

Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?

Roberto Frenkel y Martín Rapetti¹

1. Introducción

En este trabajo analizamos los principales desafíos que plantea la actual corriente de ingresos de capital a las economías de América Latina (AL). En el pasado, varios países de la región confrontaron contextos internacionales similares y sufrieron crisis externas y financieras con elevados costos económicos y sociales. Si bien la continuidad de las actuales tendencias podría deteriorar considerablemente la robustez externa de las economías y derivar en crisis como en el pasado, ésta no parece la principal amenaza que enfrenta la región. Argumentamos en este artículo que el mayor peligro es que los ingresos de capital aprecien excesivamente los tipos de cambio real (TCR)², dañen la rentabilidad de los sectores manufactureros y de servicios dinámicos y como consecuencia, contraigan el empleo y debiliten las posibilidades de desarrollo económico de la región.

El trabajo está dividido en cinco partes. Sigue a esta introducción una sección en la que analizamos las condiciones externas de las economías de AL y exponemos nuestras conjeturas respecto a su continuidad en el futuro. En la tercera sección, revisamos el comportamiento de los TCR de los países en las últimas dos décadas. A la luz de esa evolución evaluamos los niveles actuales y concluimos que en su mayoría los TCR se encuentran sobrevaluados. En la cuarta sección mostramos que la apreciación de los TCR ha redundado en una importante pérdida de rentabilidad de los sectores manufactureros de los países de la región. Mostramos también indicios de un deterioro relativo en la performance de los sectores manufactures de los países afectados por la pérdida de competitividad externa. Finalmente, en la quinta sección desarrollamos una propuesta de política macroeconómica apta para contrarrestar los procesos en curso.

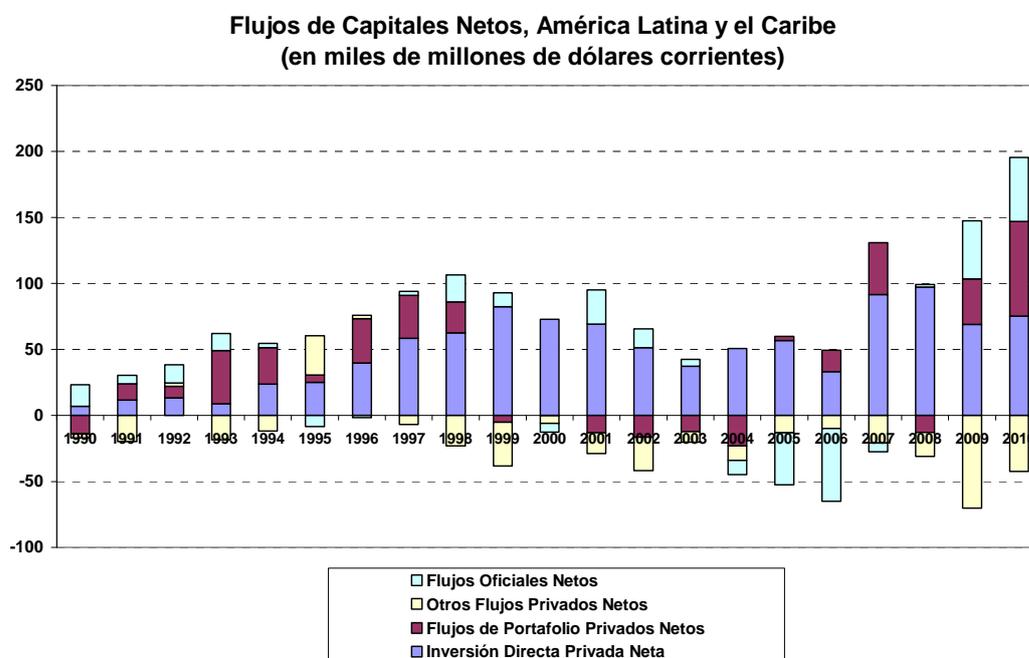
¹ Investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, Argentina. Los autores agradecen los comentarios a una versión preliminar recibidos de Osvaldo Kacef, Jaime Ros y los participantes del seminario de la Secretaría General Iberoamericana (SEGIB), Santander, España, julio de 2011. Los autores agradecen también la asistencia de Eleonora Tubio y Emiliano Libman.

² Seguimos la convención latinoamericana de definir el tipo de cambio de cambio nominal como el precio doméstico de la moneda extranjera. En consecuencia, un TCR más alto (bajo) implica una depreciación (apreciación) real.

2. Esto recién comienza

Parece evidente que los grandes flujos de capital que están recibiendo los países de mercado emergente (PME) están influidos actualmente por los altos diferenciales de rendimiento con respecto a los países avanzados (PA). Las bajas tasas de crecimiento en gran parte de los PA y las bajas tasas de interés en esos países son fenómenos seguramente transitorios. Cabe esperar que los rendimientos reales y financieros se eleven en los PA en el futuro. Sin embargo, conjeturamos que persistirá una diferencia significativa en los rendimientos reales. Aunque la correlación que mostraron los ritmos de crecimiento de los PME y los PA desde los años 80 persistió (e incluso se incrementó) en los años 2000 (IMF, 2010), las tasas de crecimiento de los PME se despegaron significativamente de las de los PA en los años 2000, por primera vez desde el inicio del proceso de globalización financiera. Ese diferencial en los ritmos de crecimiento se mantuvo durante y después de la crisis global y hay razones para conjeturar que las altas tasas de crecimiento que han venido experimentando los PME desde comienzos de los años 2000 persistirán en el futuro previsible.

Gráfico 1

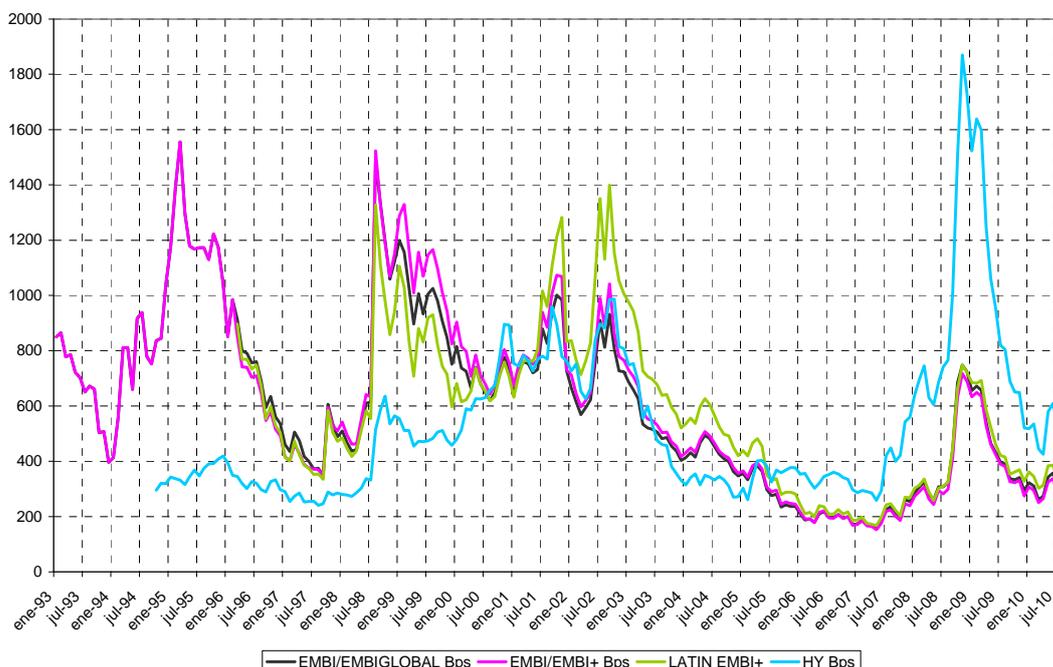


Además de los diferenciales en los rendimientos reales y financieros, los flujos de capital hacia los PME están determinados también por una gran reducción del riesgo

percibido. Por ejemplo, las primas de riesgo país de las economías en desarrollo siguieron una trayectoria descendente desde fines de 2002 y a mediados de 2005 se ubicaron por debajo del mínimo registrado en el período previo a la crisis asiática de 1997-98. A principios de 2007, el promedio de las primas de riesgo alcanzó su mínimo histórico en un nivel que era significativamente inferior al observado antes de la crisis asiática y también significativamente por debajo del spread de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos. Las primas de riesgo país tendieron a elevarse desde mediados de 2007, pero aún así, antes de la quiebra de Lehman Brothers, las primas de riesgo de las economías de mercado emergentes eran similares a los niveles que predominaban en los mejores momentos del período previo a las crisis asiáticas. Por otro lado, el contagio financiero del colapso que siguió a la quiebra de Lehman Brothers fue breve y en 2009 muchos países en desarrollo recuperaron el acceso al crédito internacional a tasas de interés relativamente bajas. Las primas de riesgo continuaron reduciéndose durante 2009 y 2010 para ubicarse nuevamente en niveles inferiores a los de los momentos más favorables de la década de los noventa.

Puede verse en el Gráfico 2 que la prima de riesgo media de AL acompañó la evolución descrita del promedio de las economías emergentes, aunque la reducción de la prima media latinoamericana en la primera mitad de los 2000 fue más pronunciada, principalmente por las altas primas que exhibían Argentina y Brasil al comienzo de la década.

Gráfico 2
Primas de riesgo país de los mercados emergentes y spread de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos



Fuente: Bonos de alto rendimiento de EEUU, datos del índice de Merrill Lynch US High-Yield Master II (H0A0); bonos soberanos de países de mercado emergente y de los emergentes de América Latina, índice EMBI+ de JP Morgan (EMBI hasta noviembre de 1997 y EMBI+ desde diciembre de 1997).

La reducción de los riesgos percibidos está asociada con cambios importantes en las modalidades de integración financiera internacional de los PME en los años 2000, con respecto a las características dominantes en los treinta años previos. Los cambios comenzaron a producirse después de las crisis asiáticas y rusa de 1997-98 (Frenkel y Rapetti, 2010a). Describimos a continuación los rasgos novedosos más destacables.

En primer lugar, la generación de superávits de cuenta corriente o la reducción de los déficits previos en muchos PME (cuyo resultado global fue la inversión de la dirección de los flujos netos de capital entre PME y PA que caracterizó los treinta años previos). Esta configuración persistió después de la crisis global. En segundo lugar, la acumulación de cuantiosas reservas en un gran número de economías en desarrollo. Este rasgo también persistió después de la crisis global. Por último, la adopción en muchas economías de regímenes cambiarios flexibles (con distintos grados de administración).

