

## Resumen Ejecutivo

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo en Latinoamérica y el Caribe (LAC) se han bifurcado. Si bien se espera que la mitad norte de la región—México, América Central y el Caribe—crezca en 2016 a un ritmo razonable aunque poco inspirador de 2.5 por ciento, se espera que América del Sur se contraiga en más de un 2 por ciento, como consecuencia de fuertes recesiones en Brasil (-3.5 por ciento) y Venezuela (-8.3 por ciento). Esta desaceleración ocurre al término de una década de un prolongado auge de precios de los *commodities*, el cual generó una gran ganancia de términos de intercambio y elevó el crecimiento de América del Sur durante 2003-2011 a un promedio de alrededor de 5.5 por ciento.

Dado que los precios bajos de los *commodities* y la desaceleración de China no son hechos meramente transitorios, los países de LAC que son exportadores netos de *commodities* (la mayoría de los cuales están ubicados en América del Sur) se encuentran en medio de una difícil y prolongada transición a un nuevo equilibrio (a una "nueva normalidad"). En el proceso, el margen de maniobra se ha reducido drásticamente para los gestores de políticas públicas, quienes se encuentran atrapados en un dilema entre lo que les gustaría hacer (políticas expansivas para estimular el crecimiento y el empleo en el corto plazo) y lo que se ven obligados a hacer (políticas de ajuste para conservar la viabilidad macroeconómica y adecuar juiciosamente la demanda interna a niveles compatibles con la caída en el ingreso provocada por el deterioro de los términos de intercambio). Este dilema se manifiesta en todas las dimensiones cruciales de política: monetaria, fiscal, externa y social.

Aunque las adversidades que actualmente enfrentan los países de América del Sur son de naturaleza distinta a la de los "frenazos bruscos" en los flujos de capital de los años 90, comparten una característica común con las grandes fluctuaciones macroeconómicas del pasado— el fin de un auge insostenible de demanda interna—y una causa común—la baja tasa de ahorro. Considerando el súper-ciclo de las materias primas como un todo (tanto la fase de auge como la de caída), este informe examina las causas y dinámicas que llevaron a América del Sur a su estrés actual y extrae algunas lecciones para el futuro.

Como punto de partida, hay que enfatizar que los países de América del Sur están expuestos de forma singular a la turbulencia de los precios de *commodities*, incluso más que los países exportadores de materias primas y de ingresos medios en África. Si bien esto puede ser un hecho ampliamente conocido, su abrumador efecto ha sido quizá insuficientemente valorado. Las fluctuaciones en una serie de indicadores macro clave de América del Sur (crecimiento, inversión, cuenta corriente, tipo de cambio real, posición neta de activos externos, rendimientos del mercado de valores) han seguido a la trayectoria de los términos de intercambio de una manera tan cercana que preocupa. Además, el crecimiento de la demanda agregada interna ha seguido a los términos de intercambio aún más estrechamente que el crecimiento de la producción, una clara indicación de que la demanda respondió más intensamente que la oferta. Pero la intensidad de la respuesta de la demanda no fue uniforme entre

países. En algunos (Argentina, Brasil, Uruguay) se amplificó sustancialmente, en otros (Chile, Colombia, Perú) se amplificó solo modestamente o incluso se amortiguó. La pregunta obvia es ¿por qué?

Dos temas relacionados emergen, uno relativo al origen de los choques y el otro a la fuerza con la que estos se transmiten a la economía. Al origen de los choques se encuentran las ganancias inesperadas provenientes de cambios en precios relativos que desencadenan una respuesta de la demanda, a saber, la ganancia inesperada generada por el aumento de los términos de intercambio y la ganancia inesperada generada por la apreciación del tipo de cambio real. Ambos elevan el poder adquisitivo incluso si el volumen de producción se mantiene constante: un aumento en los términos de intercambio permite comprar más importaciones con la misma cantidad de exportaciones; una apreciación del tipo de cambio real permite comprar más bienes transables con la misma cantidad de bienes no transables. Una vez que la capacidad de producción de bienes no-transables se utiliza plenamente, el aumento de la demanda interna inducido por el aumento del poder adquisitivo presiona al alza los precios de los bienes no-transables, recalienta la economía y ensancha el déficit en la cuenta corriente externa.

