



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

Laneydi Martínez Alfonso*
Katia Cobarrubias Hernández**

En la actualidad, el desequilibrio externo norteamericano constituye uno de los riesgos más importantes que afronta la economía mundial. El presente trabajo pretende analizar los efectos potenciales para América Latina y el Caribe, de un previsible ajuste de este desequilibrio, a partir de la tradicional dependencia comercial y financiera de la región en relación con la economía norteamericana. Finalmente, se identifican las principales lecciones de política económica en el actual escenario de profundización de los desbalances globales.

Introducción

EN LA ACTUALIDAD el desequilibrio externo norteamericano constituye uno de los riesgos más importantes que afronta la economía mundial, representando una fuente de inestabilidad, tanto para este país, como para la economía internacional. El presente trabajo pretende analizar los efectos potenciales para América Latina y el Caribe de un previsible ajuste

* Profesora del Centro de Estudios sobre Estados Unidos (CESEU), Universidad de La Habana.

** Investigadora del Centro de Investigaciones de la Economía Mundial (CIEM).

del desequilibrio externo norteamericano, destacando que esta región resultaría especialmente vulnerable ante un evento de tal naturaleza.

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

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

Implicaciones globales del desequilibrio externo norteamericano

En el año 2005 el déficit de cuenta corriente norteamericano registró un nuevo record, con un valor de 804, 9 000 millones de dólares, equivalente al 6,4% del PIB. Nuevamente la mayor parte de este aumento se explica por el deterioro del déficit en el comercio de bienes, el cual pasó de alrededor de 665 000 millones en el 2004, a más de 781 000 millones en el 2005⁶.

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

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

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

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

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

Hasta el momento no existen indicios de la voluntad de Estados Unidos y las principales economías superavitarias para encontrar una solución coordinada al problema. Más bien se nota un atrincheramiento de estos países en sus posiciones, basado en las ventajas que cada cual ha estado percibiendo. En definitiva, la actual situación de interdependencia y desequilibrio le ha proporcionado a Estados Unidos financiamiento de bajo costo en una coyuntura interna con niveles de ahorro deprimidos. Mientras, al resto del mundo, le ha posibilitado un crecimiento importante de las exportaciones, a partir de una mayor competitividad de su sector exportador.

La política monetaria contractiva en Estados Unidos hasta el primer semestre del 2006, los graduales pasos hacia una mayor flexibilidad de la política cambiaria en China, por ejemplo, se pueden considerar acciones independientes de política económica que buscan darle solución a otros acontecimientos, más que al desequilibrio externo global. En el primer caso, constituye una respuesta ante las presiones inflacionarias introducidas por el alza de los precios de los productos energéticos y por el aumento de los niveles de utilización de los recursos productivos de la economía. En cuanto a China, si bien las medidas sobre el régimen cambiario calmaron un tanto las presiones internacionales para una reevaluación del *renminbi*, los cambios se inscriben en un interés del país por atender mediante esta medida determinados desequilibrios y desproporciones que atentan contra el buen desenvolvimiento de su dinámica económica.

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

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

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

Estas presiones podrían inducir a la Reserva Federal a incrementar la tasa de interés de los fondos federales, la cual influiría, a su vez, en otras tasas de interés nominales y reales.

Es importante destacar que las particularidades de la economía norteamericana podrían contribuir a que se recupere la sostenibilidad del déficit externo a través de un ajuste gradual. Sin embargo, las condiciones externas actuales de la economía mundial así como la enorme influencia que tienen las expectativas de los inversionistas globales sugieren la posibilidad de un ajuste abrupto.

En general, se crearía una situación nociva para las relaciones comerciales y financieras, aumentaría la incertidumbre sobre el futuro de la economía mundial, reduciendo la inversión y el consumo, y por consiguiente, el producto global en el corto plazo. En un contexto de recesión e inestabilidad como el descrito, los países en desarrollo resultarían especialmente vulnerables. A continuación, se centra la atención en América Latina y el Caribe, región que sería seriamente afectada por el desfavorable contexto que dicha corrección conformaría.