Apuntamos brevemente los efectos de esos cambios sobre los riesgos percibidos. Superávits de cuenta corriente y reservas internacionales voluminosas son indicadores de robustez externa. En los años 2000, la “clase” de activos de mercados emergentes se hizo más heterogénea y muchos de estos activos corresponden a economías robustas.

Esto contribuyó a disipar la segmentación de los activos de mercado emergente y redujo sensiblemente los riesgos de contagio y comportamientos de manada con respecto a esta “clase” de activos, de modo que la reducción del riesgo percibido se extendió también a los PME que continuaron deficitarios o no flexibilizaron sus regímenes cambiarios.

Los regímenes cambiarios de flotación administrada permiten a la autoridad monetaria intervenir y acumular reservas, para evitar o atenuar tendencias a la apreciación, cuando las condiciones de la cuenta corriente y/o los flujos de capital dan lugar a la presión vendedora de moneda internacional. Así ocurrió en muchos PME en el período 2002-2008. La disponibilidad de reservas, bajo cualquier régimen cambiario, reduce el riesgo de default de deudas públicas o privadas por insuficiencia de liquidez internacional, por ejemplo, frente a un *sudden stop*. Pero la combinación de flotación administrada más abundantes reservas tiende a reducir el riesgo también por otras vías. Frente a un shock externo negativo, la flexibilidad cambiaria da lugar que el tipo de cambio se devalúe contribuyendo al ajuste de la economía al cambio de condiciones externas. En este caso, la disponibilidad de reservas permite la intervención vendedora para controlar la devaluación y evitar el *overshooting* y la formación de burbujas. Esto limita el efecto patrimonial negativo sobre bancos y empresas, particularmente en economías con sistemas financieros parcialmente dolarizados. En este contexto, la exhibición de grandes reservas otorga mayor fuerza a la capacidad del banco central de orientar el mercado cambiario y no se requieren entonces intervenciones vendedoras de gran magnitud.

La combinación de cuentas externas robustas, disponibilidad de importantes reservas y flexibilidad cambiaria administrada mostró sus virtudes en ocasión del contagio de la crisis global. Efectivamente, la crisis global resultó un *stress-test* para los PME. Con la excepción de un pequeño número de economías europeas, ninguna economía de mercado emergente sufrió crisis externa o financiera y no hubo defaults. Por otro lado, el incremento de los recursos del FMI y la flexibilización en la aplicación de sus programas jugó también un papel en evitar crisis y defaults en los PME y este renovado rol del FMI es duradero. En síntesis, los resultados del *stress-test* de la crisis reforzaron las percepciones de bajo riesgo previas. En conclusión, puede razonablemente conjeturarse que la percepción de bajo riesgo de los PME persistirá en el futuro previsible.

Volcamos ahora nuestra atención a América Latina (AL). En los años 2000, la región mostró un resultado de cuenta corriente superavitario desde 2003, que se tornó en

deficitario desde 2008 y alcanzó un déficit máximo para el período en 2010. En realidad, México, gran parte de las economías de América Central y el Caribe y Colombia mantuvieron cuentas corrientes deficitarias en los años 2000, de modo que los agregados superavitarios regionales mencionados resultaron de los resultados del resto de los países de América del Sur. En este conjunto, varias de las economías que habían generado superávit de cuenta corriente desde 2003 se tornaron deficitarias desde 2008 y alcanzaron déficits máximos para el período en 2010. Sin cambios en la políticas económicas que alteren estas tendencias, se proyectan crecientes déficits de cuenta corriente en estas economías (IMF, 2011a).

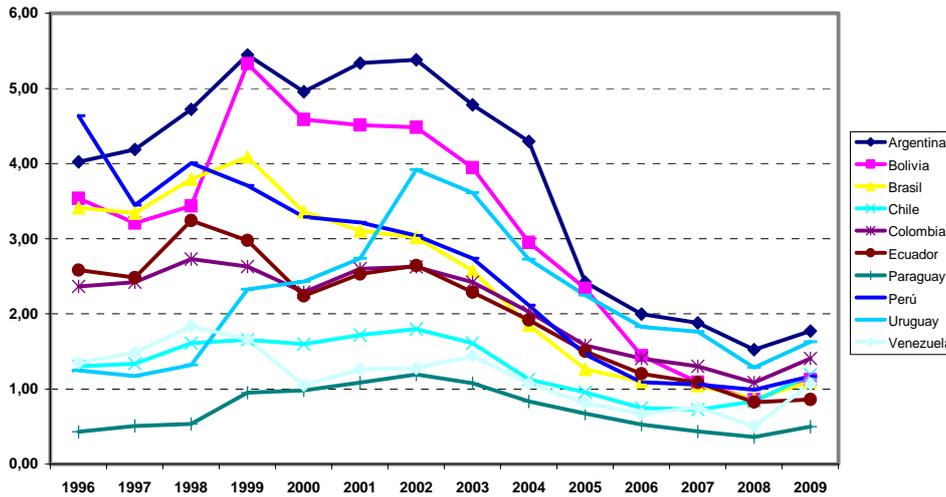
¿Representan estas tendencias de los déficits de cuenta corriente una amenaza de crisis futura similar a las que representaron en el pasado? De hecho, el mercado financiero internacional no percibe esos déficits de cuenta corriente como una indicación de riesgo creciente. Por ejemplo, los flujos de capital se intensificaron y las primas permanecen bajas aún en el caso de Brasil, que ya ostenta un déficit significativo. En el pasado, los auges de inlujos de capital tuvieron finales críticos cuya causa inmediata fue la insostenibilidad de las deudas externas resultantes de déficits persistentes en las cuentas corrientes. Los aumentos de las primas de riesgo país reflejaban las percepciones de riesgo creciente y tendían a colocar al país deficitario en situaciones de trampas financieras que desembocaron generalmente en crisis. Estos procesos se verificaron en contextos de tipo de cambio fijo y escasa disponibilidad de liquidez internacional por parte del país endeudado (Frenkel y Rapetti, 2009). Los contextos actuales son diferentes. Por un lado, por la diferencia que establecen la disponibilidad de grandes reservas y los regímenes cambiarios de flotación administrada. Pero también, por otro lado, por los cambios en las estructuras de las cuentas corrientes que tuvieron lugar en los años 2000.

En primer lugar, en los años 2000 las deudas externas tendieron a reducirse muy significativamente (Gráficos 3 y 4). La emergencia de déficits de cuenta corriente bajo estas condiciones es un fenómeno novedoso para la región, ya que desde su reincorporación al mercado internacional a finales de los años 80 la región cargó con pesadas deudas externas heredadas de la fase anterior. En principio, esto sugiere que podría experimentarse una prologada tendencia de creciente endeudamiento externo antes que las relaciones de endeudamiento alcanzaran niveles críticos semejantes a los del pasado. Pero nuestra evaluación de los déficits de cuenta corriente, actuales o

esperados, va más allá de este punto y se enfoca en los cambios de estructura en las cuentas corrientes de la región.

Gráfico 3

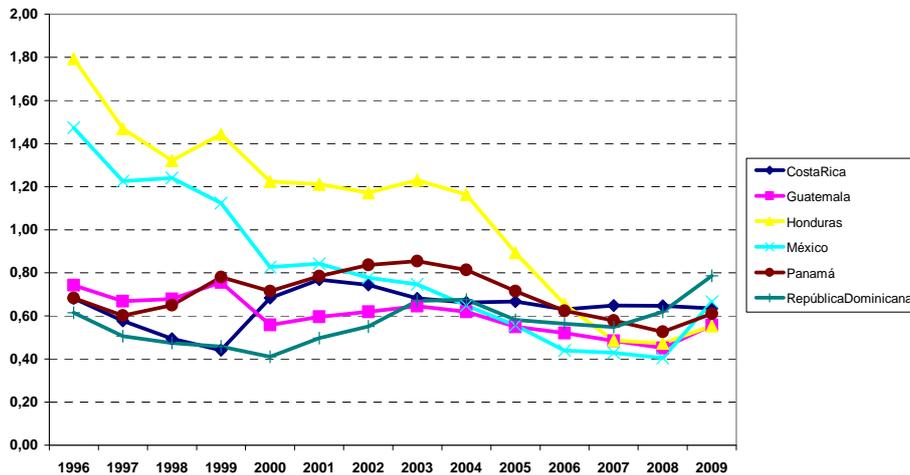
**Deuda Externa Total / Exportaciones de Bienes y Servicios
América del Sur (valores en dólares corrientes)**



Fuente: ver apéndice

Gráfico 4

**Deuda Externa Total / Exportaciones de Bienes y Servicios
México y América Central (valores en dólares corrientes)**



Fuente: ver apéndice

Una consecuencia de la reducción de las deudas externas es que, a diferencia de los treinta años previos, la cuenta de pagos a factores del exterior tiene una componente relativamente pequeña de intereses y está explicada en gran parte por las utilidades de la inversión extranjera. Los intereses de las deudas externas en moneda internacional

deben ser necesariamente pagados en esa moneda y constituyen una partida inercial en el débito de la cuenta corriente. En cambio, las utilidades de la inversión extranjera se obtienen en buena medida en moneda local y su magnitud se devalúa en moneda internacional cuando el tipo de cambio se deprecia, por ejemplo, en una situación de *sudden stop*. Además, en esa situación, las autoridades pueden imponer restricciones temporarias a las transferencias de utilidades. Por otro lado, en condiciones normales una significativa proporción de las utilidades de la inversión extranjera se destina al financiamiento de nueva inversión (y se registra en el balance de pagos como nuevo influjo de IED), de modo que una parte significativa del débito de la cuenta de utilidades de la IED tiene un financiamiento más o menos automático. En ese caso, ni la parte reinvertida de las utilidades ni el nuevo influjo de capitales pasan por el mercado cambiario. En consecuencia, a igual magnitud del déficit de cuenta corriente, la fragilidad externa representada por este resultado es significativamente menor que en el pasado. El cuadro 1 ilustra lo dicho en algunas economías de AL.

