216), N° de venta: S.07.II.G.33 (US\$ 10.00), mayo de 2007.
36. Innovation and Technology Policy (ITP) for catching up: a Three Phase Life Cycle Framework for Industrializing Economies, Gil Avnimelech, Morris Teubal (LC/L.2685-P, LC/BUE/L.215), N° de venta: E.07.II.G.36 (US\$ 10.00), February 2007.
35. Argentina y el mercado mundial de sus productos, Lucas Llach (LC/L.2582-P, LC/BUE/L.214), N° de venta: S.06.II.G.112 (US\$ 10.00), agosto de 2006.
34. Two essays on development economics, Daniel Heymann (LC/L.2571-P, LC/BUE/L.212), Sales No.: E.06.II.G.100 (US\$ 10.00), July, 2006.

ESTUDIOS Y PERSPECTIVAS

Series

C E P A L

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN
www.cepal.org