Efectos de un ajuste del desequilibrio externo norteamericano en el sector exportador de América Latina y el Caribe

Depreciación del dólar

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

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

En el caso de América Latina y el Caribe, aunque algunas naciones han establecido la dolarización total de sus economías, la mayoría cuenta con regímenes cambiarios flexibles o intermedios⁷, lo que conduce a afirmar que una aguda depreciación del dólar podría inducir a una apreciación cambiaria en la mayor parte de la región.

De hecho, en los años 2003 y 2004, las principales economías latinoamericanas registraron una apreciación de sus monedas, en términos reales, frente al dólar. Tal es el caso de los países de América del Sur⁸ y México, entre otros países centroamericanos⁹. En ese periodo, la moneda norteamericana también registraba pérdidas de valor frente a las principales divisas, como consecuencia, fundamentalmente, del amplio desequilibrio externo de Estados Unidos. Sin embargo, en el caso de las monedas de América Latina y el Caribe, la revalorización no fue solo una respuesta a la debilidad del dólar, como sí lo fue, por ejemplo, para el euro¹⁰.

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

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

A pesar de la existencia de una mayor flexibilidad, las autoridades monetarias de la región han seguido de cerca la evolución de las tasas de cambio. Por esta razón, varios bancos centrales¹¹ han recurrido a las intervenciones en el mercado cambiario, acumulando divisas para, entre otros objetivos, mantener la estabilidad y la competitividad de sus monedas. No obstante, como en el caso de Colombia en el año 2004, no siempre han podido evitar la apreciación nominal¹².

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

No obstante, los efectos negativos de tal apreciación sobre el balance exportador de los países latinoamericanos podrían verse limitados por el hecho de que, debido a los tradicionales vínculos comerciales y financieros con Estados Unidos, muchos de los productos con destino al mercado exterior se denominan en dólares. En estos casos, el tipo de cambio frente al dólar no resultaría ser una variable tan relevante en las decisiones de compra de los importadores norteamericanos. Así, se podría asistir a una sustitución, por parte de Estados Unidos, de productos denominados en monedas apreciadas con respecto al dólar, por productos latinoamericanos denominados en esa divisa¹³.

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

Desaceleración del crecimiento en Estados Unidos y el resto del mundo

La administración de la tasa de interés por la Reserva Federal ha constituido, tradicionalmente, una respuesta a los movimientos cíclicos de la economía norteamericana, configurando una cercana relación entre la política monetaria y el crecimiento económico en Estados Unidos. La política monetaria afecta

el crecimiento a través de su influencia en la inversión y en el consumo de bienes duraderos y por consiguiente, en la demanda agregada.

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

En general, esta previsible recesión tanto en Estados Unidos, como a nivel global, impactaría al sector exportador latinoamericano mediante una reducción del volumen de bienes y servicios exportados, y un deterioro de los términos de intercambio. Específicamente, una disminución del crecimiento en Estados Unidos vendría acompañada de una contracción de su demanda de productos exportables regionales. Históricamente ha existido una relación positiva entre el crecimiento económico estadounidense y el crecimiento de las exportaciones latinoamericanas hacia ese destino¹⁴.

En general, América Latina y el Caribe aprovechó el alto crecimiento económico estadounidense durante los noventa, como principal mercado de sus exportaciones. En la actualidad, Estados Unidos absorbe el 50% de las exportaciones latinoamericanas y caribeñas, constituyendo la fuente del 40% del incremento de las ventas externas de la región en el 2005, de las cuales, más de dos tercios corresponden a México y Centroamérica¹⁵.

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

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

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

La estructura de estas exportaciones constituye otra fuente de vulnerabilidad de la región ante el ajuste del desequilibrio externo norteamericano. La existencia dentro de las exportaciones de un alto componente de manufacturas con especificaciones para el mercado estadounidense, dificultaría la posible reubicación hacia otros destinos en el corto plazo. Según datos de CEPAL, en el 2003, el 79,1% de las exportaciones de bienes de América Latina y el Caribe hacia Estados Unidos correspondía a bienes industriales, mientras que a productos primarios correspondía alrededor de un 20,8%¹⁶.