Cuadro 1
Indicadores de Fragilidad Financiera Externa (como fracción de las exportaciones de bienes y servicios)

		Balance Cta Cte	Balance Comercial	Balance Transferencias Corrientes	Renta Inversión (débito)	Intereses (débito)	Utilidades (débito)	Inversión Extranjera Directa en la Economía
Brasil	1999	-45.9%	-14.8%	3.1%	-41.0%	-16.3%	-24.7%	51.8%
					100%	39.7%	60.3%	
	2010	-20.3%	-4.6%	1.2%	-20.0%	-2.3%	-17.8%	20.7%
Chile	1999	0.5%	8.0%	3.1%	-14.7%	-6.0%	-8.7%	41.7%
					100%	40.8%	59.2%	
	2010	4.7%	18.1%	5.4%	-25.0%	-1.9%	-23.2%	18.5%
Colombia	1999	4.8%	4.1%	10.4%	-16.2%	-13.4%	-2.8%	10.8%
					100%	82.8%	17.2%	
	2010	-19.4%	2.0%	10.0%	-30.7%	-8.1%	-22.7%	23.5%
México	1999	-9.5%	-5.6%	4.2%	-11.1%	-8.4%	-2.7%	9.4%
					100%	75.7%	24.3%	
	2010	-1.9%	-4.1%	6.9%	-6.3%	-4.0%	-2.3%	5.7%
Perú	1999	-17.9%	-15.7%	12.2%	-22.9%	-21.5%	-1.4%	25.2%
					100%	93.7%	6.3%	
	2010	-5.9%	11.9%	7.7%	-28.4%	-2.7%	-25.8%	18.5%
					100%	9.3%	90.7%	

Fuente: ver apéndice

Comentamos la información de Brasil para ejemplificar la interpretación del cuadro. En 1999 el déficit de cuenta corriente de Brasil representaba - 45.9% de las exportaciones de bienes y servicios. El débito de la cuenta de renta de la inversión explicaba casi la totalidad de ese déficit (- 41% de las exportaciones). 39.7% del débito

de la cuenta de inversión correspondía a intereses de la deuda externa. En cambio, en 2010 el déficit de cuenta corriente se había reducido a -20.3% de las exportaciones, también estaba explicado completamente por el débito de la cuenta de inversión (-20% de las exportaciones), pero los intereses representaban solamente el 11.4% del débito de la cuenta de inversión.

Entre 1999 y 2010 la proporción de intereses en el débito de la cuenta de renta de la inversión pasó de 40.8% a 7.4% en Chile; de 82.8% a 26.3% en Colombia y de 93.7% a 15.6% en Perú. La situación de México es diferente. La proporción de intereses en el débito de la cuenta de inversión se redujo mucho menos que en los otros países mencionados, pasando de 75.7% en 1999 a 63.8% en 2010.

En todos los casos deficitarios examinados (Brasil, Colombia, Perú y México) todo el déficit de cuenta corriente se financia actualmente con la IED, con una alta componente de reinversión de utilidades.

Las conjeturas expuestas arriba son más “optimistas” que el reciente informe del FMI sobre AL (IMF, 2011b). El FMI manifiesta preocupación por la tendencia de las cuentas corrientes y una fragilidad financiera doméstica creciente, causadas ambas por los importantes flujos de capital que está recibiendo la región. Esta preocupación fundamenta el cambio de posición con respecto al tratamiento de los flujos de capital adoptado recientemente por el FMI. La institución promueve ahora una actitud prudente frente a los flujos de capital y recomienda políticas para neutralizar o atenuar sus efectos, incluyendo la eventual imposición de controles de capital. El mayor “optimismo” de nuestras conjeturas podría sugerir que promovemos una orientación más pasiva que el FMI con respecto a los flujos de capital y sus efectos. No es así. Nuestras conjeturas sugieren que las corrientes de capital que se restablecieron después de la crisis global no son un fenómeno transitorio y que cabe esperar que se sostengan por un período prolongado. Más precisamente, nuestra opinión es que en el futuro previsible no parece probable que los flujos de capital se detengan abruptamente, como en el pasado, por la emergencia de situaciones críticas en alguno de los PME receptores de esos flujos (lo que no implica que no podrían experimentar un *sudden stop* por otra causa, por ejemplo, una nueva emergencia de un episodio crítico importante en las economías avanzadas). En contrario de una orientación pasiva, esa opinión nos conduce a recomendar la aplicación de políticas enérgicas para neutralizar o atenuar los efectos de los flujos de capital. Creemos que la aplicación de esas políticas es crucial y urgente y creemos también que deben ser intensamente promovidas, particularmente

porque los gobiernos no perciben las tendencias actuales como una amenaza de crisis futura que incentive su instrumentación.

El fundamento de nuestra preocupación difiere, sin embargo, al expresado en los documentos del FMI. Se basa en que los flujos de capital y sus efectos sobre el tipo de cambio real (TCR) involucran principalmente una amenaza sobre la economía real, sobre el desarrollo y el empleo, generando tendencias negativas difícilmente reversibles que demoran en hacerse claramente perceptibles y que no asumen formas críticas (a diferencia de las tendencias en las finanzas o el balance de pagos). Dicho en forma sintética, nuestras conjeturas nos conducen a estar más preocupados por la enfermedad holandesa (EH) que por los riesgos de nuevas crisis financieras y externas.

Sin embargo, las conjeturas sobre el futuro, las expuestas arriba y todas ellas son inciertas. Es incierta, por ejemplo, la persistencia de los términos de intercambio favorables experimentados en los 2000 por las economías de América del Sur que está implícita en nuestros comentarios sobre sus cuentas corrientes. También es incierta la durabilidad de la novedosa inserción financiera internacional de los PME. Los gobiernos deben tener bien presente estas incertidumbres.

Al respecto, dos principios deberían guiar las políticas económicas. El primero es incluir en su diseño todos los elementos necesarios para asegurar el objetivo propuesto frente a diferentes escenarios futuros imaginables. El segundo es minimizar el daño que provocarían las medidas diseñadas si todas las conjeturas sobre las que están basadas resultan erradas a posteriori.

La prudencia frente a la incertidumbre aconseja medidas para neutralizar o atenuar los efectos del auge de ingresos de capital. Esas medidas deben adoptarse no solamente para evitar la formación de burbujas en los precios de los activos locales y mantener bajo control la inflación, sino también porque no adoptarlas podría conducir a crisis financieras y cambiarias y consiguientemente, a un daño de gran magnitud, si se modificaran negativamente los términos de intercambio o las condiciones del financiamiento internacional. En este aspecto coincidimos plenamente con la posición adoptada poco tiempo atrás por el FMI, tal como está expresada en diversos documentos recientes de la institución.

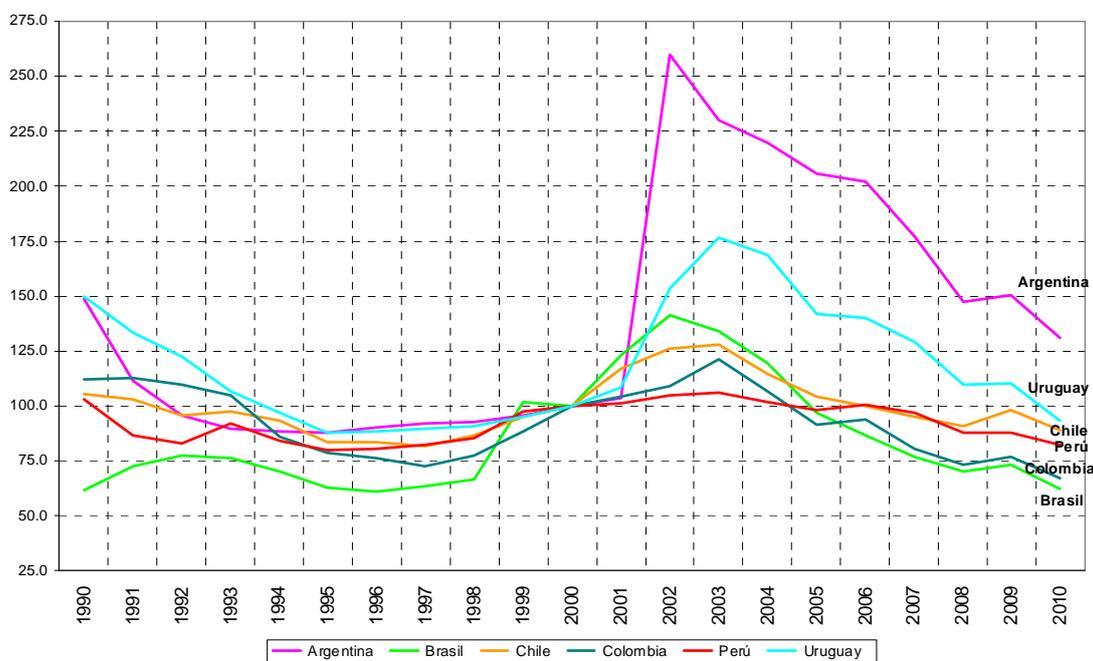
Sin embargo, la misma prudencia en el diseño de las políticas debería generalizarse a todos los efectos del auge de influjos de capital, incluyendo los efectos de una apreciación relativamente prolongada del TCR sobre el crecimiento, la actividad industrial y el empleo. Estos efectos reales deben tomarse en cuenta en pie de igualdad

con los riesgos de crisis financieras o externas porque son difícilmente reversibles. La inversión en la industria es mayormente irreversible y la pérdida de competitividad de la industria resultante de varios años de apreciación del TCR (aún cuando sea transitoria) produce destrucción permanente de capital organizacional y humano. Más aún, la prudencia en el tratamiento de los efectos reales de una apreciación más o menos prolongada es recomendable aún en el caso en que los términos de intercambio y las condiciones de financiamiento internacional favorables fuesen perdurables, como discutimos en la sección 4.

