# El impacto de los cambios esperados en el escenario externo sobre el crecimiento de América Latina

**OSVALDO KACEF**
*Oficina de CEPAL Buenos Aires, profesor de Economía en la Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales de la Universidad Di Tella. Ex Subsecretario de Programación Macroeconómica del Ministerio de Economía, ex Director del INDEC y ex Director de la División de Desarrollo Económico de CEPAL en Santiago de Chile.*

**En los primeros años del siglo, sobre todo hasta la crisis financiera el contexto internacional presentó condiciones muy favorables para América Latina. Durante ese período confluyeron el aumento de la demanda externa de productos básicos y de los volúmenes exportados, el alza de los precios internacionales de las *commodities* producidas en la región, condiciones de liquidez internacional excepcionales y elevados flujos de inversión extranjera directa.**

**A partir de la crisis internacional, la región enfrenta un contexto internacional más complejo lo que implica importantes desafíos para el desarrollo de la política económica y requiere aplicar estrategias que faciliten aumentar la tasa de inversión, incrementar la competitividad, impulsar el desarrollo del mercado de capitales y coordinar políticas a nivel regional.**

## I. INTRODUCCIÓN

Las extraordinarias condiciones en que se desarrollaba la economía internacional hasta la crisis financiera resultaron un contexto sumamente favorable para que América Latina pudiera crecer de manera sostenida, como muy pocas veces había ocurrido en la historia económica de la región. La conjunción de un sostenido nivel de actividad en las economías desarrolladas y la aparición de nuevos jugadores de peso en el escenario mundial, como China e India, permitieron no sólo un aumento del volumen del comercio internacional, del cual las economías latinoamericanas se beneficiaron, sino también una mejora sostenida de los precios de los productos básicos, que constituyen en muchos casos la principal o una de las principales exportaciones de las economías de la región. Adicionalmente, la buena situación económica internacional permitió un creciente ingreso de divisas provenientes de remesas de los trabajadores emigrados a países desarrollados y de un significativo flujo de turismo proveniente, en general, de los mismos países.

Al mismo tiempo, mientras que los flujos de inversión extranjera directa hacia la región se incrementaron de manera significativa, la abundante liquidez de los mercados financieros internacionales permitió acceder a recursos en condiciones muy favorables de tasa y plazo, ya sea para nueva financiación como para reprogramar vencimientos[1]. Este conjunto de factores recibió el apelativo de *viento de cola,* lo cual no significa que ha sido el sector externo lo que impulsó a las economías de la región de manera directa, sino que

[ 1 ] Un análisis de la fase de crecimiento de América Latina observada entre 2003 y 2008 puede verse en Kacef, Osvaldo y López-Monti, Rafael (2010), *América Latina, del auge a la crisis: desafíos de política macroeconómica,* Revista de la Cepal N° 100, abril.

contribuyó a que el crecimiento, motorizado principalmente por el consumo y la inversión, no chocara, como ha ocurrido recurrentemente en la historia de América Latina, con las restricciones que daban lugar a los ciclos de marchas y contramarchas, conocidos como procesos *stop-go*.

La caída de Lehman Brothers y sus consecuencias sobre los mercados financieros internacionales interrumpieron bruscamente esta prolongada bonanza económica internacional y cambiaron, tal vez de manera permanente, el contexto externo que deberán enfrentar las economías de América Latina. Aunque las amenazas sistémicas que emergieron con la crisis han sido superadas, al menos por el momento, y las economías de los países desarrollados están comenzando a crecer nuevamente, la recuperación es más lenta que en otras pos crisis. Por otra parte, algunas de las más pujantes economías emergentes están atravesando situaciones caracterizadas por ciertos síntomas de agotamiento de sus estrategias pasadas de desarrollo que los colocan frente a la necesidad de encarar cambios de significación que, probablemente, también se traduzcan en el corto plazo en una desaceleración del crecimiento. Finalmente, la conjunción de una gradual disminución de la liquidez internacional y una mayor vulnerabilidad en algunas economías, tanto desarrolladas como emergentes, deja abierta la posibilidad a un escenario de mayor volatilidad en los mercados financieros.

## 2. DE LOS VIENTOS DE COLA A LA CALMA CHICHA[2]

Como se señaló anteriormente, la desaceleración del crecimiento global que conspira contra la recuperación de los flujos comerciales y de los precios de los productos básicos y la perspectiva de un empeoramiento de las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales, aunque con riesgos sistémicos limitados, configura una *nueva normalidad* a las que las economías de América Latina deberán adecuarse. Entre las economías desarrolladas, sólo la de Estados Unidos crece de manera sostenida y se proyecta para este año un crecimiento de 2,8%, a pesar de la fuerte contracción registrada en el primer trimestre. La economía de Japón, por su parte, muestra una tendencia a abandonar la zona de crecimiento negativo, aunque todavía con mucha inestabilidad, en tanto que la economía europea, con una gran heterogeneidad entre sus países miembros, apenas está dejando de contraerse.

El menor crecimiento económico ha repercutido sobre la evolución del comercio mundial de bienes y servicios que crece la cuarta parte de lo que crecía antes de la crisis y esto se refleja en la evolución de los precios de los productos básicos que ya han dejado de crecer y, aunque desde niveles relativamente elevados, están comenzando a caer, tal como muestra el *Gráfico 2*.

### 2.a. Estados Unidos

Hasta la primera mitad de 2013 la economía norteamericana se estaba recuperando a un ritmo lento, fundamentalmente debido a que el impacto negativo de la restricción fiscal compensaba el aumento del gasto privado. Los principales indicadores macroeconómicos de 2013 fueron un crecimiento del PIB de 1,9%, una tasa de desempleo promedio de 7,4% y una inflación de 1,5% anual hacia finales de año, lejos de los niveles que podrían gatillar un cambio en la orien-

[ 2 ] Esta figura ha sido tomada de una reciente publicación del Banco Mundial. Véase De la Torre, Augusto; Levy Yeyati, Eduardo; Pienknagura, Samuel, 2013, *América Latina y el Caribe sin viento a favor: en busca de mayor crecimiento*. LAC Semiannual Report, World Bank, Washington, D.C.