En cuanto a la transmisión de los choques a la economía doméstica, el informe identifica a las tasas de ahorro como el principal sospechoso. Un mayor ahorro, ya sea al margen (la propensión marginal a ahorrar los ingresos extraordinarios durante el boom) o en promedio (el ahorro determinado por los hábitos culturales y factores estructurales del país), neutraliza automáticamente una gran fracción del gasto inducido por ganancias extraordinarias de precios. A través de este mecanismo, los países de bajo ahorro en América del Sur tendieron a amplificar más los efectos de la bonanza de precios de los *commodities* sobre la demanda interna.

Asimismo, el ahorro no actuó solo; más bien interactuó con factores específicos a cada país. El reto es entonces identificar los factores clave que influyeron en la propensión marginal a ahorrar (la cual varió en el tiempo y entre países) y su impacto multiplicador. Aunque la evidencia es a menudo más sugerente que estadísticamente precisa, el informe detecta algunos patrones fascinantes. En particular, debido a que la propensión marginal del sector privado a consumir las ganancias inesperadas generadas por tipo de cambio real fue alta, los países con tipos de cambio fijos o más administrados (Bolivia, Ecuador, Perú) parecen haber ahorrado más que los países con regímenes más flexibles (Brasil, Chile, Colombia) que experimentaron grandes ganancias inesperadas por vía del tipo de cambio real.

Otro factor amplificador o amortiguador fue la asignación de las ganancias inesperadas, entre sector público vs. sector privado, y entre residentes vs. no residentes. En efecto, el informe encuentra que las economías más abiertas al comercio internacional (por ejemplo, Chile, Perú) lograron desviar, por vía de las importaciones, hacia al extranjero (hacia no residentes) una porción mayor de las ganancias inesperadas, comparado con países menos abiertos (por ejemplo, Argentina y Brasil), los cuales embotellaron más de las ganancias extraordinarias en la economía doméstica. Además, los países en que los gobiernos capturaron una mayor proporción de las ganancias inesperadas (Bolivia, Ecuador, Perú) también parecen en general haber ahorrado más que los países donde las ganancias inesperadas fueron más ampliamente distribuidas (como en Brasil). Sin embargo, el informe también detecta una correlación negativa preocupante entre el ahorro nacional y el tamaño del estado, lo que sugiere que la

apropiación pública de las ganancias inesperadas puede llegar a ser contraproducente si da lugar a un estado permanentemente más grande y propenso al consumo.

El problema es que el exceso de demanda del pasado todavía está restringiendo la actual capacidad de maniobra para la política pública. En los países de bajos ahorro y demanda elevada, el sobrecalentamiento durante el boom parece haber contribuido al actual problema (incipiente) de estanflación. Al mismo tiempo, las grandes apreciaciones del tipo de cambio real durante el boom están ahora retrasando la velocidad de recuperación del sector transable no primario (esto es, la producción de bienes y servicios que son distintos a los *commodities* y que se comercializan internacionalmente). Para complicar aún más las cosas, los países de bajo ahorro enfrentan mayores primas de riesgo soberano y, por lo tanto, tienen menos espacio para maniobrar y menos margen para suavizar y distribuir de manera gradual el esfuerzo del ajuste en el tiempo, a través del uso de financiación externa adicional.