3. La evolución de los tipos de cambio reales

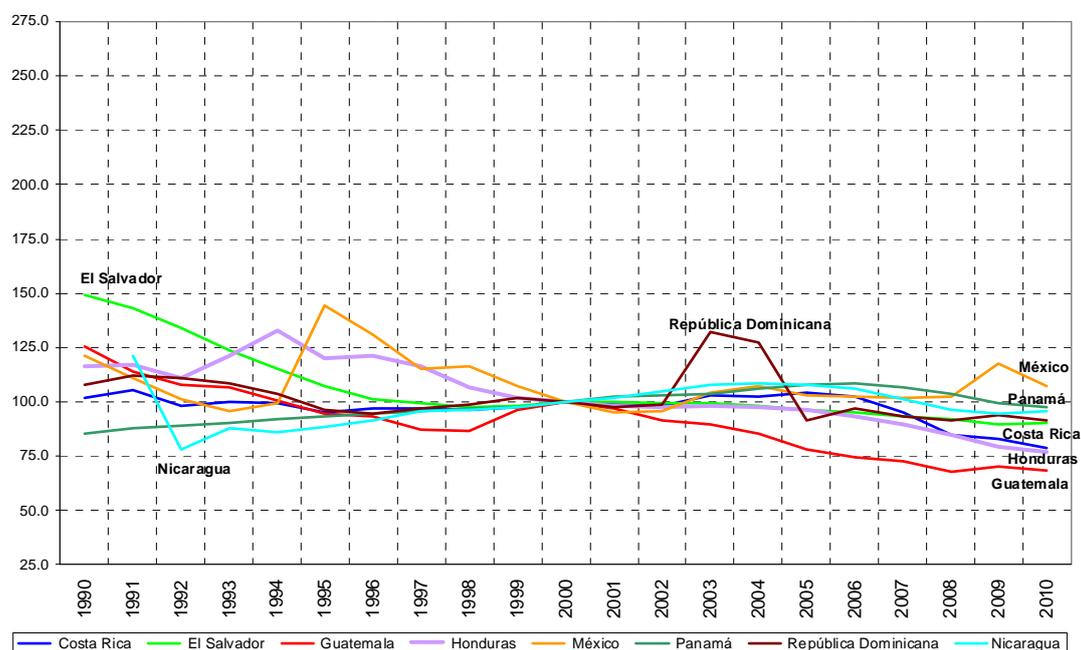
Los TCR se han apreciado sustancialmente en AL. Los gráficos siguientes muestran la evolución de los tipos de cambios reales bilaterales con Estados Unidos entre 1990 y 2010.

Gráfico 5
Tipos de cambio reales bilaterales con Estados Unidos. América del Sur
(100=2000)



Fuente: ver apéndice

Gráfico 6
Tipos de cambio reales bilaterales con Estados Unidos.
América Central, México y el Caribe
(100=2000)



Fuente: ver apéndice

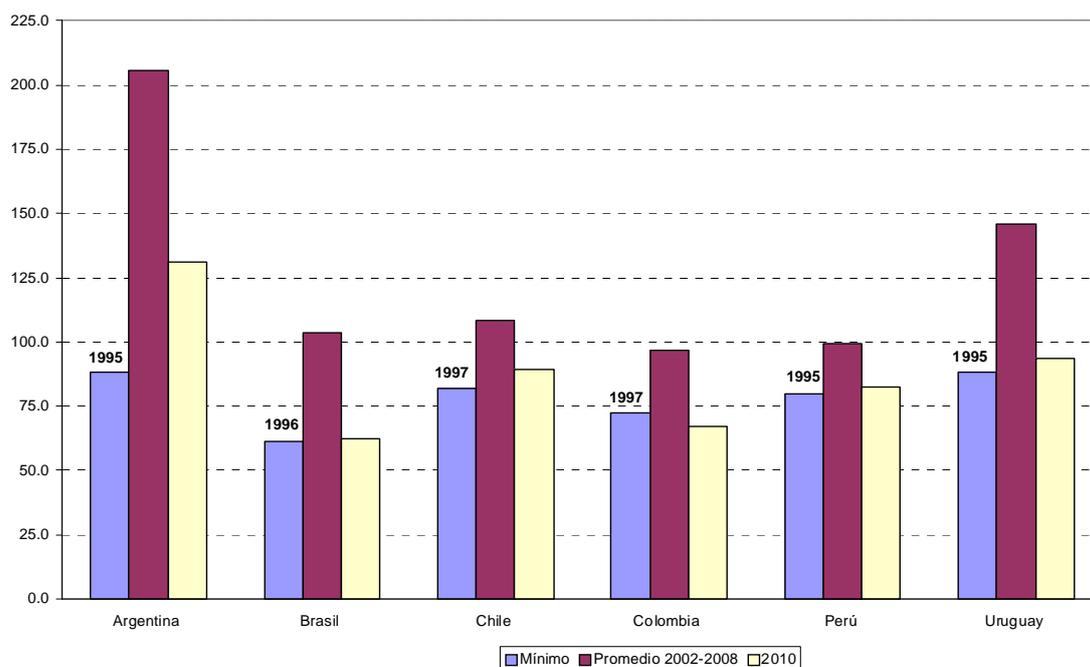
Señalemos en primer lugar que hay una nítida diferencia entre las dinámicas en América del Sur, por un lado, y las dinámicas en México, América Central y el Caribe, por otro. En América del Sur, los TCR tendieron a apreciarse desde comienzos de los años noventa hasta el momento en que los países recibieron los impactos reales y financieros del contagio de las crisis asiáticas y rusa de 1997-1998. Para enfrentar el shock, Brasil, Colombia y Chile adoptaron en 1999 regímenes de flotación e *inflation targeting*. Perú ya contaba con un régimen cambiario de flotación administrada desde comienzos de los años 90 y adoptó formalmente la política de *inflation targeting* en 2002. Argentina y Uruguay mantuvieron tipos de cambio fijos y TCR apreciados hasta las crisis de 2001-2002, cuando pasaron a regímenes cambiarios de flotación. En todos los casos los TCR tendieron a depreciarse desde fines de la década de 1990: desde 1999 en Brasil, Colombia, Chile y Perú y desde 2002 en Argentina y Uruguay. En todos los casos los TCR alcanzaron sus máximos en 2002-2003, para experimentar posteriormente una común tendencia pronunciada a la apreciación. Perú comparte con el resto de América del Sur los rasgos estilizados de la dinámica del TCR, pero menor volatilidad.

Algunos puntos merecen destacarse. Primero, los TCR de 2002-2003 alcanzaron en cada país el mayor nivel de depreciación desde la reincorporación de la región al financiamiento internacional voluntario en 1990. Segundo, las devaluaciones reales incidieron significativamente en los resultados de las cuentas corrientes desde antes que tuvieran efecto los aumentos en los precios de las *commodities*. Tercero, como consecuencia de los altos TCR de 2002-2003, los TCR medios del período 2002-2008, pese a la tendencia a la apreciación, fueron significativamente más depreciados que en los años 90. Cuarto, las devaluaciones de 2008-2009 representaron solamente un freno transitorio de la tendencia a la apreciación, que se retomó en 2010.

La dinámica del TCR es bien diferente en México, América Central y el Caribe. Como puede verse en el Gráfico 6, los TCR fueron mucho menos volátiles y mostraron persistentes tendencias a la apreciación a lo largo de las dos décadas.

Para contar con un primer diagnóstico del grado de apreciación actual del TCR elaboramos el Gráfico 7, que presenta los TCR mínimos de la década de los 90, los niveles medios del período 2002-2008 y los TCR de 2010.

Gráfico 7
Tipos de cambio reales bilaterales con Estados Unidos. América del Sur
Mínimos de los años 90, promedios 2002-08 y 2010
(100=2000)

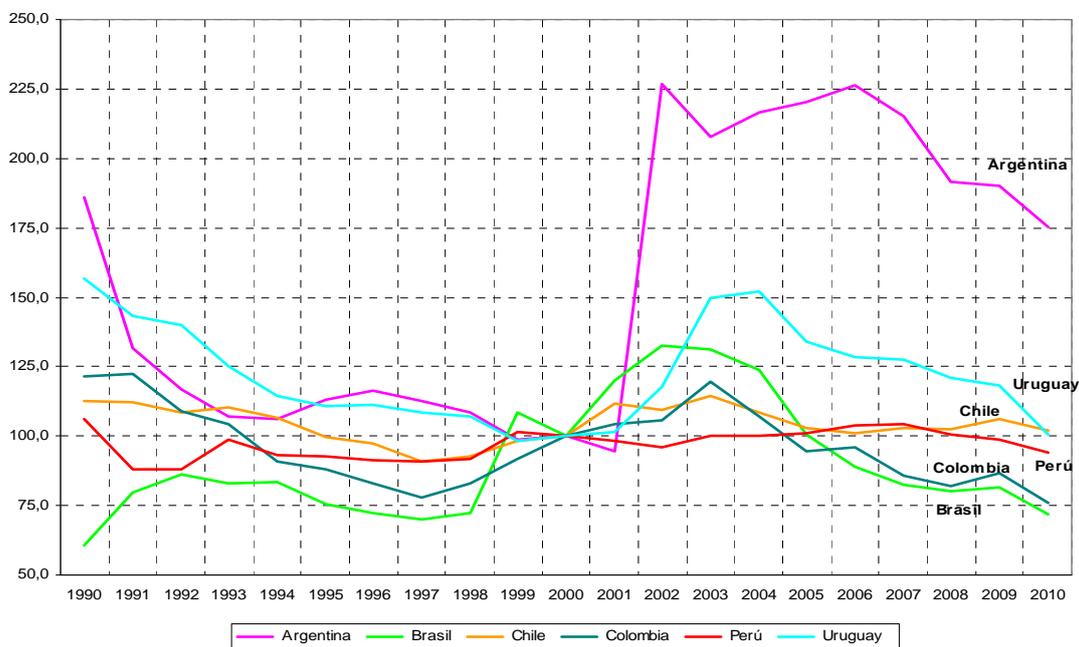


Fuente: ver apéndice

Con excepción de Argentina, los TCR se ubicaron en 2010 en niveles similares a los más apreciados de los años 90. Los niveles vigentes en 2011 son semejantes o más apreciados que los promedios de 2010.