GRÁFICO 1

**Países desarrollados, tasa de crecimiento del PIB**

*(t/t-4)*

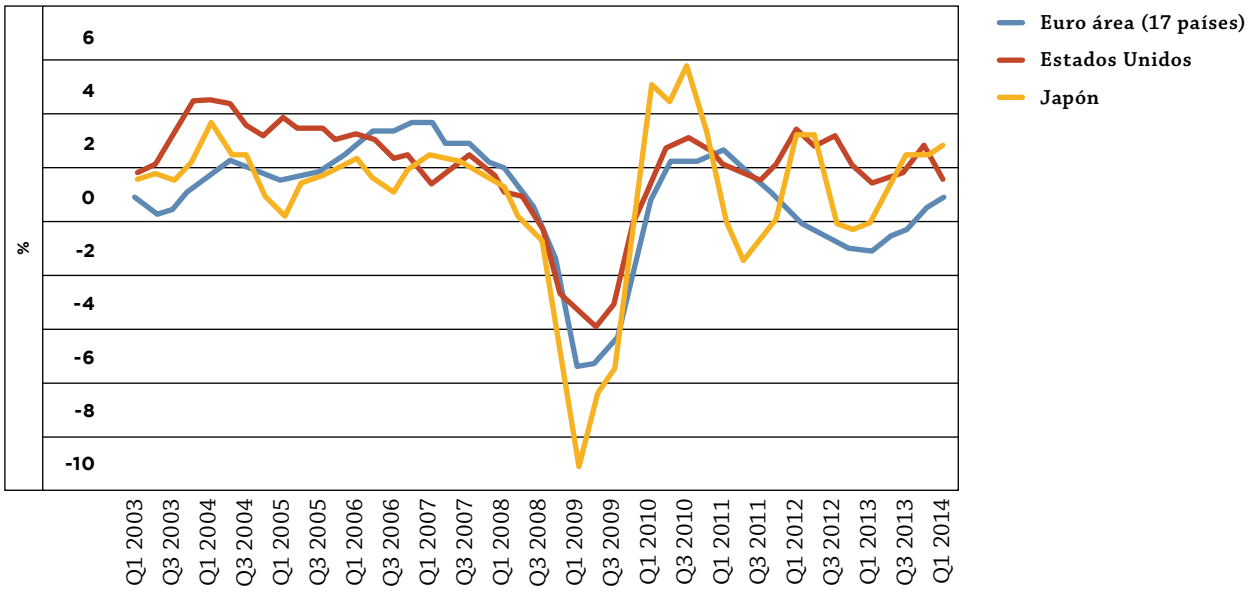
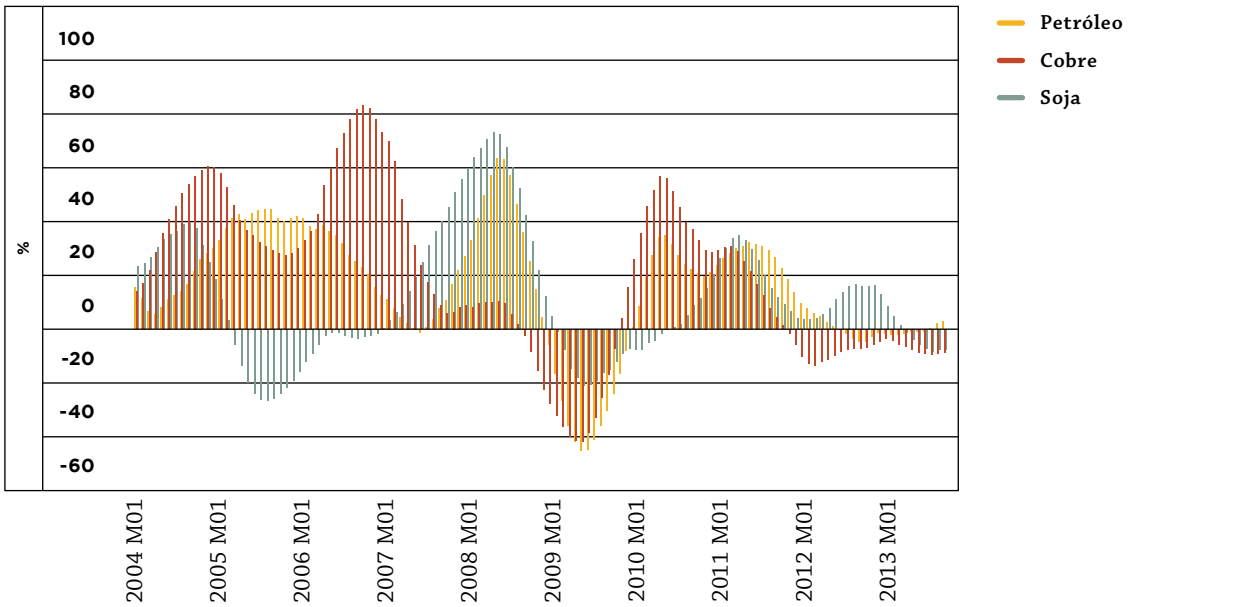



GRÁFICO 2

**Precios internacionales de *commodities***

*(variación t/t-12)*



tación de la política monetaria, una tasa de desempleo inferior a 6% y una tasa de inflación superior a 2,5%. Para 2014 se espera una aceleración del crecimiento a alrededor de 2,8%, en la medida en que el impacto negativo del ajuste fiscal vaya disminuyendo, el sector inmobiliario consolide su mejora y la posición financiera de las familias continúe reequilibrándose.

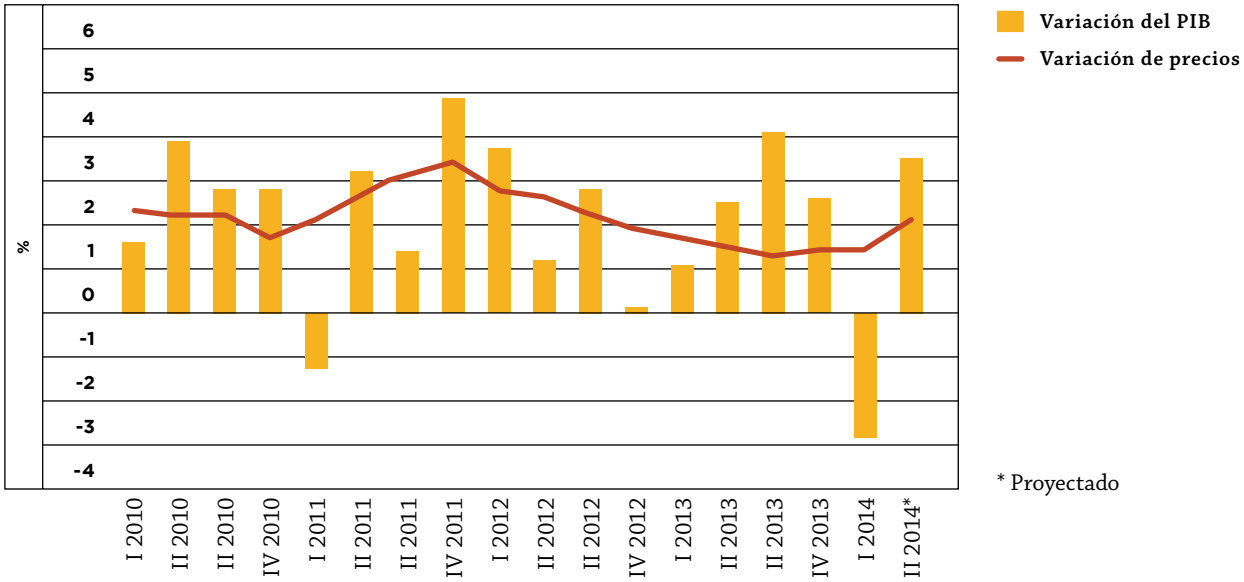
En la medida en que el mayor dinamismo de la economía se traduzca en una mejora significativa de los indicadores del mercado de trabajo y un aumento de la tasa de inflación, esto si podría dar lugar, de manera gradual, a una política monetaria más restrictiva. Aunque la tasa de desempleo ha disminuido a 6,1% en junio y la inflación se aceleró en el segundo trimestre hasta alcanzar a alrededor de 2% (el objetivo de mediano plazo de la Reserva Federal), la presidente de la Fed, Janet Yellen, señaló reiteradamente en los últimos meses que, en la visión de la autoridad monetaria, aunque se observaba una mejora en el mercado de trabajo, la situación estaba lejos de considerarse satisfactoria y dio claras señales de que no tiene ningún apuro por aumentar las tasas de interés[3]. Sin embargo, si esta situación se consolida, es probable que comiencen a verificarse incrementos graduales de las tasas de interés hacia el fin del tercer trimestre de 2014 o el comienzo del cuarto.

