

## Cooperación o acopio de reservas internacionales: dilema del aseguramiento externo en Unasur

VLADIMIR LÓPEZ RÍOS

El lento y engorroso proceso de acceder a la asistencia financiera provista por el FMI, en parte debido a los esquemas de condicionalidad y en parte a la insuficiencia relativa de los fondos, impone a la región de la Unión de Naciones Suramericanas (Unasur) la urgente necesidad de dotarse de un mecanismo más expedito de salvamento financiero que –en el contexto integracionista– la proteja de los efectos adversos de crisis en el sector externo de la economía; bien se originen estas por el contagio de crisis cambiario-financieras procedentes allende sus fronteras, o por caídas intempestivas de los términos de intercambio. Ante tales contingencias, argumentamos que procede la constitución de un fondo de carácter dual que permita proveer de liquidez a los bancos centrales y contribuir a sostener la capacidad contracíclica del gasto público. Por un lado, el respaldo contingente a la posición de reservas internacionales de los bancos centrales contribuye –*ceteris paribus*– a desalentar ataques especulativos y moderar la trayectoria de corto plazo del tipo de cambio nominal. Por otro, si se logran corregir expectativas adversas sobre riesgos del tipo *moral hazard*<sup>1</sup>, el respaldo fiscal regional puede contribuir con la estabilidad de la absorción y la contención de crisis políticas y distributivas.

En las tres décadas de globalización a partir de 1980, la economía mundial ha visto a las crisis financieras instalarse como fenómeno corriente a las

puertas de los países con apertura en la cuenta de capital de la balanza de pagos. Entre las publicitadas crisis de la deuda externa latinoamericana de comienzos de los ochenta, la crisis mexicana de 1994 y 1995, la crisis asiática de 1997 y la gran crisis financiera internacional de 2008-2009 (cuyos efectos arrojaron a poco más de dos tercios de los países del planeta), se pueden anotar múltiples crisis localizadas y sin mayor trascendencia, las cuales, no obstante, condujeron a la ralentización o al cese del crecimiento económico en los países que las padecieron. Leaven y Valencia contabilizaron 4 crisis bancarias y 25 cambiarias durante la década de los setenta<sup>2</sup>. Por el contrario, entre 1980 y 2007, ya en la época de la liberalización de la cuenta de capital, precisaron 120 crisis bancarias y 180 cambiarias. Adicionalmente, durante este último período, la tasa de crecimiento del producto mundial por habitante se desaceleró a 1,46% desde 1,93% en los años setenta. En la situación particular de los países ibero parlantes de Unasur, tamaño desaceleración alcanzó niveles realmente desastrosos: de 2,76% a 0,74%<sup>3</sup>. Ello indudablemente se traduce en el empobrecimiento de la mayor parte de la población, habida cuenta la considerable inequidad en la distribución del ingreso. Desde finales del pasado siglo xx, para contrarrestar su vulnerabilidad externa, los países de Unasur han seguido una estrategia centrada casi exclusivamente en el acopio de reservas internacionales, la cual sustrae

1 Los riesgos del tipo *moral hazard* fueron caracterizados inicialmente en la gestión de seguros, referidos a la mayor exposición que pueden asumir los asegurados precisamente en virtud de las expectativas de salvamento implícitas en la cobertura. Desde los años noventa del pasado siglo xx, en economía utilizamos la expresión para dar cuenta de la creciente laxitud en la política económica que pueden seguir los países que disponen de cobertura financiera provista por terceros sobre los resultados adversos, cuando las consecuencias (costos) de tal política no se asumen a plenitud y de manera inmediata.

2 Luc Leaven y Fabian Valencia (2008), *Systemic Banking Crisis: A New Database*. IMF Working Paper WP/08/224. Para información más detallada sobre las crisis financieras y mayor cobertura temporal, puede recurrirse a Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff (2011). *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*. México: Fondo de Cultura Económica.

3 World Bank, *World Economic Indicators*. Cálculos del autor.



del financiamiento al crecimiento una parte considerable del ahorro generado en la economía, hecho que puede incidir en la desaceleración del comportamiento interanual de la formación bruta de capital.

UNASUR  
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL  
VARIACIÓN PROMEDIO INTERANUAL

1970	5,25
1980	(0,58)
1990	4,68
2000	4,14
2010	2,90

Fuente: Banco Mundial. Cálculos del autor.

De esta manera, el aseguramiento externo centrado en el acopio individual de reservas internacionales tiene como corolario una acentuación de las presiones favorables a la ralentización de la economía a mediano plazo y podría sentar las bases para una futura crisis de crecimiento; esto es, la incapacidad del acervo de capital para incorporar productivamente aquella parte de la población que se añade a la fuerza de trabajo. Ello sugiere, entonces, la inviabilidad intertemporal de sostener en el tiempo semejante estrategia de aseguramiento externo.