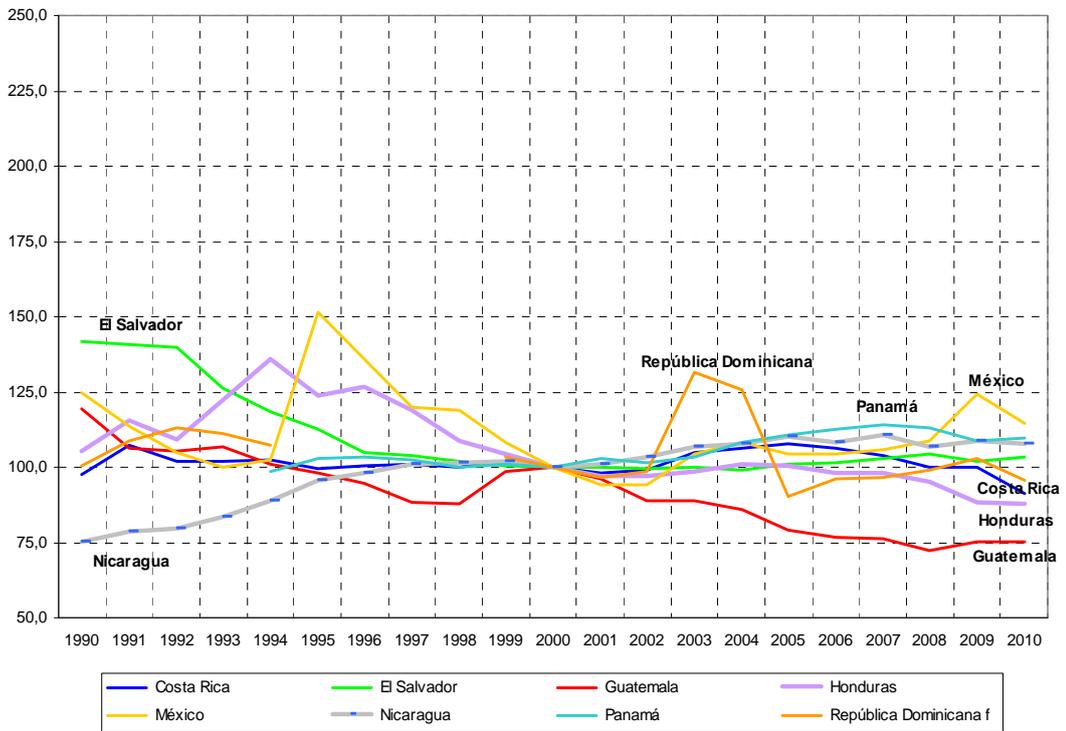
En los Gráficos 8 y 9 se muestra la dinámica de los TCR efectivos o multilaterales de las economías de AL. En el caso de México, América Central y el Caribe los TCR efectivos son semejantes a los TCR bilaterales con Estados Unidos por la alta concentración del comercio internacional de la subregión con ese país. En cambio, los rasgos estilizados comunes de la dinámica de los TCR en América del Sur resultan en que los TCR bilaterales entre los países de la subregión fueron relativamente más estables que el TCR bilateral con Estados Unidos. De esta manera, las pérdidas y ganancias de competitividad derivadas de las variaciones de los TCR resultan más atenuadas que con el resto del mundo. De todas maneras, con la excepción de Argentina, los TCR efectivos de los países de América del Sur en 2010 son semejantes a los niveles más apreciados de la década de los 90, como se muestra en el Gráfico 10.

Gráfico 8
Tipos de cambio real efectivos. América del Sur
(100=2000)



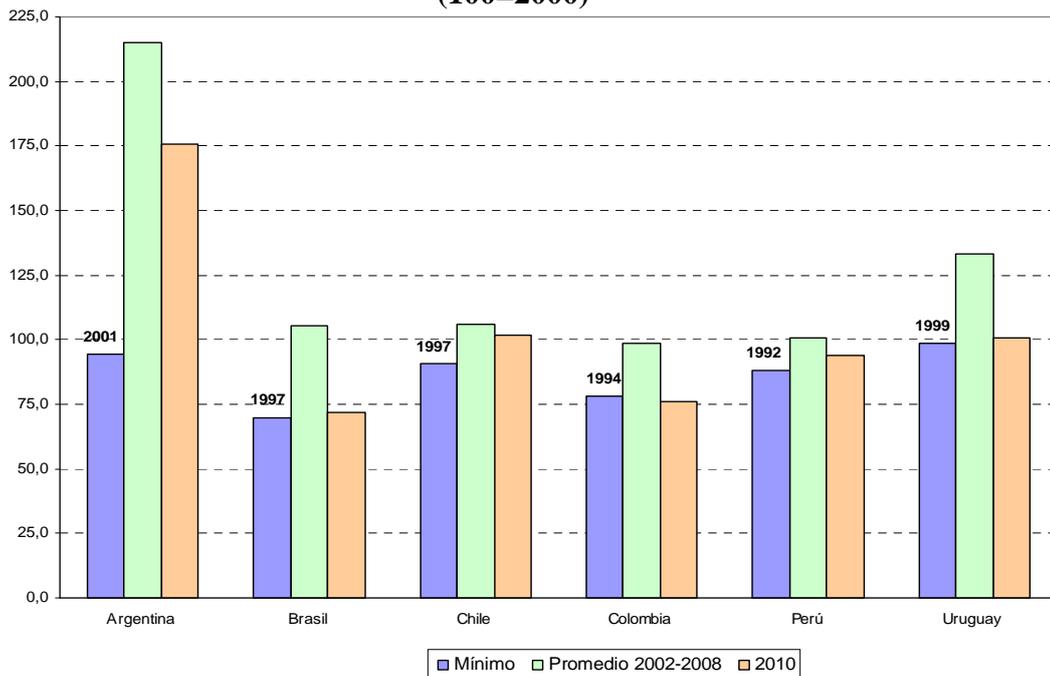
Fuente: ver apéndice

Gráfico 9
Tipos de cambio real efectivos. América Central, México y el Caribe
(100=2000)



Fuente: ver apéndice

Gráfico 10
Tipos de cambio real efectivos. América del Sur
Mínimos de los años 90, promedios 2002-2008 y 2010
(100=2000)



Fuente: ver apéndice

4. Los flujos de capital, la enfermedad holandesa y el desarrollo

Los niveles actuales de TCR y sus tendencias a la apreciación constituyen una amenaza para el sector industrial y el empleo. El caso en que los ingresos de capital aprecian el TCR afectando la actividad y el empleo en el sector industrial es comúnmente señalado como una variante de la enfermedad holandesa (EH). El término fue acuñado por la experiencia holandesa de descubrimiento de gas natural en el Mar del Norte durante los años 1960, que derivó en una sustancial apreciación del TCR y la contracción de la actividad y empleo industrial.

Hay quienes conciben a la EH como un fenómeno de equilibrio (Magud y Sosa, 2010). Un shock positivo, como el descubrimiento de yacimientos de un mineralpreciado, el incremento sostenido de la demanda externa de un producto agropecuario o una corriente sostenida de inversión extranjera, implicaría un incremento permanente de la riqueza de un país. La nueva abundancia de ingresos en moneda extranjera determinaría una apreciación real de equilibrio. Con un TCR más apreciado, algunas actividades industriales se tornarían poco competitivas y se harían inviables frente a la competencia extranjera. Esto no sería problemático porque la mano de obra liberada por estos sectores sería reabsorbida por otros sectores en expansión. En este caso, la desindustrialización sería un resultado de equilibrio que implicaría una mejora en el bienestar del país. Con esta perspectiva, la corriente actual de inlfujos de capital en AL, salvo en el caso que fuese transitoria, no debería ser objeto de mayor preocupación para las autoridades económicas de los países de la región.

Sin embargo, desde la perspectiva del diseño de la política económica, es imposible saber de antemano si los efectos de la contracción industrial generada por la apreciación cambiaria serán más adelante compensados por la expansión de los sectores de recursos naturales o los servicios, como se asume en los modelos de equilibrio general (que asumen pleno empleo). En otras palabras, las autoridades desconocen si existen mecanismos compensatorios de mercado, como se asume en los modelos de equilibrio general, y desconocen también cuales podrían ser las “fallas de mercado” que inhabiliten la reabsorción de la mano de obra desplazada y cuales deberían ser las políticas para corregirlas. Hay, en cambio, mayor certidumbre con respecto a los efectos de una apreciación sostenida del TCR. Esta puede conducir a la desaparición de firmas industriales y a la destrucción de capital humano, de *know-how* técnico y empresarial, de la integración horizontal y vertical con otras firmas y de accesos a mercados

externos. Estos resultados han sido racionalizados a nivel teórico (Krugman, 1987 y Ros y Skott, 1998) y documentados empíricamente (Sachs y Werner, 2001). Más aún, en la historia económica reciente de AL hay varias experiencias de des-industrialización, resultantes de períodos de apreciación real prolongada. Por ejemplo, los casos de Argentina y Chile entre fines de los años 70 y principios de los 80 y el de Argentina en los años 90.³

Es aún más problemático que la apreciación del TCR y la contracción del sector industrial pueden tener implicancias negativas para el crecimiento de largo plazo. El desarrollo económico está asociado a la expansión de actividades transables “modernas”, esto es, la industria y los servicios intensivos en conocimiento. El desarrollo de estos sectores genera una variedad de externalidades positivas que tienden a acelerar el crecimiento de la economía (*learning-by-doing, network externalities y technological spillovers*). Expanden además la oferta de bienes y servicios transables, reduciendo así las posibilidades de dinámicas *stop-and-go* y de sobre-endeudamiento externo y crisis que atentan contra el crecimiento de largo plazo. En este sentido, un nivel de TCR que proteja y estimule estas actividades puede cumplir un rol crucial en el desarrollo económico de un país. Existe amplia evidencia econométrica que muestra que altas tasas de crecimiento tienden a estar asociadas con niveles de TCR competitivos.⁴ En la historia económica de AL también se ha observado esta asociación: los casos más exitosos en materia de crecimiento sostenido han ocurrido cuando los gobiernos instrumentaron políticas conducentes a mantener un TCR competitivo y estable, que estimule la producción industrial y las exportaciones no-tradicionales (Frenkel y Rapetti, 2010b).

La tendencia actual a la apreciación de los TCR, aunque no represente una amenaza inmediata de fragilidad externa y crisis, podría atentar contra el desarrollo del sector industrial, el empleo y el crecimiento a largo plazo. Se concluye que el diseño de la política económica debería preocuparse no sólo por el nivel de TCR que hace sostenibles las cuentas externas en el tiempo, sino también por el nivel de TCR que protege y estimula las actividades transables modernas y consecuentemente, el empleo y el desarrollo económico.⁵ Dadas las actuales condiciones externas y nuestras conjeturas

³ Para el caso chileno, véase Ffrench-Davis (2004) y para la experiencia argentina con la convertibilidad, Damill et al (2002).

⁴ Véase, entre otros, Aguirre y Calderón (2005), Gala (2008), Rodrik (2008) y Rapetti et. al. (2011).

⁵ La noción de que el nivel de TCR que garantiza el mantenimiento de las cuentas externas por un sendero sostenible puede diferir del nivel de TCR que promueve el desarrollo industrial fue originalmente

sobre su permanencia, creemos que los niveles de TCR que parecen asegurar la sostenibilidad externa de los países de la región son más bajos (apreciados) que los que serían deseables para promover el desarrollo industrial y crecimiento de largo plazo en AL.