A partir de este punto surgen dos cuestiones que pueden dar lugar a cambios en el escenario internacional más allá el corto plazo. Por un lado, el cambio en la orientación de la política monetaria, puede generar una modificación en las posiciones financieras de los agentes orientado a disminuir los riesgos de sus carteras. Activando un proceso de *flight to quality* hacia activos más líquidos (en general del mercado norteamericano), cuya velocidad y magnitud dependerá

[ 3 ] Ver por ejemplo, *Yellen: US jobs market far from satisfactory,* Financial Times, 07/05/2014.

**GRÁFICO 3**

**Estados Unidos. Crecimiento e inflación**




* Proyectado

no sólo de cómo se implemente la política monetaria restrictiva sino de cómo vayan reaccionando los mercados financieros internacionales. Cabe esperar que las condiciones de acceso a los mercados financieros de las economías emergentes tiendan a empeorar y no puede descartarse que vuelvan a tener lugar episodios de volatilidad financiera y cambiaria como ocurrió a mediados de 2013 y a comienzos de 2014.

Por otro lado, también está latente el riesgo de que el retiro de los estímulos monetarios y el aumento de la tasa de interés, en un contexto de impulso fiscal negativo (aunque menor al de los últimos años) aborte la incipiente recuperación, lo que lleva al renovado debate acerca del peligro de que estemos en presencia de una situación de estancamiento secular[4] *(secular stagnation)* de la que sería imposible salir si las políticas públicas no asumen un rol más activo que vaya más allá de una política monetaria laxa. Se trata de una situación en la cual el exceso de endeudamiento de las familias, el bajo crecimiento demográfico y la creciente desigualdad debilitan la demanda de los consumidores e incrementan el ahorro, a la vez que el bajo crecimiento y el escaso dinamismo de la productividad desalientan la inversión. La economía enfrenta así un caso keynesiano típico en el cual, a pesar de que la política monetaria reduce las tasas de interés la inversión no aumenta[5] y el equilibrio en el sistema financiero es compatible con un nivel de actividad sostenidamente menor al de pleno empleo. Quienes defienden este diagnóstico, destacan que aunque las políticas implementadas después de la crisis han permitido recuperar la liquidez y restablecer la normal operatoria del sistema financiero, esto es muy poco como estrategia de crecimiento y reclaman un mayor activismo desde las políticas públicas.

### 2.b. Europa

Aunque los tiempos críticos en los que la supervivencia del euro estuvo en dudas parecen haber quedado superados, el camino que recorre la economía europea sigue siendo sumamente dificultoso. En 2013 el PIB europeo se contrajo alrededor de medio punto porcentual y para 2014 se proyecta un crecimiento del 1% para el área en su conjunto[6]. Sin embargo, para los países del sur de Europa se estimó una caída de 2,3% para 2013 y se proyecta un crecimiento de sólo 0,6% para 2014 (promedio simple de las proyecciones de España, Grecia, Italia y Portugal). Mientras tanto, la tasa de inflación se mantiene en un nivel de alrededor del 1% anual, que está bien por debajo de la meta de alrededor de 2% establecida por el Banco Central Europeo y mantiene latente el peligro de la deflación.

Como muestra el *Gráfico 4,* la actividad económica ha tendido a estabilizarse en un nivel inferior a los niveles pre crisis y el escaso crecimiento observado en la segunda mitad de 2013 se debe a la evolución relativamente positiva de Alemania y unas pocas economías más. Mientras que la economía alemana pudo recuperar su dinamismo y creció en los últimos años a una tasa promedio de alrededor del 2% anual (aunque de manera decreciente), el agregado regional excluyendo a este país muestra una evolución decepcionante y se ubicaba al finalizar 2013 alrededor de 5% por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Esta disparidad pone de manifiesto la dificultad que enfrentan las autoridades económicas europeas para controlar el creciente desequilibrio entre el centro y la periferia de la Eurozona que no permite alejar de manera terminante el fantasma de un evento sistémico.

[ 4 ] A modo de ejemplo, puede verse sobre este tema, la transcripción de la conferencia de Lawrence Summers en honor de Stanley Fischer (http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/), Krugman, Paul (2013) *Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers,* The New York Times, 16-11-2013, Krugman, Paul (2014) *Three Charts on Secular Stagnation,* The New York Times, 07/07/2014, Ball, Laurence, DeLong; Bradford y Summers Larry (2014) *Fiscal Policy and full Employment,* Center on Budget and policy Priorities, abril, (http://www.pathtofullemployment.org/wp-content/uploads/2014/04/delong_summers_ball.pdf).

[ 5 ] En rigor, las tasas de interés reales vienen cayendo sistemáticamente y por diferentes razones desde comienzos de la década de los años 80. Sobre este tema puede verse, IMF (2014) *World Economic Outlook,* abril y Eichengreen, Barry (2014) *Losing Interest,* Project Syndicate, abril.

[ 6 ] Ver IMF (2014) *World Economic Outlook,* abril.