UNASUR  
RESERVAS INTERNACIONALES TOTALES  
(MILLONES DE US\$)

	Promedio década	Último año década	RIT Meses imp.
1960	2.061	3.048	4
1970	17.074	37.067	7
1980	32.509	31.519	8
1990	98.662	116.981	10
2000	212.676	430.701	10
2011		581.445	13

Fuente: Banco Mundial. Cálculos del autor.

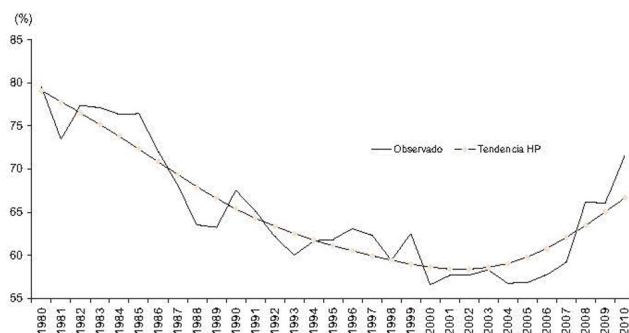
Por otra parte, el proceso de reprimarización de las economías de Unasur, ilustrado en el gráfico siguiente mediante la creciente participación de los productos primarios en las exportaciones totales, se constituye en una fuente adicional de vulnerabilidad, por cuanto la volatilidad de los precios de los productos de exportación deviene fuente de inestabilidad en la gestión macroeconómica. En términos de las políticas para el desarrollo, genera dos efectos adversos inmediatos: uno, propende a canalizar los recursos productivos en la economía nacional hacia las actividades extractivas, con el agravante de restablecer las taras del crecimiento contemporáneo provenientes de la inserción decimonónica en la división internacional del trabajo (escasos encadenamientos internos, producción de bienes con

bajas tasas de incorporación de progreso técnico, menor crecimiento de la productividad, propensión a la concentración del ingreso y al desequilibrio externo) en detrimento de las actividades industriales; dos, la incertidumbre sobre la trayectoria de los ingresos externos dificulta la programación de mediano plazo del gasto de inversión, por lo cual debilita procesos de recuperación económica asociados con la transformación productiva.

En un escenario de potencial recesión internacional, la volatilidad de los precios de los productos primarios de exportación y el eventual deterioro de los términos de intercambio, se conjugan para comprometer la viabilidad de las finanzas públicas. El mecanismo de transmisión opera mediante la incertidumbre que sobre los ingresos externos insufla la volatilidad en los precios de los productos primarios de exportación, canalizada al gasto público y desde allí a la demanda agregada interna. La magnitud de semejante situación podemos ilustrarla por la relación entre el PIB y los términos de intercambio:

Aún cuando entendamos que correlación y causalidad no significan necesariamente lo mismo, luce pertinente señalar que la correlación entre el PIB y los términos de intercambio para la región alcanza un valor de 0,98 con un  $R^2 = 0,96$  (este valor muestra la magnitud en que una variable incide sobre la trayectoria de la otra). Es decir, la bonanza regional contemporánea sobre la cual se asienta el acopio de reservas internacionales exhibe al mismo tiempo el rasgo principal de debilidad tanto en la estrategia de crecimiento como en el patrón de inserción internacional. De lo anterior se constata la progresión de un cuadro de fragilidad sobre el sector externo de las

UNASUR  
EXPORTACIONES PRODUCTOS PRIMARIOS  
EXPORTACIONES DE BIENES



1/ Excluye a Guyana y Surinam.

Fuente: Cepal, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe 2011. INE y BCV. Cálculos propios.

PRODUCTOS PRIMARIOS  
VOLATILIDAD DE PRECIOS  
(ÍNDICE DE VALOR UNITARIO DE EXPORTACIÓN)

	Alimentos	Mat. prim. agrícolas	Metales	Petróleo crudo	Total integrado	Manufacturas <sup>1/</sup>
1980 - 1989	8,942	8,570	14,895	12,149	8,372	2,660
1990 - 1999	7,876	9,302	8,010	6,014	6,665	1,776
2000 - 2011	10,997	11,019	23,925	20,978	14,488	1,956

Nota: La volatilidad se calculó mediante la desviación típica del componente cíclico de cada una de las series.

1/ Se refiere al índice de valor unitario de las exportaciones de Alemania, tomadas como sucedáneo de las exportaciones de bienes industriales.