Del lado de la política pública, una primera conclusión que sale del informe (que a primera vista podría parecer una cuestión técnica inocua) es que la manera cómo las mencionadas ganancias extraordinarias se contabilizan importa. Tanto el auge de términos de intercambio como el auge del tipo de cambio real pueden producir un efecto de “espejismo”. En el auge de los términos de intercambio, el espejismo se convierte en realidad sólo si los términos de intercambio son permanentes; en el auge del tipo de cambio real, sólo si la productividad del sector transable aumenta en relación a la del sector no-transable. Pero debido a que los espejismos pueden no convertirse en realidad, parece prudente excluir la mayor parte de las ganancias inesperadas del ingreso contabilizado, a fin de evitar una expansión insostenible del consumo.

Pero las cosas no son tan simples cuando uno contempla los números a la luz de la economía política de los ciclos de *commodities*. En efecto, desde la perspectiva de los consumidores de bajos ingresos, quienes enfrentan restricciones de liquidez, es probable que sea siempre óptimo consumir tanto cuanto sea posible de las ganancias inesperadas, independientemente de su temporalidad. Para los grupos de bajos ingresos, de hecho, el auge de los *commodities* no fue un espejismo. Fue la experiencia más real y positiva que tuvieron en mucho tiempo. Sin embargo, desde el punto de vista del gestor de política pública, una ganancia permanente en los términos de intercambio debe ser asimilada por la demanda interna no de golpe, sino gradualmente, con el fin de permitir que la producción (especialmente de bienes y servicios transables internacionalmente) pueda adecuarse—sin que la economía se recaliente— a la mayor demanda.

A medida que la región se ajusta a la “nueva normalidad” y los gestores de política pública luchan para encontrar el balance apropiado frente al dilema de apretar o suavizar, las reformas estructurales orientadas al crecimiento deben mantenerse activas. Dado que en el corazón de los problemas relacionados con el ciclo de los *commodities* está en la excesiva expansión de la demanda interna en relación con la oferta, las reformas deben centrarse tanto en el lado de la demanda (con el fin de reforzar las tasas de ahorro) como en el lado de la oferta (para mejorar la asignación de recursos y aumentar la flexibilidad en la producción).

Estas reformas de hecho ayudarían a aliviar los dilemas. Por ejemplo, elevar la capacidad de ahorro del país debería reducir las tasas de interés necesarias para mantener la inflación bajo control, que a su vez debería reducir los pagos de interés del sector público, permitiendo así reducir los recortes en el gasto social.

Este informe, de hecho, ofrece un fuerte argumento a favor de reformas orientadas a fortalecer el ahorro. Estas no sólo deben incluir herramientas necesarias para elevar la propensión marginal a ahorrar durante bonanzas (estabilizadores fiscales automáticos, fondos de estabilización, fondos soberanos, normas macro-prudenciales y similares). También deben incluir políticas, en particular fiscales, financieras y de seguridad social, destinadas a aumentar el ahorro en promedio. Además de proporcionar amortiguación automática, una mayor tasa de ahorro protege contra el riesgo de caer repentinamente en un mal equilibrio con poco o ningún espacio de política.

Sin embargo, las reformas estructurales necesitan tiempo para ponerse en práctica y brindan frutos solo después de periodos de gestación relativamente largos. Por lo tanto, un enfoque limitado solo a reformas estructurales y que no otorgue la debida consideración a la necesidad para mitigar el dolor del ajuste a corto plazo puede ser contraproducente. Puede exacerbar las tensiones políticas y sociales hasta el punto de desactivar la viabilidad del esfuerzo de reformas. Por lo tanto, la conciliación de las preocupaciones sociales y económicas a corto plazo con los objetivos de crecimiento a largo plazo es equivalente a caminar sobre una cuerda floja. Lo ideal sería que, en países con margen para utilizar prudentemente el financiamiento externo, el ajuste fiscal y externo pueda hacerse de manera gradual y con miras a preservar las ganancias obtenidas durante el boom por grupos menos favorecidos y más vulnerables de la sociedad. Por desgracia, como se ilustra en este informe, el espacio de maniobra está distribuido en forma muy desigual entre los países de la región, y hay algunos países con espacios tan restringidos que se ven obligados a hacer un ajuste más rápido.