GRÁFICO 4

**Eurozona. Evolución del PIB**

*IT 2007=100*

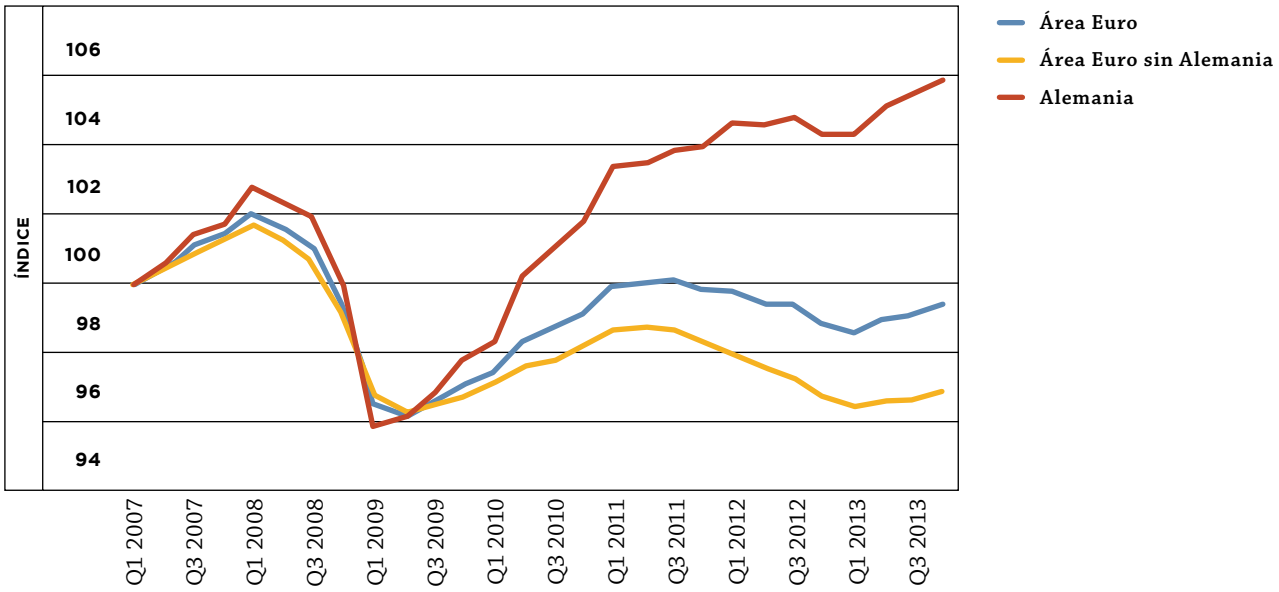



GRÁFICO 5

**Variación acumulada del PIB IT08/IT14**

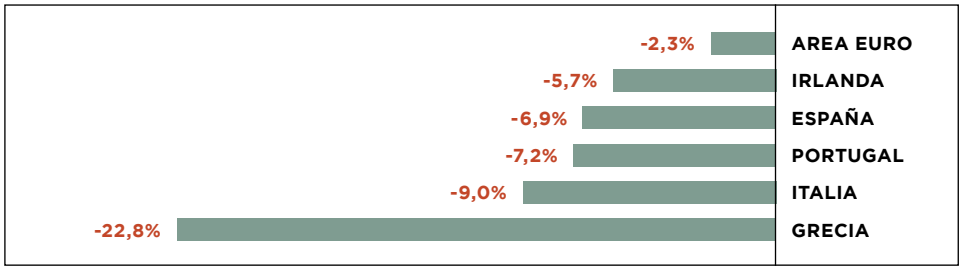
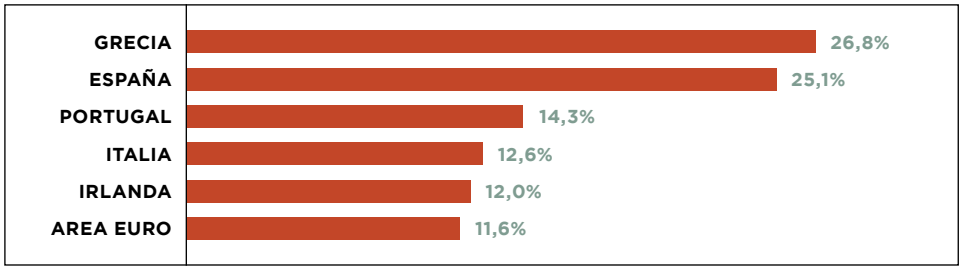



GRÁFICO 6

**Tasa de desempleo a comienzos de 2014**



Los niveles de actividad económica de Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España, las economías más afectadas, acumulan un deterioro respecto de los niveles pre crisis que alcanza a alrededor del 25% para Grecia y se ubica alrededor de 7%-8% en los otros 4 países, y más allá de la tenue recuperación que muestran los datos más recientes, nada indica que estemos cerca de una reversión de las tendencias negativas. Por otra parte, la profundidad y la duración de la recesión tuvieron su correlato en la evolución de los indicadores del mercado de trabajo, cuyo empeoramiento da una idea no sólo de la dramática situación social que atraviesan estos países, sino también de lo dificultoso que les resultará volver a crecer a tasas razonables en un futuro próximo. La tasa de desempleo supera el 25% en España y Grecia y se ubica entre 10% y 15% en los otros 3 países. Esta elevada tasa de desempleo, sumada al deterioro de los salarios reales lleva a descartar una recuperación del consumo y en la medida en que un aumento de la inversión depende de la posibilidad de una recuperación de la demanda, en el corto plazo queda solamente la posibilidad de aumentar las exportaciones y enfrentar a estas economías con el desafío de recuperar su competitividad.

Este es, precisamente, el meollo de la cuestión que los gobiernos europeos no han podido resolver hasta el momento, lo que les impide actuar de manera coordinada y seguir una estrategia que minimice los costos del fuerte ajuste que estas economías están llevando adelante. Si la tasa de inflación se mantiene baja en las economías de mayor crecimiento, que son las que pueden aumentar la demanda por los productos de los países periféricos, el aumento de la competitividad que estos necesitan sólo puede conseguirse por el expediente de la deflación, aumentando la carga real de la deuda y requiriendo un ajuste mucho más gravoso. Si, en cambio, Alemania y los países del norte de Europa, llevan adelante estrategias de gasto menos austeras y admiten un aumento de su tasa de inflación, esto daría margen para que las economías de la periferia aumentaran su competitividad con un menor (aunque aún considerable) esfuerzo.

Mientras esto no ocurre, el escaso crecimiento económico con tasas de inflación extremadamente bajas (cercanas a la deflación), sumado a una situación macroeconómica que redunda en un incremento de las necesidades de financiamiento, están llevando los coeficientes de endeudamiento (Deuda/PIB) a niveles en los que su sostenibilidad vuelve a estar en duda y que podrían generar la necesidad de implementar nuevos procesos de reprogramación de deuda en los países de la llamada *periferia* europea. J. Bradford DeLong aseguraba hace poco que si las autoridades europeas no avanzan de manera clara en la explicitación de una estrategia que facilite el ajuste de las economías de la periferia, las opciones se reducirán a *"elegir entre la pérdida de varias décadas en el sur de Europa (y tal vez en el norte también) o que se perpetúen los desequilibrios de la balanza de pagos entre el sur y el norte, que se deberán financiar con transferencias fiscales, es decir, cobrándole impuestos al norte"*[7].

### 2.c. Japón

La economía japonesa, arrastra, desde hace bastante tiempo, graves problemas. A la debilidad de la demanda interna, que persiste desde hace muchos años, se le agregó más recientemente la falta de dinamismo de sus principales socios comerciales. El cuadro se completa con una deflación crónica, que no es más que la manifestación de la prolongada recesión que atraviesa la economía, y una deuda pública que asciende a alrededor del 250% del PIB y limita severamente el espacio de la política fiscal.

Frente a este desolador panorama, el gobierno del primer ministro Shinzo Abe propuso un programa basado en tres pilares (llamados las tres flechas): política monetaria expansiva, estímulos fiscales y un conjunto de reformas estructurales, para acelerar el crecimiento del PIB. Este conjunto de medidas ha recibido en la jerga periodística el nombre de *Abenomics*.