Fuente: FMI. Cálculos del autor.

economías de Unasur, con claras incidencias adversas sobre la programación fiscal y el gasto agregado, cuya agudización estará vinculada con la evolución de la situación internacional, marcada por la ralentización del crecimiento económico en los países desarrollados (en particular los Estados Unidos, la Unión Europea y Japón) y el agotamiento del fondo extraordinario de reservas internacionales acumulado por los países subdesarrollados no productores de energía (en el reciente episodio de auge entre 2002 y 2008), a consecuencia de los precios relativamente elevados del petróleo y los alimentos. Por otra parte, el aumento del ingreso por habitante en la región Unasur, con laxitud en el régimen comercial y baja diversificación de la economía doméstica, favorece en los últimos años el incremento de la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones<sup>4</sup>, lo cual podrá contribuir a comprometer la viabilidad del sector externo de la economía.

Así, los argumentos expuestos sugieren la necesidad de diseñar un mecanismo cooperativo de aseguramiento externo que permita reunir y movilizar capacidad financiera para asistir a los países miembros de Unasur ante crisis en su sector externo (disponibilidad de liquidez por lo bancos centrales) o restricciones sobre la viabilidad de su sector público (capacidad anticíclica de su gasto), por cuanto ello favorecerá tanto la liberación de recursos susceptibles de aplicación al crecimiento económico y el bienestar social como también a la estabilidad política, al moderar la irrupción de crisis distributivas que trastornan el entramado social de cada país e imponen el abandono de los objetivos de la integración regional.

Como alternativa transitoria y dada la necesidad perentoria de disponer de algún mecanismo concertado de aseguramiento externo regional, podría considerarse la creación de un sistema de acuerdos bilaterales de monedas (líneas *swap*) como los establecidos por la Iniciativa Chiang Mai<sup>5</sup>, que contribuyen a mantener la estabilidad financiera y cambiaria en Asia desde la crisis de finales de los años noventa, o como aquellos puestos en práctica desde 2007 por la Reserva Federal de los Estados Unidos con los bancos centrales de distintos países avanzados y emergentes para satisfacer las necesidades de liquidez en dólares de estas naciones.

Este mecanismo funciona como soporte de la balanza de pagos al proveer de divisas a los países miembros que experimenten ataques especulativos sobre sus monedas y les evita incurrir en crisis con efectos posteriores de contagio en el resto de la región. Los países en problemas podrán entonces obtener moneda extranjera (temporalmente) a cambio de sus respectivas monedas locales o de la disponibilidad de oro en sus bancos centrales<sup>6</sup>. Debe advertirse, sin embargo, que la aplicación de este mecanismo no está exenta de dificultades: resalta el problema relacionado con la cantidad de recursos disponibles para este instrumento, toda vez que las necesidades de financiamiento podrían superar el acervo de reservas operativas de la región. Adicionalmente, es necesario determinar de manera conjunta cuál sería el monto máximo de estas operaciones, las contribuciones de cada país (en caso de realizarse acuerdos multilaterales), el grado

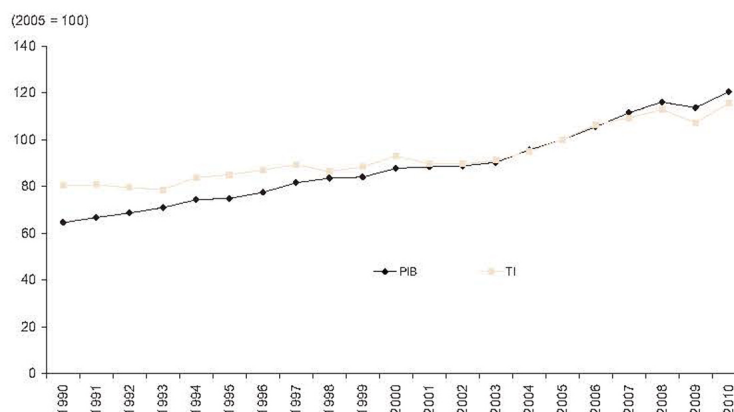
4 Por ejemplo, para cada uno de los países de la Unasur, la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones, calculada por ventanas móviles de 30 años, muestra una mayor inclinación de la pendiente a partir de los años noventa (esta elasticidad sugiere que aumentos en el ingreso acarrearán incrementos más que proporcionales en las importaciones). La propensión media a importar registra una trayectoria similar, con la excepción de Venezuela, cuyo comportamiento luce más bien errático desde finales de los años setenta. La referencia es Julio Pineda y Omar Bello (2011). Las elasticidades de largo plazo de las importaciones agregadas en América Latina. *Revista Nueva Economía*, XVIII, 32.