Resulta clave, entonces, evaluar si los sectores manufactureros de las economías latinoamericanas están experimentando problemas de rentabilidad. Una forma sintética de hacerlo es utilizando como indicador el costo laboral unitario medido en moneda extranjera (CLU\$). El CLU\$ mide el valor del salario doméstico relativo al salario extranjero en igual moneda, ambos corregidos por productividad⁶ y es, por lo tanto, un indicador de la evolución de la rentabilidad de los sectores transables intensivos en mano de obra, como la industria manufacturera y los servicios transables. Una suba (baja) del CLU\$ sugiere una caída (alza) de la rentabilidad de estos sectores. Para su cálculo, usamos como proxy de la tasa de variación de la productividad extranjera el promedio simple de las tasas de variación del PIB per cápita de los Estados Unidos, Alemania, Brasil y China. Estos países influyen las tendencias del crecimiento de la productividad en las zonas del dólar y el euro, América Latina y Asia, respectivamente. Constituyen, en consecuencia, una aproximación razonable de las presiones competitivas que enfrentan los países de la región.

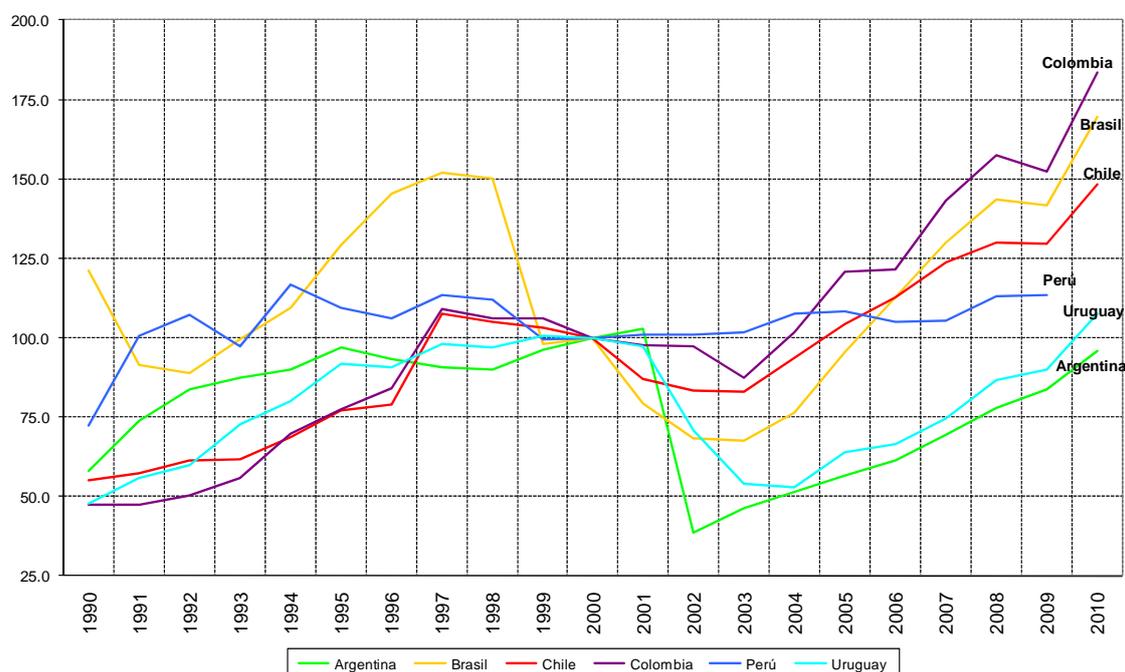
El Gráfico 11 muestra la evolución del CLU\$ para los países de América del Sur en el período 1990-2010. Se observa en la mayoría de los casos que, tras haber alcanzado valores mínimos en el bienio 2002-03, el CLU\$ tendió a incrementarse sostenida y sustancialmente. En los casos de Colombia, Chile y Brasil, los valores de 2010 resultan significativamente superiores a los máximos alcanzados en los años 90: +68%, +38%, y +12%, respectivamente. Esta evidencia sugiere que los sectores transables intensivos en mano de obra en estos países enfrentan un importante problema de competitividad y rentabilidad. Argentina, Uruguay y Perú muestran el mismo fenómeno, pero menos acentuado. En el caso de los dos primeros países, el fuerte aumento del CLU\$ desde 2002-03 lleva el indicador a niveles similares a los valores

elaborada por Marcelo Diamand (1972). Para una presentación reciente del mismo argumento, véase Bresser Pereira (2010).

⁶ Formalmente, $CLU\$ = (W / EW^*)(\rho^* / \rho)$, donde W representa la tasa de salario nominal, E el tipo de cambio nominal, ρ la productividad y el asterisco (*) se refiere al país extranjero. Debido a la falta de estadísticas homogéneas, calculamos este estimador usando el IPC extranjero y el PIB per cápita como proxies del salario extranjero y la productividad, respectivamente. En consecuencia, utilizamos $CLU\$ = (\omega/q)(y^*/y)$, donde ω es el salario real, y el PIB per cápita y q el TCR bilateral con Estados Unidos. Construido de esta manera, el estimador supone implícitamente que el salario real en el extranjero se mantuvo constante.

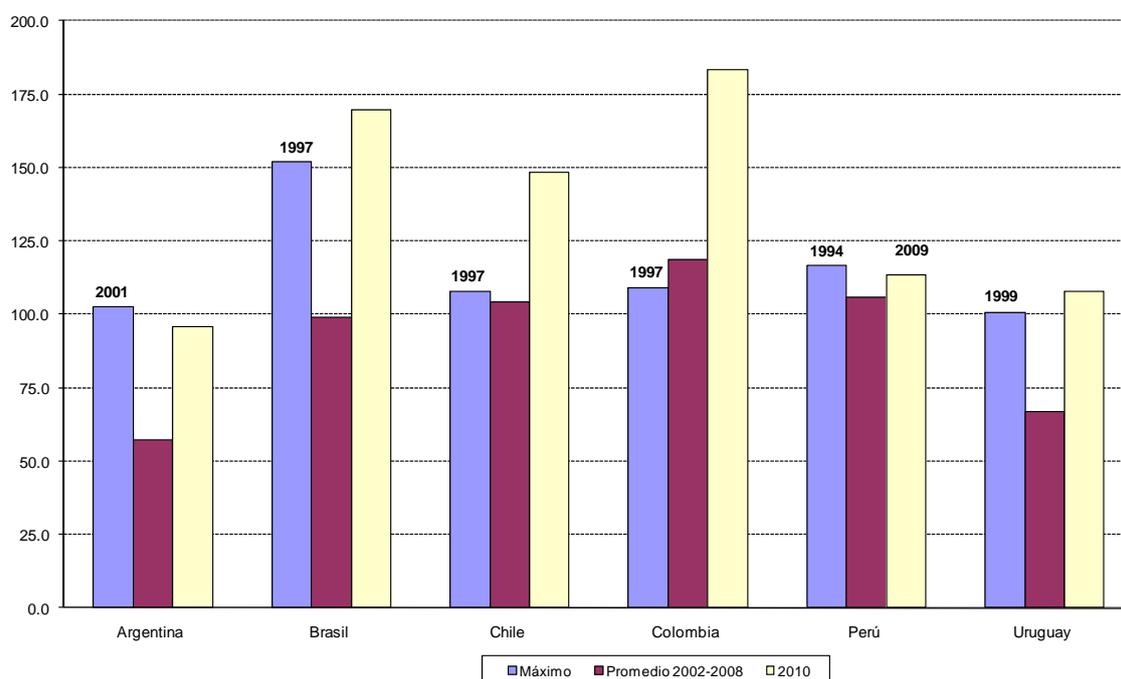
máximos alcanzados en los momentos previos a las devaluaciones y crisis de principio de siglo. En Argentina, el CLU\$ todavía resultaba en 2010 un 7% inferior al de 2001 y en Uruguay un 7% superior al de 1999. En Perú, el CLU\$ ha mantenido una suave tendencia alcista y el último valor registrado (2009) era todavía un 3% inferior al máximo de 1994. Para facilitar las comparaciones, el Gráfico 12 muestra los niveles de 2010, los máximos locales previos y el promedio de 2002-08.

Gráfico 11
Costo laboral unitario en US\$ (CLU\$). América del Sur.
(100=2000)



Fuente: ver apéndice

Gráfico 12
Costo laboral unitario en US\$. América del Sur
Máximos de los años 90, promedios 2002-2008 y 2010
(100=2000)