[ 7 ] Ver DeLong, Bradford (2012) *Stage Three for the Euro Crisis?,* Project Syndicate, septiembre.

El desafío que enfrenta la *Abenomics,* sin embargo, no es nada sencillo. Las empresas atesoran y prefieren mantenerse líquidas y el consumo sufre el impacto del envejecimiento de la población y de la declinante proporción del ingreso nacional de los estratos de la población con mayor propensión a gastar. Así, el mercado interno se achica y las empresas se ajustan, sobre todo disminuyendo la masa salarial, lo que a su vez desalienta el consumo y sostiene la deflación. Romper este círculo vicioso ha sido, hasta ahora, muy difícil, aunque han aparecido recientemente algunas señales positivas.

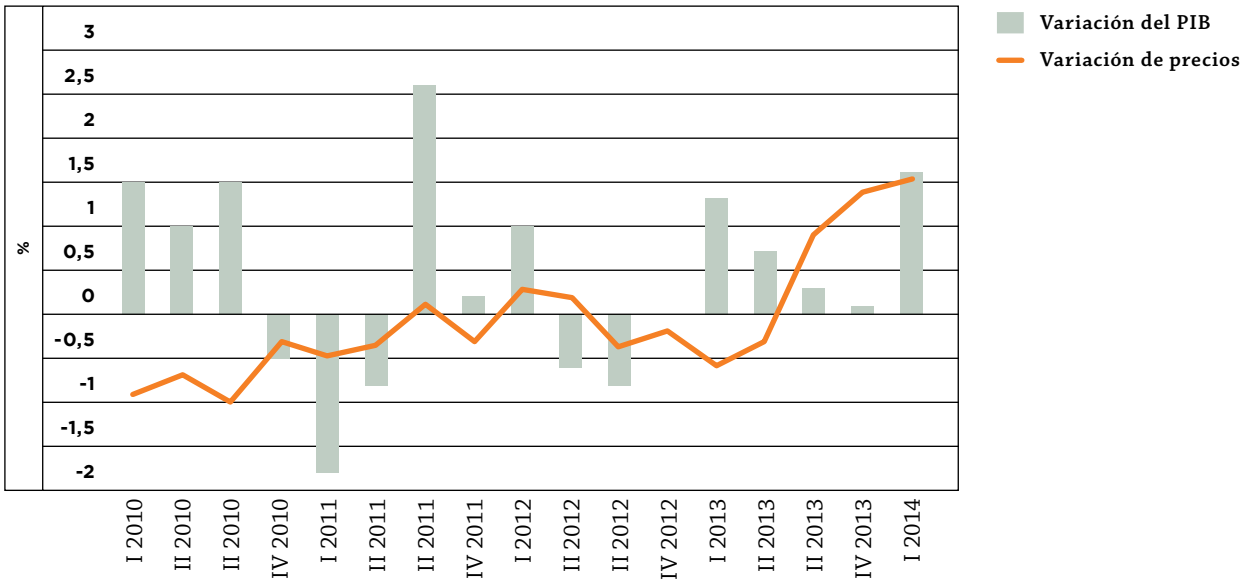
La parte más activa del paquete de las *3 flechas,* ha sido una política monetaria fuertemente expansiva. Adicionalmente, se anunció un conjunto de iniciativas orientadas a expandir la economía a través de estímulos fiscales por el equivalente al 2% del PIB. Sobre la tercera flecha, de reformas estructurales, no hay demasiada claridad hasta ahora. Se mencionan la desregulación de algunos mercados, la implementación de cambios en la agricultura y el diseño de incentivos al aumento de la participación de la mujer en el mercado de trabajo, entre otras medidas cuyo impacto sobre el nivel de actividad está, en el mejor de los casos, supeditado al resultado de la política macroeconómica.

Por lo pronto, la primera consecuencia de la *Abenomics* ha sido la exportación de la deflación a través de la depreciación del yen (alrededor del 20%), lo cual ha aumentado la competitividad de la producción japonesa a expensas de la de otras economías del este de Asia. Al mismo tiempo, aunque en el primer semestre de 2013 el PIB se expandió a una tasa equivalente al 4% anual, la economía se desaceleró en la segunda mitad del año, para terminar con un crecimiento de 1,5%. En el primer trimestre de 2014, el PIB volvió a acelerar su crecimiento (al 1,6%), poniendo en evidencia la marcada volatilidad que caracteriza a la recuperación de la economía japonesa. Esto genera temor de que la recuperación de la economía se interrumpa por el impacto negativo sobre la demanda del aumento del impuesto a las ventas vigente desde el mes de abril. De hecho, aunque el gobierno japonés aduce que las necesidades fiscales no dejaban margen para una postergación de la puesta en vigencia del impuesto y confía en que la medida no impedirá que la economía siga creciendo, el FMI redujo su proyección de crecimiento de 1,7% a 1,4%[8].

[ 8 ] Ver IMF (2014), *World Economic Outlook,* abril.

**GRÁFICO 7**

**Japón. Crecimiento e inflación**



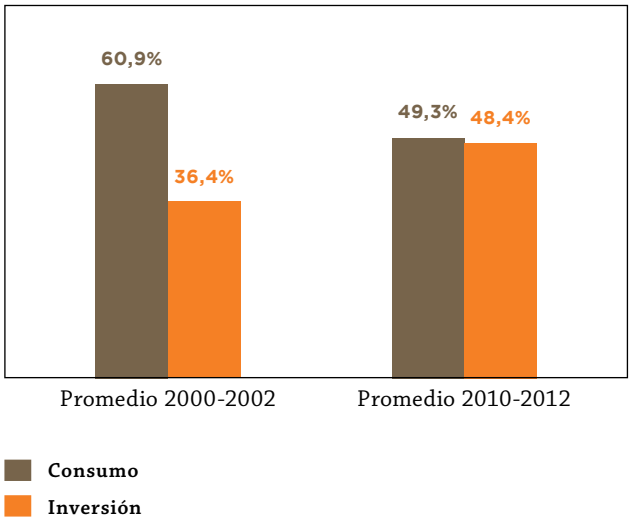
## 2.d. China

A partir de la crisis internacional las exportaciones netas dejaron de ser un motor del crecimiento y este rol fue tomado por la inversión que en 10 años pasó de alrededor del 40% del PIB a alrededor del 50% del PIB como se puede ver en el *Gráfico 8*. Este significativo crecimiento desde niveles ya muy altos requirió un fuerte aumento del crédito que, a su vez, dio lugar a una burbuja financiera típica: elevado endeudamiento, aumento de las cargas de la deuda, creciente morosidad, descapitalización de algunos bancos y una fuerte expansión de segmentos escasamente regulados del sistema financiero *(shadow banking)*. Corregir esta situación podría requerir una disminución drástica del crecimiento del crédito y del gasto que depende fuertemente de éste, como es el caso de la inversión.