De esta forma, la corrección del desequilibrio externo norteamericano, vía incremento de la tasa de interés y desaceleración del crecimiento en Estados Unidos, tendría un fuerte impacto sobre las exportaciones y por consiguiente, sobre el crecimiento latinoamericano y caribeño, dada la fuerte dependencia entre crecimiento y desempeño exportador que se ha constatado en la región. Este impacto sería más significativo para México y Centroamérica, teniendo en cuenta que poseen una estructura de comercio exterior más concentrada en el mercado norteamericano.

Por otra parte, al debilitarse el crecimiento de las economías subdesarrolladas de Asia, especialmente China, como resultado del ambiente recesivo a nivel global, también lo haría su demanda de productos primarios, y el balance

exportador latinoamericano se podría ver afectado, tanto por una disminución del volumen físico de exportaciones, como por un deterioro de los términos de intercambio.

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

Estas compras han contribuido a que el aumento del volumen físico exportado por la región haya sido notable en los últimos dos años, 10% en el 2004 y 12% en el 2005¹⁷. Junto al crecimiento del volumen físico exportado se ha registrado, desde el 2002, una mejoría notable de los términos de intercambio de la región. Aunque también ha influido la disminución de los precios de los bienes importados, el aumento de los precios de los productos primarios de exportación ha sido el elemento clave en este comportamiento.

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

En general, en el 2005, el índice de precios de los productos básicos exportados por América Latina fue de un 59,9% mayor que el del promedio de los años noventa. Para los productos energéticos, este índice fue un 175,4% superior, un 58,4% para los metales y minerales y un 1,2% para los productos agropecuarios¹⁸.

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

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

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

Impactos de un ajuste del desequilibrio externo norteamericano sobre las reservas internacionales

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

En el 2005 las reservas internacionales de los países de la región crecieron en un 15,7% con respecto al 2004, alcanzando un nivel récord cercano a los 255 mil millones de dólares, cifra equivalente al 10% del PIB regional¹⁹. Entre el 2003 y el 2005, las reservas netas de Argentina aumentaron de -1,4 mil millones a 18 mil millones de dólares, las de Brasil lo hicieron de 21 mil millones a 57 mil millones, las de Venezuela desde 16 mil millones a 24 mil millones y las de México desde 59 mil millones a 74 mil millones²⁰.

Tabla I
Reservas: Cobertura de las importaciones y de la deuda
externa de corto plazo (países seleccionados)

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

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

Esta tendencia no es exclusiva de América Latina, todas las regiones del mundo subdesarrollado han visto aumentar sus reservas en los últimos años, siendo la región de Asia del Este la principal protagonista. En definitiva, este proceso es el que ha estado aportándole a Estados Unidos los recursos financieros necesarios para costear su déficit externo. Si bien, las reservas acumuladas por la región representan un monto más modesto, en comparación con las de Asia del Este o Europa Oriental²¹, algunos países acumulan volúmenes relativamente importantes.

Esto se confirma si se aprecia que algunos países latinoamericanos acumulan un nivel de reservas que sobrepasa lo estimado necesario para contrarrestar

posibles shocks externos. En la Tabla 1 se pueden observar algunos países que, en el 2004, poseían un valor de reservas que sobrepasaba ampliamente los seis meses de importaciones y la deuda de corto plazo del país²², en condiciones similares a naciones de otras regiones geográficas.

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

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

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

Las altas tasas de interés que presentan, en general, los países de América Latina²³ destacan la magnitud de estos costos y revelan que la estrategia de acumulación de reservas como protección ante shocks externos o para mantener el valor del tipo de cambio tiene límites²⁴. Por ejemplo, en Brasil, la brecha entre la tasa de interés doméstica a tres meses y la tasa de interés de los bonos del Tesoro norteamericano a tres meses, era, en el 2004, de 14,5%. Esto equivalía a expresar que un aumento de las reservas por valor de un 10% del PIB, implicaba incurrir en un costo de 1,4% del PIB para su esterilización²⁵.