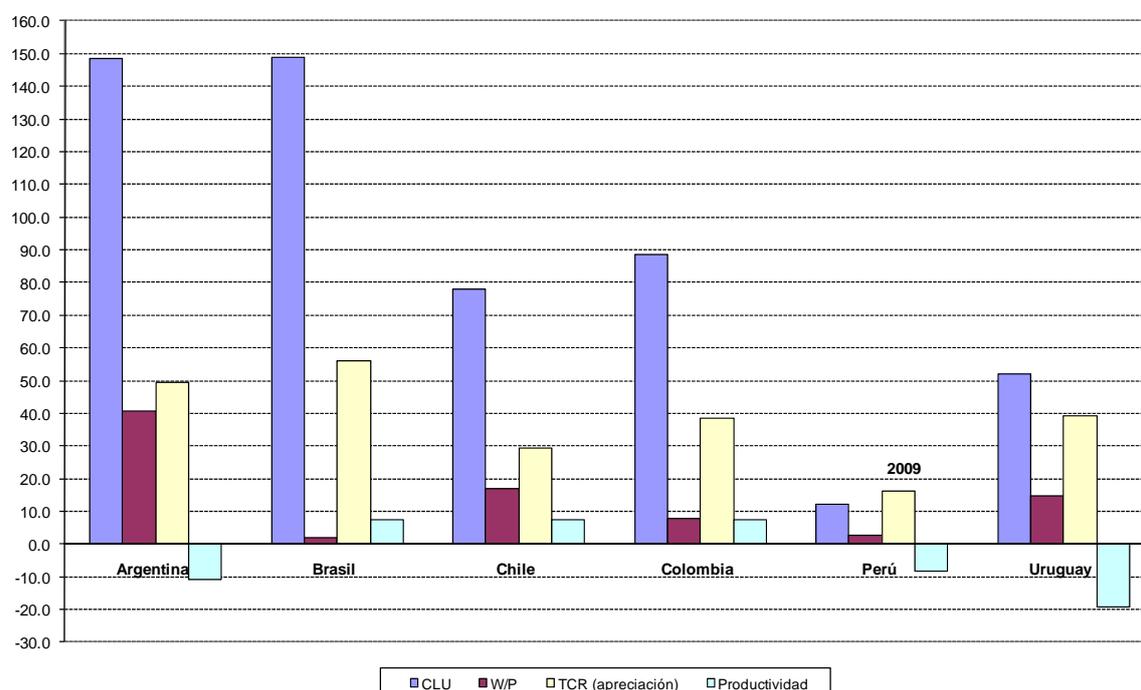
Fuente: ver apéndice

El Gráfico 13 presenta para los países de América del Sur la descomposición de los incrementos del CLU\$ entre 2002 y 2010 en tres factores: aumento del salario real, apreciación del TCR y variación del diferencial de productividad. Las barras indican la variación porcentual del CLU\$ y de cada factor.⁷ Cabe resaltar algunos aspectos. En primer lugar, la apreciación del TCR ha jugado en todos los casos un papel preponderante en el alza del CLU\$. Existe, sin embargo, una diferencia importante al respecto (que no se muestra en el gráfico) entre Argentina y el resto de los países. En Argentina, la apreciación del TRC resultó del diferencial de inflación con los Estados Unidos, mientras que en los restantes países el movimiento del TCR ha resultado principalmente de la apreciación del tipo de cambio nominal, en especial en Brasil y Colombia. En segundo lugar, se advierten diferencias en el comportamiento del diferencial de productividad. Mientras que en Brasil, Chile y Colombia, la productividad creció a un ritmo inferior al del grupo de países de referencia (Alemania,

⁷ La suma de las variaciones porcentuales de los factores explicativos coincide con la del CLU\$ cuando el cálculo es hecho en tiempo continuo. Como para la construcción del gráfico se utilizaron cambios en tiempo discreto, la suma de las variaciones de los factores no es igual a la variación total del CLU\$. Las variaciones porcentuales de los factores sugieren, de todos modos, la incidencia relativa de cada uno de ellos sobre la variación total del CLU\$.

Brasil, China y Estados Unidos), en Argentina, Perú y Uruguay, lo hizo a una tasa superior. Tercero, en Argentina los salarios reales crecieron proporcionalmente más que el diferencial de productividad; en Perú y Uruguay, en cambio, los salarios reales crecieron en menor proporción que el diferencial de productividad. Esta diferencia en el comportamiento de los salarios reales explica en gran parte el mayor crecimiento relativo del CLU\$ en Argentina que en Perú y Uruguay.

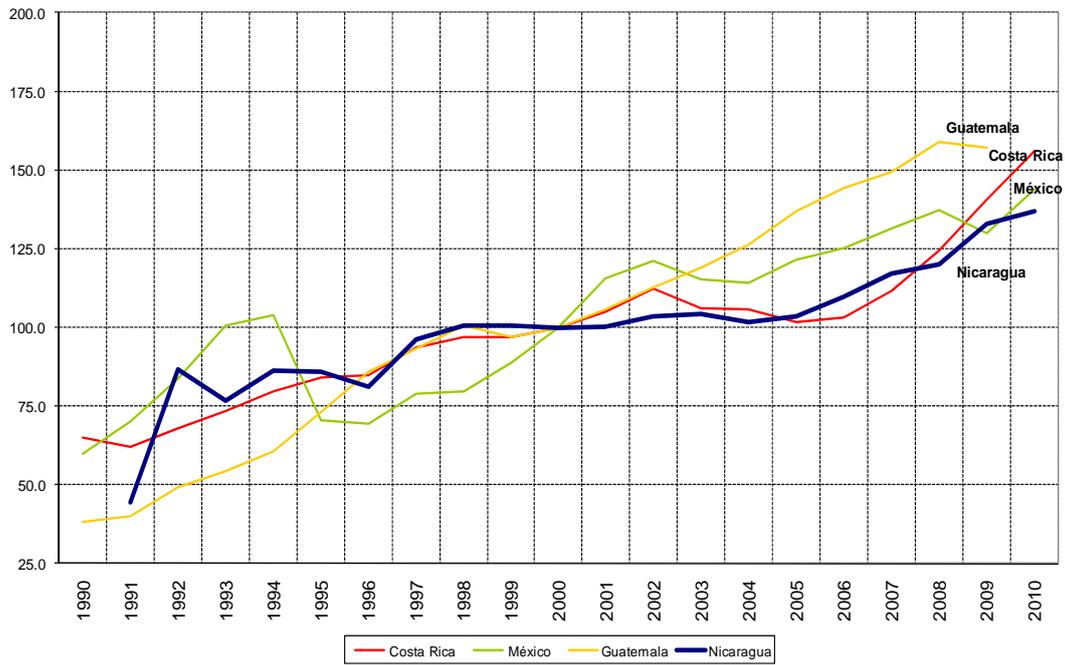
Gráfico 13
Incremento del CLU\$ entre 2002 y 2010: descomposición en factores explicativos.
América del Sur (en porcentajes)



Fuente: ver apéndice

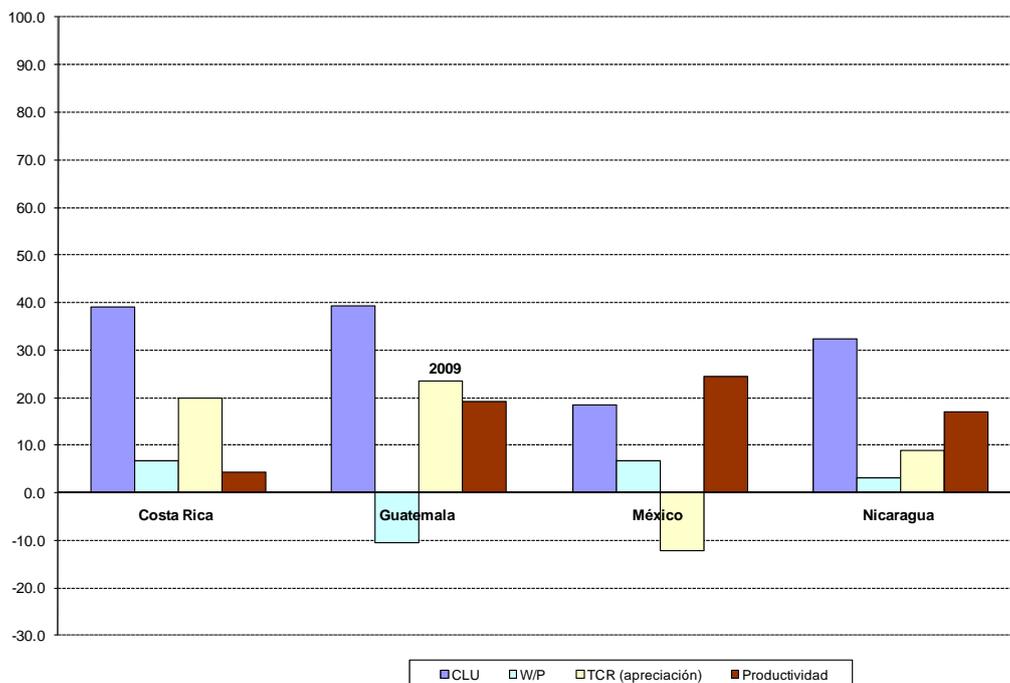
El gráfico 14 muestra la evolución del CLU\$ para México y algunos países de América Central entre 1990 y 2010. El comportamiento del indicador es uniforme: el CLU\$ ha venido mostrando una tendencia ascendente desde principios de los años 90 en todos los países examinados. En México, el CLU\$ de 2010 era alrededor de 35% superior al de 1994, año previo a la crisis del tequila. Si ese año se toma como referencia de un bajo nivel de rentabilidad del sector manufacturero mexicano, entonces los niveles actuales estarían indicando que este sector es aún menos competitivo en el presente. La pérdida de competitividad de México y los países de América Central ha resultado mayormente del bajo crecimiento relativo de la productividad. Esto se puede observar en el Gráfico 15, que replica la descomposición del Gráfico 13 para los casos de México y algunos países centroamericanos.

Gráfico 14
Costo laboral unitario en US\$ (CLU\$). América Central y México, 1990-2010
(100=2000)



Fuente: ver apéndice

Gráfico 15
Incremento del CLU\$ entre 2002 y 2010: descomposición en factores explicativos.
México y América Central
(en porcentajes)



Fuente: ver apéndice

La evidencia presentada sugiere que, al menos en Brasil, Chile, Colombia, México y los países de América Central examinados, la rentabilidad del sector transable se ha ido reduciendo significativamente en los últimos años. Cabría esperar que esto afecte negativamente el desempeño de estos sectores y del empleo en la economía. La evaluación de la apreciación cambiaria es problemática porque los efectos negativos de la pérdida de rentabilidad industrial demoran en manifestarse. Ante la pérdida de competitividad, algunas firmas cierran (principalmente PyMES) o liquidan su actividad productiva local. Las empresas sobrevivientes adoptan estrategias defensivas (reducción de personal y valor agregado local, simplificación de líneas de producción). En conjunto, la adaptación al contexto de TCR apreciado se traduce en un proceso gradual de contracción del valor agregado y el empleo industrial, cuyos efectos sobre la actividad y el empleo agregados de la economía toman tiempo en evidenciarse. Está documentado, por ejemplo, que el efecto de la apreciación cambiaria (esto es, pérdida de competitividad) sobre el empleo en países de AL ha operado con un rezago de alrededor de 2 años (Frenkel y Ros, 2006).

Cabría esperar entonces que de continuar las tendencias a la pérdida de competitividad externa de los sectores transables se vaya gradualmente observando una desaceleración del ritmo de expansión de la actividad y el empleo industrial y eventualmente una contracción. Existen, de hecho, algunos indicios que sugieren que la apreciación cambiaria y la pérdida de competitividad están afectando negativamente el desempeño de los sectores manufactureros de los países de la región. El cuadro 2 muestra la elasticidad del crecimiento del valor agregado industrial respecto al valor agregado del resto de las actividades, ambos medidos a precios constantes, para los principales países de América del Sur en dos periodos: 2002-2005 y 2005-2008. Para capturar el comportamiento tendencial durante cada período, las tasas de crecimiento fueron calculadas mediante una estimación lineal Mínimos Cuadrados de las series en frecuencia trimestral.⁸ La selección de países y periodos no es arbitraria. Entre 2002 y 2008, los países de la muestra experimentaron una expansión del PIB estable y sostenida en simultáneo con una significativa apreciación del TCR bilateral con Estados Unidos. La periodización está orientada a diferenciar un periodo (2002-2005) en el que los TCR estuvieron significativamente más competitivos que en el siguiente (2005-

⁸ Concretamente, la tasa de crecimiento g se estimó a partir de la regresión $\ln y_t = a + gt + e_t$, donde y corresponde a valor agregado a precios constante, a refiere a una constante, t a trimestre y e a un término de error aleatorio.