5 La Iniciativa Chiang Mai fue anunciada en esta ciudad tailandesa en mayo de 2000. Constituye un manifiesto de la intención de los países del este asiático de cooperar en diferentes áreas: seguimiento de flujos de capitales, supervisión regional, acuerdos de monedas tipo *swap* y entrenamiento de personal técnico (ver *Joint Ministerial Statement of the ASEAN+3 Finance ministers meeting*, May 6, 2000, Chiang Mai, Thailand <http://www.aseansec.org/635.htm>).

6 Cuando el *swap* se hace entre una divisa y una moneda local, esta última funge como una garantía mínima de que la obligación será efectivamente cumplida y la transacción toma la figura de un préstamo.



# AMÉRICA LATINA PRODUCTO INTERNO BRUTO Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



Fuente: Cepal, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe 2011. Cálculos del autor.

de acceso a los fondos y su prelación, la activación del mecanismo, la supervisión y los términos generales de la operación (moneda, duración, prórroga, etcétera).

Existe también la posibilidad de que la creación de este mecanismo de financiamiento, especialmente cuando implique una participación multilateral, genere problemas de *moral hazard* en el manejo de los desequilibrios externos de los diferentes países, sobre todo si la facilidad de crédito no está acompañada o asociada a algún tipo de condicionalidad. Por supuesto, los requisitos a ser exigidos deben tener un enfoque grupal, que asegure condiciones equitativas y consistentes entre todos los países de la región. Así, podría resultar necesaria la creación de una institución para la supervisión y seguimiento de la política y el desenvolvimiento económico de los países miembros, con la finalidad de establecer las condiciones de acceso a los recursos. Este organismo velaría entonces por preservar la solidez financiera y económica de la región, y habría de constituirse en un ente que no solo aborde problemas puntuales de balanza de pagos sino, además, promueva la cooperación financiera y la coordinación de políticas, detecte los riesgos de crisis en una etapa temprana y alerte sobre las medidas a instrumentarse para contener el contagio de las crisis externas.

Independientemente de las formas de aseguramiento externo que adopte la región, la mayor estabilidad a largo plazo para sostener el desarrollo provendrá de la construcción de un nuevo tejido económico que insuffle renovado dinamismo a la integración. La cuantía de las asimetrías (tres países explican cerca de las tres cuartas partes del valor agregado conjunto de agricultura, minas y canteras, manufactura y establecimientos financieros; un solo país explica 48% del producto industrial<sup>7</sup>) reclama edificar la viabilidad de la integración a largo plazo sobre la complementación de la estructura económica antes que sobre el comercio, a riesgo de repetir la fallida historia de la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (Alalc)<sup>8</sup>. La complementación de las economías supone la identificación de actividades productivas subregionales, en las cuales se fomente la constitución de corporaciones multinacionales para movilizar los factores productivos en función de la dotación de recursos, capacidades y necesidades, o de políticas sectoriales específicas<sup>9</sup>. De aquí provendrá igualmente la respuesta principal a la reprimarización como resultado de la inserción pasiva en el mercado mundial.

7 Cepal. ob. cit. Cálculos propios.

8 En 1966, mediante la llamada "Declaración de Bogotá", Colombia, Chile, Ecuador, Perú y Venezuela anuncian la necesidad de trascender el esquema Alalc de integración, basado exclusivamente en el comercio. En su opinión, este esquema beneficiaba solo a las mayores economías de la región: en esa oportunidad, el PIB de Argentina, México y Brasil excedía tres veces al de los restantes países aquí mencionados.

9 Como lo ha señalado Dani Rodrik, "el desarrollo económico deriva de una estrategia interna, no del mercado mundial".

**bcv** **VOZ** **4**  
económico

**PRESIDENTA**  
Edmée Betancourt

**PRIMER VICEPRESIDENTE GERENTE**  
Eudomar Tovar

**GERENTE DE COMUNICACIONES INSTITUCIONALES**  
Txomin las Heras

**GRUPO EDITOR**  
Luis E. Rivero M.  
Omar Mendoza  
Txomin las Heras  
María Fernanda Marciano  
Francisco Vallenilla

**JEFE DEL DEPARTAMENTO DE INFORMACIÓN**  
María Fernanda Marciano

**CONCEPCIÓN GRÁFICA**  
Claudia Leal

**DIAGRAMACIÓN**  
Luzmila Perdomo

**CORRECCIÓN**  
María Bolinches

ISSN: 1315-1407

LOS ARTÍCULOS DE OPINIÓN  
NO REFLEJAN NECESARIAMENTE  
LA POLÍTICA INFORMATIVA DEL BCV.  
EL GRUPO EDITOR  
EVALÚA LOS CONTENIDOS  
DE ESTA PUBLICACIÓN.