Uno de los elementos negativos que más interesa destacar, por su estrecha relación con los riesgos asociados a un ajuste de los desequilibrios globales,

es el riesgo de pérdidas de capital. Esto podría ocurrir en caso de que se deprecien las monedas extranjeras en que están denominadas las reservas, en relación con la moneda nacional. Un evento como este afectaría más a aquellos países con mayor volumen de reservas y en los que la composición monetaria de estos activos esté sesgada por el predominio de la divisa que se deprecie.

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

Si se realiza el mismo análisis para América Latina y el Caribe, entre 1995 y 2005, los resultados son similares. En los últimos 11 años, un mayor volumen de activos oficiales extranjeros en Estados Unidos, se ha correspondido con un mayor volumen de reservas en Latinoamérica, o sea, ha existido un vínculo positivo entre ambos indicadores²⁶. Así, la depreciación del dólar que sobrevendría con el necesario ajuste, haría descender el valor de los activos en dólares acumulados, los cuales parecieran tener una participación preponderante.

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

Los bonos constituyen activos de rendimiento o renta fija porque el beneficio que obtiene el poseedor del bono se fija por primera vez en el mercado primario, y no podrá cambiarse en función de los tipos de interés prevalecientes en cada momento en la economía. Ya se mencionó el muy probable sesgo de las reservas de la región, hacia los bonos del Tesoro norteamericano. Precisamente, en el 2005, Brasil y México clasificaban entre los principales tenedores

de bonos estadounidenses, según la institución Treasury International Capital (TIC). En el 2005, por ejemplo, ambos países adquirieron bonos del Tesoro por 27 mil millones de dólares²⁷.

El Banco Mundial ha estimado que un aumento de 200 puntos bases en la tasa de interés de Estados Unidos, se traduciría en una pérdida de 26,8 mil millones de dólares en la cartera de bonos denominados en dólares de las seis economías “emergentes”, poseedoras de los mayores stocks de estos títulos del Tesoro norteamericano. En este grupo se incluye a Brasil y México, junto a China, Tailandia, Turquía y la India²⁸.

En definitiva, el considerable monto de reservas acumulado por algunos países de la región, en términos absolutos y relativos, en combinación con el previsible predominio de activos denominados en dólares en su composición, principalmente bonos, hacen de una desvalorización del dólar y una subida de las tasas de interés de Estados Unidos, un evento altamente riesgoso para la salud financiera de Latinoamérica, aun cuando esta no sea el área geográfica más destacada en la compra de deuda norteamericana.

Efectos del ajuste del desequilibrio externo norteamericano en las condiciones del financiamiento externo

Tasa de interés en Estados Unidos y flujos de capital

En un contexto de crecientes desequilibrios globales, la influencia de los movimientos del tipo de cambio norteamericano sobre su tasa de interés de corto plazo, y a través de esta, sobre la naturaleza, composición y destino de los flujos de capital globales, adquiere especial importancia en el análisis de los efectos de estos desequilibrios para los países en desarrollo. Numerosos son los estudios que han intentado identificar y diferenciar, empíricamente los llamados factores de atracción y de empuje (*pull y push factors*)²⁹ que determinan los flujos de capital globales, existiendo aún, un gran debate acerca de su peso relativo.

A partir de los noventa, con los cambios estructurales que se dieron como resultado de la globalización financiera, la mayor integración de los mercados financieros internacionales y los procesos de liberalización y desregulación

financiera, ha aumentado la interdependencia y sensibilidad de los mercados financieros a las variaciones de la tasa de interés de Estados Unidos, convirtiéndose esta en un elemento fundamental de regulación de los flujos a escala global. El comportamiento de esta tasa de interés lleva consigo un importante componente cíclico, que ha estado influyendo en la inestabilidad de los flujos de capital hacia los países en desarrollo. Teóricamente debe existir una relación negativa entre la tasa de interés en Estados Unidos y los flujos de capital hacia otros destinos, entre ellos los países en desarrollo.