Sin posibilidades de recurrir a las exportaciones y a la inversión, queda el recurso de aumentar el consumo público y privado. Actualmente el consumo total se mantiene en un nivel muy bajo, ya que alcanza al 35% del PIB, nivel que representa alrededor de la mitad del promedio mundial. De acuerdo con algunas estimaciones, aumentar el consumo a 50% del PIB en los próximos 10 años implicaría que éste debería crecer sistemáticamente 4 puntos por encima del PIB, o sea 11% por año para alcanzar un crecimiento como el proyectado. Sin embargo, estas tasas son muy elevadas y muy difíciles de alcanzar y requerirían una enorme redistribución de recursos hacia los hogares de sentido contrario al observado en los últimos años. Para aumentar los ingresos de los hogares en la magnitud necesaria para financiar un aumento del consumo como el requerido, sería necesario concretar una transferencia de recursos desde el estado a los hogares de una magnitud difícil de imaginar desde esta parte del mundo. Esto no quiere decir que China vaya necesariamente a dejar de crecer en el corto plazo, aunque la dificultad implícita en los cambios que deben producirse en la economía genera riesgos importantes. En el mejor de los casos, es probable que la economía crezca a una tasa promedio cercana al 7%, claramente inferior a la de la década pasada y con una estructura diferente, caracterizada por una menor relevancia de la inversión y una mayor participación del consumo.

**GRÁFICO 8**

**China-Participación en el PIB**




En los primeros meses de 2014 la economía ha mostrado algunos signos de debilitamiento que comenzaron a generar alguna preocupación y discusión acerca de la probabilidad de que fuera necesario implementar algún programa de estímulo a la demanda para alcanzar los objetivos de crecimiento requeridos. En este sentido, aunque una política monetaria más expansiva puede llevar algún alivio a empresas del estado y gobiernos locales fuertemente endeudados, no es probable que la estrategia del gobierno ponga el énfasis en la política monetaria, ya que un abaratamiento del crédito podría tener un impacto muy poco significativo sobre la demanda dados los elevados niveles de capacidad ociosa. Por otra parte, la necesidad de que los gobiernos locales avancen en sus programas de desendeudamiento, tal como está previsto en el presupuesto de 2014, tampoco dejaría mucho margen por el lado de la política fiscal, a menos que el gobierno central disminuya la presión sobre los gobiernos locales, permitiendo que el desendeudamiento sea más lento que el previsto y puedan volcarse algunos recursos a la inversión en infraestructura.

La situación es compleja y los riesgos presentan un sesgo claro hacia la baja, dependiendo de la evolución de los precios del mercado inmobiliario y la actividad de la construcción y de cómo vaya absorbiendo el sistema financiero los problemas derivados del incumplimiento creditico que podría aumentar en los próximos meses. Debe tenerse en cuenta, en este sentido, que hubo una enorme expansión del crédito en los últimos 4 o 5 años, en muchos casos destinado al financiamiento de proyectos que no han dado los resultados esperados y esto ha dado lugar a un paulatino deterioro de la calidad de la cartera crediticia. En definitiva, las autoridades enfrentan un *trade-off* entre la necesidad de impulsar los cambios en el modelo de desarrollo que coloquen a la economía china en un sendero de sostenibilidad y la necesidad de evitar que en el corto plazo la tasa de crecimiento de la economía disminuya por debajo de los niveles socialmente tolerables, aunque para ello tengan que mantenerse algunas estrategias que (como la abundancia de crédito barato y el impulso a la inversión) pueden agravar los desequilibrios macroeconómicos.

### 2.e. India y otras economías emergentes

Hasta hace muy poco, una de las economías que más crecía, apenas superada por China. Entre el año 2003 y 2007 el PIB se expandió a una tasa promedio anual de 8,8%. La crisis financiera internacional interrumpió este acelerado crecimiento y, aunque la economía india se recuperó rápidamente gracias a las políticas contracíclicas implementadas por el gobierno y creció 10,3% en 2010, los últimos años mostraron una fuerte desaceleración y han abierto un debate acerca de si se trata de una cuestión coyuntural o si la economía está perdiendo el rumbo.

En el *Gráfico 9* puede verse como se redujo la tasa de crecimiento hasta estabilizarse bastante por debajo de la tasa de crecimiento potencial, estimada en 6%. Por las razones que veremos más adelante, es altamente probable que 2014 sea el tercer año consecutivo en el que la tasa crecimiento de la economía india se ubique en estos niveles. Debe señalarse que, aunque para países como los nuestros una tasa de crecimiento estable del orden de 4,5%/5% es un síntoma propio de una economía saludable, para un país con las características demográficas de la India resulta insuficiente para generar la cantidad de puestos de trabajo necesarios. Adicionalmente, como muestra el gráfico, el crecimiento reciente no sólo fue bajo sino que estuvo asentado exclusivamente en la expansión del consumo, mientras que la inversión se estancó. Esto pone de manifiesto un problema no sólo de cantidad sino también de calidad de los puestos de trabajo que se generan, a menudo en empleos de baja productividad y bajos salarios, exacerbando un ya grave problema de desigualdad.

Finalmente, cabe añadir que el bajo crecimiento estuvo acompañado por un marcado deterioro de las variables macroeconómicas clave: la inflación se aceleró y contribuyó a la caída del tipo de cambio real. El menor crecimiento de la economía mundial y la pérdida de competitividad afectaron negativamente a las exportaciones, al tiempo que aumentaban las importaciones de algunos metales, en particular de oro. El deterioro del balance comercial se tradujo en un aumento del déficit de la cuenta corriente del balance de pagos hasta niveles cercanos al equivalente al 5% del PIB. Paralelamente, los compromisos de gasto adquiridos en el momento de la crisis, en un contexto de bajo crecimiento que afectó a la recaudación tributaria, dieron lugar a un déficit fiscal que se mantiene en niveles superiores al 5% del PIB.

Hay razones estructurales que ayudan a explicar la evolución reciente, entre las que se puede señalar, el modo en el que la desigualdad afecta la disponibilidad de recursos, el déficit de infraestructura y una débil base industrial. Estos problemas también estaban presentes cuando la economía crecía a tasas elevadas, pero ahora se potencian por una coyuntura caracterizada por un bajo crecimiento mundial que impacta sobre las exportaciones y un escenario macroeconómico interno complejo en el que se destaca un reducido espacio fiscal y un margen muy estrecho para bajar la tasa de interés no sólo por la inflación cercana al 10% anual sino porque la moneda india ha sido objeto de ataques especulativos.

Pero el de India no es un caso aislado. De manera general, en varias de las más dinámicas economías emergentes se observa cierto agotamiento de estrategias de crecimiento basadas en el mercado interno, en algunos casos fuertemente dependientes del aumento del crédito y con una alta propensión a generar desequilibrios en el sector externo. En este grupo de países se destacan (pero no son los únicos) los llamados BIITS (Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica) o los *Cinco frágiles,* conjunto que se caracteriza por tener elevados déficit en cuenta corriente, en algunos casos acompañados por déficit crecientes del sector público, que los hace dependientes del financiamiento externo y por esa razón más vulnerables frente a la posibilidad de un endurecimiento de los mercados financieros internacionales. Este conjunto de países podría ser completado con otras importantes economías emergentes que enfrentan situaciones de vulnerabilidad, como es el caso de Venezuela, la Argentina, Ucrania y Tailandia, entre otros.