A inicios de los noventa, esta relación se evidenció cuando, en el período 1989-1993, la tasa de interés de corto plazo de Estados Unidos pasó de 8,1% a 3,0%. Esta baja de alrededor de cinco puntos porcentuales en la tasa de interés, coincidió con un alza importante de los flujos de capital hacia países en desarrollo, y en particular hacia América Latina y el Caribe, cuyos flujos se incrementaron en ocho veces hacia finales de 1993³⁰. En general, el declive de la tasa de interés norteamericana, unido a una recesión en algunos países industrializados, provocó una tendencia a la diversificación del destino de las inversiones, mejorando las condiciones de acceso a financiamiento y por consiguiente, la solvencia de los países en desarrollo receptores.

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

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

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

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

Depreciación, tasa de interés y endeudamiento externo

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

En los últimos años, se ha podido observar en la región una notable reducción de los niveles de endeudamiento y su carga de servicio, tanto en relación con el PIB como con las exportaciones regionales. Así, el coeficiente deuda/exportaciones de bienes y servicios es hoy menos de la mitad de lo que era diez años atrás. Asimismo, este coeficiente asciende a alrededor de la tercera parte si se calcula a partir de la deuda neta³¹. En general, la situación pareciera ser mejor que la situación de la década del ochenta. Esto se constata no solo en la disminución

de los ratios de deuda externa/exportaciones, sino además, en la evolución de la relación entre la deuda de corto plazo y las reservas internacionales.

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

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

Sin embargo, al mismo tiempo, América Latina y el Caribe constituye, en términos absolutos, la segunda región subdesarrollada más endeudada, solo superada por Asia. Además, en este grupo, exhibe el mayor monto por concepto de pago del servicio de la deuda, superando por más de 79 mil millones de dólares a los países de Europa Central y Oriental³².

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

Al interior de la región, a pesar de las mejorías registradas recientemente en cuanto a los diferentes indicadores de deuda, 6 de 19 países de América Latina y 6 de 13 países del Caribe tienen coeficientes de endeudamiento superiores

al 100%³³. Todo esto revela a la región latinoamericana y caribeña, como la más vulnerable en el mundo subdesarrollado, a los cambios relacionados con el costo de la deuda pasada y futura en el escenario internacional, y por consiguiente, al endurecimiento de las condiciones de acceso a crédito.

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

Tradicionalmente, gran parte de las obligaciones externas latinoamericanas ha estado denominada en dólares. En 2005, por ejemplo, el 80% de la deuda emitida por los países de la región se denominó en dólares, el 10% en euros, el 1% en yenes y el 9% en reales, pesos colombianos, pesos mexicanos, soles y francos suizos³⁴. De esta forma, si como consecuencia de una corrección del déficit externo norteamericano, el dólar pierde valor frente a las monedas latinoamericanas, disminuiría el stock de deuda en dólares, expresado en moneda local. Con esto, disminuiría la carga de la deuda, al descender los coeficientes de deuda externa/PIB y de servicio de la deuda/exportaciones.

De hecho, la apreciación que han registrado algunas monedas frente al dólar, desde el 2003, es uno de los factores que han influido en el mejoramiento de los coeficientes de endeudamiento de algunas naciones, aunque de forma diferenciada en dependencia de la magnitud de la depreciación y la proporción de deuda en dólares. En general, se estima que esta apreciación de los tipos de cambio contribuyó a mejorar en 3 puntos porcentuales el coeficiente de endeudamiento de toda la región³⁵.

Paralelamente, una subida de las tasas de interés de Estados Unidos, resultado de la depreciación del dólar, traería consigo un aumento del costo de servicio de la deuda pactada con tasas de interés variables. En este sentido, un aspecto positivo en América Latina y el Caribe ha sido la gradual toma de conciencia acerca de los peligros que encierra, en estos momentos, la concertación de deuda con tasas de interés variables. Recientemente, en la región se ha dado una tendencia al aumento de la proporción de deuda pactada a tasa fija en relación con la deuda total. Este indicador pasó en Argentina de representar un 45% a finales de los años noventa, a cerca del 70% en el 2006, en Brasil se elevó

del 7% a comienzos de 2002 al 28% de la deuda neta a principios de 2006, en Perú pasó del 38% al 60% entre el 2001 y el 2006, y en Uruguay aumentó del 43% al 70% desde el 2000 hasta la fecha³⁶.

A nivel regional, se puede estimar que en el 2005, alrededor del 20% de la deuda total se encontraba denominada con tasas variables, teniendo en cuenta la deuda contraída con bancos privados³⁷. Generalmente, el financiamiento aportado por estas instituciones, es sobre la base de tasas de interés variables, con lo que el riesgo de pérdidas asociado a un aumento de estas recae sobre el prestatario³⁸. Así, a pesar de que la proporción de este tipo de deuda ha disminuido, no serían despreciables las afectaciones que sufriría la región a partir de una subida de las tasas de interés asociada a la corrección de los desequilibrios mundiales. Esta afirmación se refuerza si se considera que esta deuda también era equivalente en el 2005 a un 6,8% del PIB regional³⁹.

Asimismo, al aumentar las tasas de interés de Estados Unidos, no solo se acrecentaría el costo del servicio de la deuda pactada con tasas de interés variables, sino que también se generaría un incremento del costo de la nueva deuda, lo que limitaría el acceso a financiamiento al endurecer sus condiciones. Aquellos países de la región con mayores niveles de endeudamiento, se enfrentarían, en general, a una situación financiera mucho más delicada.

En este sentido, la subregión caribeña se encuentra bajo condiciones de mayor vulnerabilidad respecto al resto de América Latina y el Caribe ante la incidencia de un shock de esta naturaleza. En la actualidad, la subregión muestra los mayores niveles de relación deuda/PIB de la región latinoamericana. Los casos más críticos son Guyana con 128,1% de deuda respecto al PIB, Dominica con 88,9%, Granada con un 88,3%, San Kitts y Nevis con un 81,5% y Belice con un 74,8%⁴⁰.

En general para toda la región, la inestabilidad financiera que se generaría al aumentar las tasas de interés globales, influiría negativamente sobre las expectativas de los prestamistas, aumentaría el diferencial de rendimiento en los mercados de bonos y disminuiría su calidad de crédito soberano. Esto último atentaría contra la sostenibilidad de la deuda pública, que para algunos países como Argentina, Ecuador, Uruguay, sigue siendo superior al 50% del PIB⁴¹.

Estos elementos generarían un efecto recurrente de deterioro de las condiciones de acceso de Latinoamérica a los mercados financieros internacionales. Los costos para América Latina y el Caribe podrían ser más fuertes que para

otras regiones, sobre todo considerando que actualmente es la más endeudada del área subdesarrollada y que, históricamente ha sido sensible a agudas crisis financieras.

Lecciones e implicaciones de política económica

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

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

En un contexto como el descrito, se pueden identificar tres áreas de posible afectación en América Latina y el Caribe: el sector exportador, los activos de reserva y las condiciones de financiamiento externo. En el primer caso, los principales riesgos provienen de la posible desaceleración de la economía norteamericana, que implicaría una reducción del volumen de bienes y servicios exportado por la región. Resulta destacable que esta ha mantenido y acentuado su dependencia del comercio con Estados Unidos, sobre todo países como México y los de Centroamérica y el Caribe.

En este sentido, la profunda inclinación de la política comercial de muchas economías de la región hacia la firma de TLCs con Estados Unidos, constituye un elemento que viene a reforzar la ya tradicional dependencia. Asimismo, la concertación de tratados comerciales con este país haría a la estructura productiva de la región más dependiente de productos especialmente adaptados a las necesidades de ese mercado, acrecentando la sensibilidad del comercio ante una eventual contracción de la economía norteamericana. Los

países menos vulnerables en este contexto, serán aquellos que presenten una estructura de exportaciones relativamente más diversificada en relación con los destinos y una proporción menor de productos de exportación dirigida al mercado estadounidense.