Las monedas de estos países se han depreciado fuertemente desde el momento en que fue anunciado el cambio en la política monetaria norteamericana, aún cuando no se preveía que su implementación fuera inmediata. Las pérdidas de valor de las monedas de Turquía, Sudáfrica, Brasil, India y de otras economías fuera de este conjunto, como es el caso de Rusia, se han acelerado a comienzos de 2014 y han dado lugar,

**GRÁFICO 9**

**India 2010/2013. PIB y demanda interna**

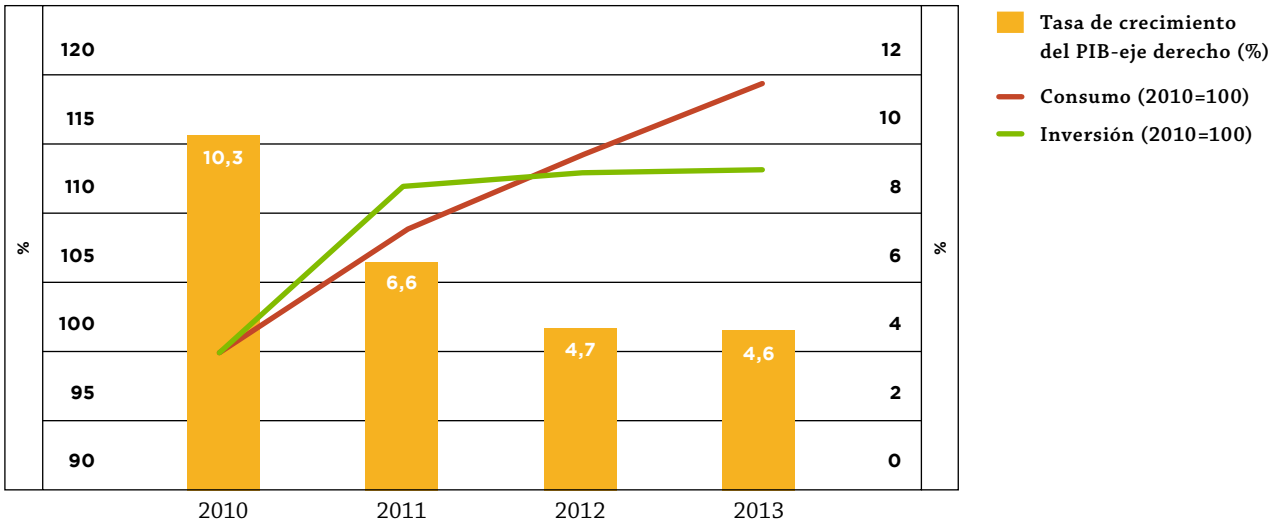
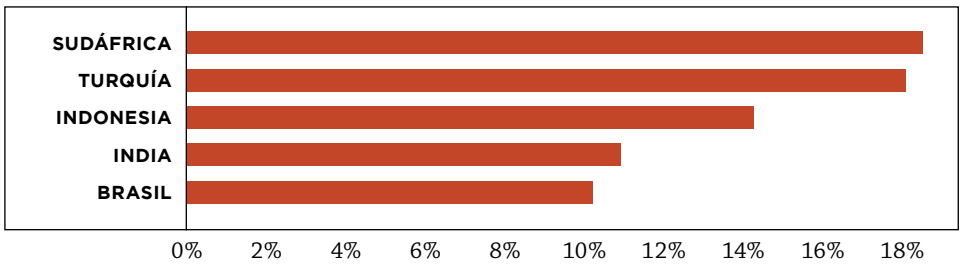



**GRÁFICO 10**

**Variación del tipo de cambio nominal respecto al dólar 04-13/06-14**



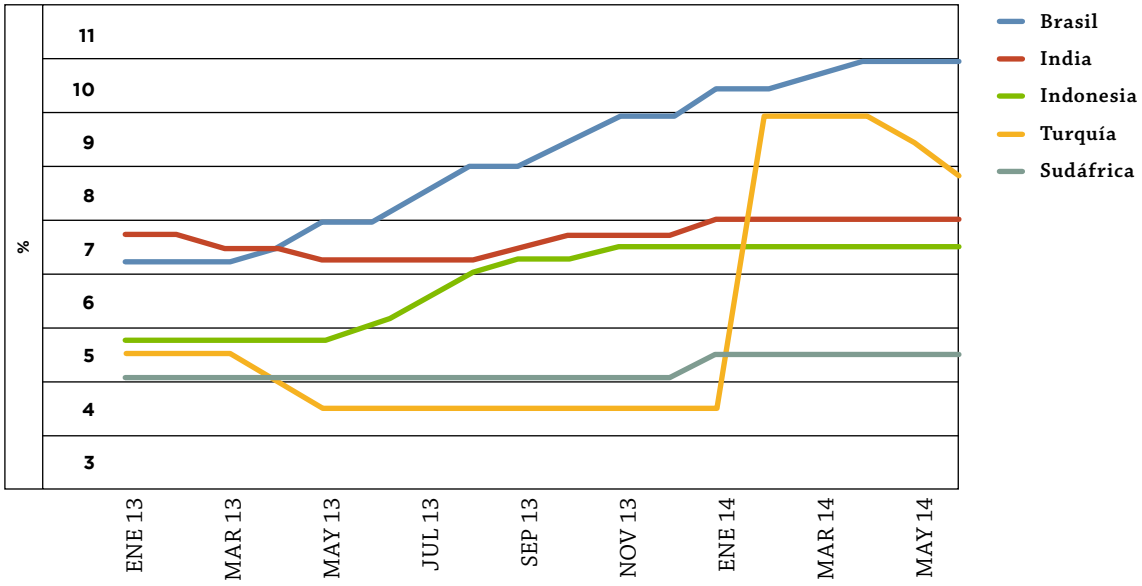
a incrementos de las tasas de interés como un intento de los bancos centrales de estos países de fortalecer sus monedas. Se destacan, el fuerte incremento de tasas decidido por las autoridades monetarias de Turquía (de 4,5% anual a 10% anual) y el primer aumento de tasas en seis años decidido por el banco central de Sudáfrica.

Muchos de estos países tienen a su favor el tener una reducida deuda pública, elevadas reservas internacionales y tipos de cambio flexibles, por lo que su punto más vulnerable proviene de elevadas deudas en moneda extranjera del sector privado, en gran medida derivadas de estrategias corporativas que procuraron aprovechar la disponibilidad de recursos a bajas tasas, disponibles en virtud de la abundante liquidez en los mercados financieros internacionales. Estos recursos, que permitieron financiar el crecimiento de la actividad interna pero hoy dejan a los deudores en una situación de elevada exposición en moneda extranjera[9]. Casos como estos plantean una situación delicada porque, si bien el tipo de cambio flexible podría actuar de manera contracíclica y aumentar la competitividad de las economías afectadas, deterioraría al mismo tiempo la situación financiera de muchas empresas y podría, eventualmente, afectar al sistema financiero local y requerir algún grado de intervención pública.