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

Los efectos negativos sobre las exportaciones, de una apreciación de las principales monedas de la región, ante una posible depreciación del dólar, podrían verse atenuados por factores como la denominación en dólares del precio de algunos productos latinoamericanos. Esto no niega que la flexibilidad a la que han tendido los regímenes cambiarios en la región, la hacen más vulnerable ante una profunda depreciación del dólar, que sí afecte la competitividad del sector transable, oponiéndose al desenvolvimiento de un sector que ha sido considerado como uno de los pilares fundamentales del crecimiento y el desarrollo regional. Se deriva de este análisis la utilidad de regímenes de tipo de cambio intermedios que posibiliten limitar la apreciación excesiva del tipo de cambio y su inestabilidad, sin renunciar a la posibilidad de que esta variable se ajuste ante shocks externos.

Por otra parte, se puede afirmar que la acumulación de reservas ha reducido la exposición de la región ante repentinas reversiones de los flujos de capital, ha contribuido a mejorar su credibilidad ante los operadores financieros internacionales y en algunos casos, ha sido una estrategia empleada para evitar la apreciación excesiva del tipo de cambio. No obstante, el hecho

de que en muchos casos se haya acumulado un monto que sobrepasa lo considerado necesario, convencionalmente, para contrarrestar posibles shocks de balanza de pagos, implica un significativo costo de oportunidad. Este se asocia con la existencia de recursos invertidos en activos internacionales de bajo rendimiento, que podrían destinarse a impulsar la inversión productiva, creando las bases para un mayor crecimiento en el largo plazo.

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

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

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

Aunque la reducción del monto de la deuda tendría un efecto positivo para América Latina y el Caribe en el corto plazo, el resto de los efectos serían claramente nocivos para el desempeño económico latinoamericano y devendrían,

de manera general, en un incremento de la restricción financiera de la región, con fuertes implicaciones en materia de crecimiento.

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

Se debe destacar que, a pesar de las recientes mejoras de Latinoamérica en cuanto a su situación financiera, esta continúa siendo la región que más afectaciones tendría, tanto por el mayor costo para servir la deuda denominada con tasas variables, como por la dificultad para acceder a nuevos créditos. Esta mayor vulnerabilidad responde, no solo a que la región constituye la de peor situación de endeudamiento en el área subdesarrollada, sino también a su historial marcado por profundas crisis financieras.

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

Las lecciones de política que emergen de este análisis resultan relevantes en la reducción de los efectos potenciales de la corrección de la actual situación de desbalances. América Latina y el Caribe se enfrenta hoy a importantes retos en el manejo de su política económica: garantizar la definición de políticas e intereses domésticos que aseguren una mejor posición

para enfrentar shocks externos, entra en contradicción con las presiones, tanto de agentes financieros privados, como de organismos financieros internacionales, para introducir una segunda generación de reformas que profundicen la apertura comercial y financiera.

Notas

⁶ BEA (Bureau of Economic Analysis): *U.S. International Transactions*, 2006, <http://www.bea.gov>

⁷ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, Guyana, Haití, Jamaica, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Surinam, Trinidad y Tobago y Uruguay cuentan con un régimen cambiario flexible. Bolivia, Costa Rica, Nicaragua y Honduras tienen regímenes de paridades o bandas móviles. Bahamas, Barbados, Belice y Venezuela tienen un sistema de paridad fija. Por otra parte, Antigua y Barbuda, Granada, Dominica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas operan con cajas de conversión. La dolarización ha sido adoptada por Ecuador, El Salvador, Panamá (CEPAL: *Balance Preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, 2005, <http://www.eclac.cl>).

⁸ Excepto Bolivia y Venezuela.

⁹ El peso mexicano se apreció frente al dólar en el 2004, después de haberse depreciado en el 2003, debido a condiciones de escaso crecimiento, baja inflación y tasas de interés.

¹⁰ El propio Banco Central Europeo reconocía en el 2004, que la apreciación experimentada por el euro era un reflejo de las presiones generalizadas a la baja que sufría el dólar, debido a factores como el continuo deterioro del déficit de cuenta corriente norteamericano y las preocupaciones con respecto a su financiación. (Banco Central Europeo. *Informe Anual 2003*, <http://www.ecb.int>).

¹¹ Argentina en 2003, Perú, Colombia, Brasil y México en 2004. (CEPAL (2005). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2004- 2005* y CEPAL (2003). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2003*, <http://www.eclac.cl>).

¹² CEPAL: *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2004-2005*, <http://www.eclac.cl>, 2005.

¹³ Ver Rojas- Suárez, Liliana: *Desequilibrios de la economía mundial y su impacto en América Latina*, Center for Global Development, México, 2005.

¹⁴ Se realizó un análisis de correlación para estimar el vínculo entre el crecimiento del PIB de EE.UU y las exportaciones de América Latina y el Caribe hacia ese destino, entre 1991 y 2003, el cual confirmó que esta relación positiva se ha mantenido hasta la actualidad.

¹⁵ CEPAL: *Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe 2005- 2006*, <http://www.eclac.cl>, 2006.

¹⁶ Ídem.

¹⁷ _____: *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2005-2006*, <http://www.eclac.cl>, 2006.

¹⁸ Ídem.

¹⁹ Ídem.

²⁰ Saddi, V. y Setter, B.: *Has Latin America Joined Bretton Woods II?*, <http://www.rgemonitor.com>, 2006.

²¹ En el 2005, el acervo de reservas internacionales de Latinoamérica representaba el 12,3% del total de reservas de los países en desarrollo. Mientras, Asia del Este y el Pacífico mantenían el 49,8% y Europa Oriental y Asia Central acumulaban el 20,3% (Banco Mundial: *Global Development Finance 2006*, <http://www.worldbank.org>).

²² Convencionalmente, un nivel adecuado de reservas es aquel que cubre, como promedio, entre tres y seis meses de importaciones. Además, se considera que las reservas se encuentran en un nivel adecuado cuando igualan la deuda de corto plazo.

²³ Las tasas de interés de muchos países latinoamericanos son mayores que las de China, Corea y los países exportadores de petróleo, los cuales presentan los mayores stocks de reservas. Saddi, V. y Setter, B: *Ob. cit.*, 2006.

²⁴ Se debe destacar que algunos países han limitado la necesidad de realizar esterilizaciones, al utilizar sus reservas para pagar parte de sus pasivos externos.

²⁵ Fondo Monetario Internacional: *Global Financial Stability Report*, <http://www.imf.org>, 2004.

²⁶ En este caso, también se realizó un análisis de correlación entre la variación de los activos oficiales extranjeros en los Estados Unidos y la variación de las reservas acumuladas por la región, en el período 1995- 2005. Este análisis reveló un coeficiente de correlación ascendente al 95% entre ambas variables.

²⁷ Saddi, V. y Setter, B.: *Ob. cit.*, 2006.

²⁸ Banco Mundial: *Ob. cit.*, 2005.

²⁹ Tradicionalmente, los autores que han abordado los determinantes de los flujos de capitales dirigidos a países en desarrollo, han distinguido dos categorías de factores: los denominados factores de atracción (*pull factors*), relacionados con las mejores oportunidades de inversión existentes en los países receptores de los flujos y los factores de empuje (*push factors*), relacionados con factores externos como las menores tasas de interés internacionales y la desaceleración del crecimiento de los países industrializados.

³⁰ Banco Mundial, *Ob. cit.*, 2005.

³¹ La deuda neta puede ser calculada como deuda total menos reservas internacionales.

³² Fondo Monetario Internacional: *World Economic Outlook*, September, <http://www.imf.org>, 2006.

³³ CEPAL: *Ob. cit.*, 2006.

³⁴ Ídem.

³⁵ Singh, Anoop: *El contexto mundial y las perspectivas regionales para América Latina y el Caribe*, <http://www.imf.org>, 2005.

³⁶ CEPAL: *Ob. cit.*, 2006.

³⁷ Estimaciones de las autoras a partir de datos de Fondo Monetario Internacional, 2006, *Ob. cit.*

³⁸ Ver Williamson, John (2005). "Curbing the Bust-Boom Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets", *Policy Analyses in International Economics* 75, <http://www.iie.com>

³⁹ Estimaciones de las autoras a partir de datos de Fondo Monetario Internacional, 2006, *Ob. cit.*

⁴⁰ CEPAL: *Ob. cit.*, 2005.

⁴¹ CEPAL: *Ob. cit.*, 2006.