[ 9 ] Ver sobre este punto Dervis, Kemal (2014), *Tailspin or Turbulence?,* Project Syndicate, abril.

**GRÁFICO 11**

**Tasas de interés de política monetaria**



## 3. ¿QUÉ IMPLICANCIAS PUEDE TENER EL NUEVO ESCENARIO PARA AMÉRICA LATINA?

América Latina enfrenta el renovado desafío de retomar el sendero de crecimiento elevado que transitó durante buena parte de los últimos años, aunque esta vez deberá hacerlo en un contexto internacional más complejo. El escenario favorable que las economías de la región enfrentaron en los últimos años, en el que confluyeron el aumento de la demanda externa de productos básicos y de los volúmenes exportados, altos precios internacionales de los principales productos de exportación de la región, condiciones de liquidez internacional excepcionales, elevados flujos de inversión extranjera directa y crecientes volúmenes de remesas, ha jugado un papel fundamental en la explicación del elevado crecimiento regional observado en buena parte de lo que va del siglo XXI. Esto no significa que se haya tratado de un crecimiento impulsado por el sector externo, sino más bien, que las inusuales condiciones externas permitieron que la región creciera de manera prácticamente ininterrumpida, sin sufrir los ciclos de marchas y contramarchas que caracterizaron la historia económica de América Latina.

El relajamiento relativo de la restricción externa hizo posible que las economías de la región contaran con las divisas necesarias para impulsar un crecimiento basado en la demanda interna, con un creciente peso del consumo, cuyo impulso respondió, en gran medida, al esfuerzo que hicieron los países de la región para achicar las enormes brechas distributivas con que las sociedades latinoamericanas ingresaron al nuevo siglo. Los cambios en el escenario externo que probablemente vayan ocurriendo en los próximos años implican importantes desafíos para el diseño de la política económica.

En primer lugar, el objetivo de retomar un sendero de crecimiento sostenido a tasas elevadas lleva a la necesidad de incrementar la tasa de inversión que, en general, es muy baja en la región. Pero invertir más implica, por un lado, que haya proyectos cuya rentabilidad privada o social pueda atraer capitales privados y/o públicos y, por otro lado, que se disponga de los recursos que requerirá su financiamiento.

En primer lugar, se abre un interrogante acerca de cómo generar el ahorro que se requiere para financiar mayores volúmenes de inversión. En tal sentido, debe destacarse que aunque la situación social mejoró en los últimos años, todavía tendrá un lugar preponderante en la agenda de políticas públicas, por lo que no cabe esperar un cambio significativo en relación con el objetivo de mejorar los ingresos de los estratos más pobres de la población, con mayor propensión a consumir. Por lo tanto, en la medida en que es difícil que se verifique en el corto plazo un aumento de la tasa de ahorro interno, el financiamiento adicional requerido deberá provenir del ahorro externo, es decir que cabría esperar un deterioro del saldo de la cuenta corriente del balance de pagos que deberá ser cubierto con el ingreso de capitales externo vía inversión directa o vía endeudamiento. Desde el punto de vista de las variables macroeconómicas clave, este escenario implica una presión a la baja (apreciación) del tipo de cambio real y una presión hacia el alza de las tasas de interés internas, que requerirán la atención desde la esfera de las políticas públicas.

Cobran especial relevancia, en este contexto, las iniciativas orientadas a incrementar la competitividad, más allá de lo que ocurra con el tipo de cambio. Debe mencionarse, en primer término, la necesidad de incrementar la inversión pública, desde los muy bajos niveles a los que la llevaron las políticas implementadas en las últimas décadas del siglo XX. Esto permitirá disminuir el déficit de infraestructura que, con diferencias entre países, caracteriza actualmente a la región y, de este modo, apuntalará un aumento de la competitividad de las economías, abriendo un mayor espacio para la inversión privada. Al mismo tiempo, la inversión privada debe cumplir un rol central en la generación de procesos que hagan posible que el necesario aumento de la productividad no se haga a expensas de la calidad y la cantidad de empleo, sino que se asiente en la absorción del progreso técnico y la incorporación de conocimiento. Esto pone de relieve la importancia de aquellas iniciativas que puedan contribuir a mejorar la asignación de recursos, definiendo incentivos hacia la promoción de actividades o sectores que, como

se señala en Cepal (2014)[10], tengan trayectorias más dinámicas y sustentables, tanto desde una perspectiva macroeconómica, como social y ambiental.

Asimismo, será necesario impulsar el desarrollo de un sistema financiero capaz de potenciar el ahorro y canalizarlo hacia el financiamiento de la inversión en volúmenes y plazos adecuados. Esto implica la necesidad de modificar una situación caracterizada, en casi toda la región por elevados márgenes de intermediación y falta de profundidad, que redundan en una situación en la que se financia más al consumo que a los emprendimientos productivos. Por el contrario, es muy escaso el financiamiento de largo plazo en moneda nacional y el financiamiento del exterior está limitado a las empresas grandes, con lo que quedan muchos proyectos con buena rentabilidad de empresas pequeñas y medianas que no pueden llevarse a cabo. Podría resultar central, en este aspecto, la revitalización de la banca de desarrollo, otra víctima de las estrategias implementadas en los años 80 y 90, ya que permitiría recuperar un instrumento esencial para el logro de un financiamiento inclusivo y orientado a apoyar la inversión y el crecimiento.

Por otra parte, la coordinación de políticas a nivel regional y el fortalecimiento del comercio intrarregional y de la integración, en un sentido más amplio, brindan un espacio donde potenciar los impactos de las estrategias que se implementen, contrarrestando el escenario de bajo crecimiento del PIB y del comercio mundial que probablemente se avecine. Además, en la medida en que el comercio intrarregional permite un tipo de especialización productiva con mayor contenido relativo de innovación y conocimiento, podría tener un mayor impacto sobre el tejido productivo y, como se caracteriza por dar lugar a una mayor participación de las pequeñas y medianas empresas, permitiría un mayor aumento del empleo y tendría un efecto positivo sobre la equidad. La profundización de la integración podría reforzarse si fuera acompañada por una estrategia de apoyo financiero, lo que implica que las instituciones financieras regionales como el BID, la CAF y el FLAR tienen un importante rol que cumplir como proveedoras de liquidez para financiar estos esfuerzos[11].

En suma, las menores facilidades que otorgará el escenario externo, en comparación con el pasado reciente, harán necesarios mayores esfuerzos y habilidades en materia de política económica para que los países de América Latina puedan sostener tasas de crecimiento que permitan generar empleo en la cantidad y con la calidad que un proceso de desarrollo económico inclusivo requiere. Una tarea compleja pero imprescindible.

[ 10 ] Ver *Pactos para la Igualdad,* Cepal, Santiago de Chile.

[ 11 ] Levy-Yeyati, Eduardo; Castro, Lucio y Cohan, Luciano (2012), *Latin America Economic Perspectives - All Together Now: The Challenge of Regional Integration,* Brookings Institution.