2008) para observar si la apreciación real está asociada a cambios en el dinamismo del sector industrial.⁹ A pesar de que los TCR de estos países se encontraban todavía más apreciados en 2010, optamos por no extender el análisis hasta dicho año debido a que la contracción internacional de la actividad económica en 2009 introduce “ruidos” en las series que hacen más compleja la interpretación de los resultados.

De acuerdo a lo discutido en esta sección, si el nivel del TCR influye positivamente en el desarrollo del sector industrial, ante una apreciación real significativa se debería observar un empeoramiento en la performance de dicho sector relativo al del resto de los sectores. En otras palabras, se debería observar una reducción en la elasticidad del crecimiento del sector industrial respecto al crecimiento de los sectores restantes. La evidencia del cuadro 2 es coincidente con esta predicción: en todos los países se observó una desaceleración relativa del ritmo de crecimiento del sector industrial. En línea con esta evidencia, se observa una correlación positiva entre las magnitudes de reducción de la elasticidad y de apreciación del TCR. Por ejemplo, Perú es el país de América del Sur en el que la apreciación del TCR y la caída de la elasticidad fueron menores.

Cuadro 2

Elasticidad del crecimiento del valor agregado industrial respecto del valor agregado del resto de los sectores (en precios constantes)

	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Peru
2002-2005	1.48	1.78	1.33	1.14	1.28
2005-2008	0.91	1.23	0.64	0.70	1.07

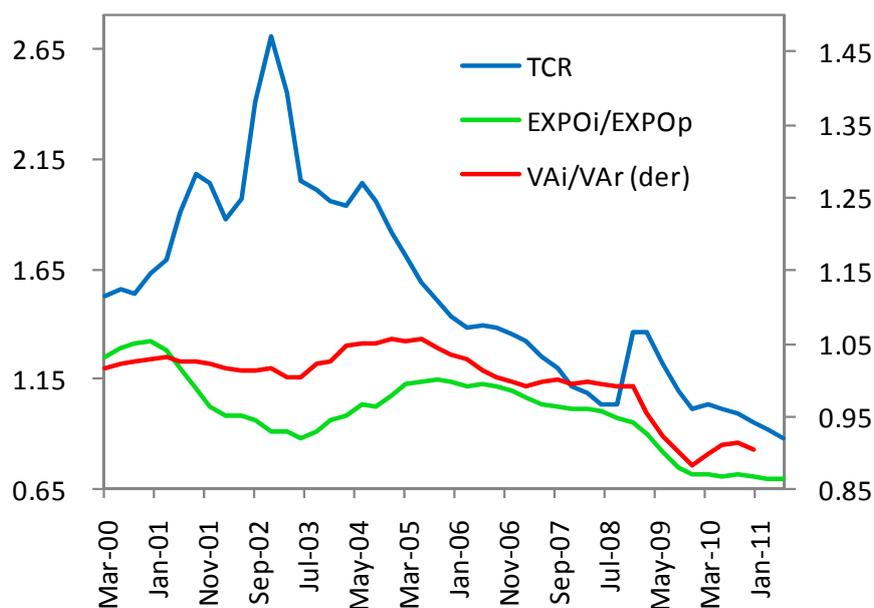
Fuente: ver apéndice

El gráfico 16 muestra la evolución del TCR bilateral con Estados Unidos y dos índices que caracterizan la evolución relativa de la performance del sector industrial en Brasil entre principios de 2000 y de 2011. La línea verde grafica el volumen físico de exportaciones industriales sobre el correspondiente a las exportaciones primarias. La línea roja hace lo mismo con el valor agregado industrial (VA_i) a precios constantes y el

⁹ Comparado con 2005-2008, en 2002-2005 el TCR bilateral de Argentina fue un 25% mayor, en Brasil un 48%, en Colombia un 26%, en Chile un 21%, mientras que en Perú sólo un 7%.

valor agregado de las actividades restantes (VA_r), también a precios constantes.¹⁰ La performance del sector industrial brasileño aparece influida por la evolución del TCR con un rezago de alrededor de 2 años.¹¹ Es interesante observar como la mejora relativa de las exportaciones industriales y de la producción industrial entre mediados de 2003 y mediados de 2005 fue precedida por una significativa depreciación del TRC, iniciada en el primer semestre de 2001. De modo similar, al proceso de apreciación del TCR iniciado a mediados de 2004 le sigue un deterioro relativo en la performance de las exportaciones y producción industrial, iniciado entre fines de 2005 y principios de 2006. Esta peor performance relativa continúa hasta finales del periodo bajo análisis en paralelo con el proceso de apreciación del TCR.

Gráfico 16
Brasil: índices de TCR bilateral con Estados Unidos, exportaciones industriales/exportaciones primarias y valor agregado industrial/valor agregado resto actividades (1=promedio 2000-2010)



Fuente: ver apéndice

El caso brasileño ilustra elocuentemente lo que a nuestro juicio constituye un peligro importante que las economías de AL enfrentan actualmente en relación con la

¹⁰ Para evitar fluctuaciones estacionales, ambos índices fueron calculados usando observaciones anualizadas tanto de exportaciones como de valores agregados.

¹¹ El coeficiente de correlación entre el TCR rezagado 2 años y los índices de exportaciones y actividad industrial es de 0,73 y 0,84, respectivamente.

apreciación cambiaria sostenida y sus efectos nocivos sobre la actividad de los sectores manufactureros.

5. Una política macroeconómica orientada al desarrollo

En su mayoría, los países de AL han progresado considerablemente en la conducción de sus políticas macroeconómicas. Luego de experimentar altas tasas de inflación durante los años 70 y 80, los países articularon políticas que lograron estabilizar los precios. La estabilización se logró en muchos casos mediante la instrumentación del tipo de cambio como ancla nominal, lo que derivó en significativos atrasos cambiarios y crisis externas durante los años 90.¹² Probablemente la enseñanza más importante que dejó esa década fue que para lidiar con flujos de capital volátiles y evitar crisis externas, la política macroeconómica requería – además de orden fiscal y monetario – una combinación de flexibilidad cambiaria y acumulación de reservas internacionales. Así, en los años 2000 varios países de la región¹³ instrumentaron políticas macroeconómicas que combinan prudencia en el manejo fiscal, una política monetaria con esquemas de metas de inflación, una política cambiaria de flotación administrada y la acumulación preventiva de reservas. Con esta configuración macroeconómica, estos países lograron mantener niveles bajos de inflación y transitaron sin mayor dificultad el *stress-test* de la crisis financiera internacional de 2008-09, evitando recesiones prolongadas y crisis externas y financieras.

A nuestro juicio (y el de muchos otros analistas), la mayor debilidad de esa orientación de política macroeconómica es que el TCR tiende a ser muy volátil y a exhibir un sesgo hacia la apreciación. Este comportamiento del TCR, al reducir y hacer más volátil la rentabilidad de los sectores transables dinámicos, dificulta su expansión y la acumulación de capital físico y humano, desalentando el desarrollo económico. Creemos, entonces, que el manejo de la política macroeconómica debe incorporar como objetivo intermedio el mantenimiento de un TCR competitivo y estable. La necesidad de orientar la política macroeconómica en esta dirección resulta prioritaria en el presente contexto de auge de inlfujos de capital a la región, pues como mostramos arriba, uno de sus efectos ha sido apreciar significativamente los TCR. Nuestra

¹² Podría hablarse de una larga década de los años 90, que se iniciaría con el plan de estabilización mexicano en 1988 y finalizaría con la crisis de la convertibilidad argentina a finales de 2001.

¹³ Incluimos en este grupo a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

conjetura sobre la probable persistencia futura de los flujos de capital nos lleva a pensar que las presiones a la apreciación pueden continuar e intensificarse. A continuación, esbozamos las principales características de una política macroeconómica apta para confrontar los problemas que presenta este contexto.

En primer lugar, dada la multiplicidad de objetivos – inflación, empleo y el TCR como meta intermedia, apuntando al desarrollo de los sectores transables dinámicos – la orientación propuesta requiere la coordinación de las políticas cambiaria, monetaria, fiscal y salarial. Como el nivel del TCR es una de sus metas, la política cambiaria – a través del manejo del tipo de cambio nominal – está orientada a ese fin. La meta de la política cambiaria es señalar una tendencia estable del TCR a nivel competitivo, que en un régimen de flotación administrada es compatible con la flotación del tipo de cambio en el corto plazo. En contextos de movilidad de capital, como es el caso en los países de AL, una política cambiaria activa limita la efectividad de la política monetaria para influir sobre el ritmo de la demanda agregada. Como discutimos a continuación, esto no significa que la política monetaria es enteramente pasiva, sino que no es completamente autónoma. Consecuentemente, el rol de la política fiscal para suavizar el ciclo económico y mantener estabilidad de precios es crucial (Frenkel, 2008 y Rapetti, 2011). Esta es una diferencia con el esquema de metas de inflación convencional, en el cual todo el peso del control de la demanda agregada recae sobre la política monetaria.

En segundo lugar, en el esquema propuesto las políticas monetaria y cambiaria son ambas activas. Su instrumentación simultánea requiere de intervenciones esterilizadas y controles a los flujos de capital. Como los activos domésticos y externos son sustitutos imperfectos, las intervenciones cambiarias esterilizadas son efectivas para manejar simultáneamente el tipo de cambio nominal y la tasa de interés doméstica. Las intervenciones pueden interpretarse como dos instrumentos que se utilizan secuencialmente. Primero, para evitar la apreciación del TCR, la intervención compradora en el mercado de cambios mantiene el tipo de cambio en el nivel deseado y expande la cantidad de dinero. Luego, la esterilización en el mercado monetario absorbe la liquidez creada por la intervención cambiaria para mantener la tasa de interés en su nivel deseado. El problema práctico relevante es si las intervenciones esterilizadas son sostenibles en el tiempo, dado que podrían generar un costo cuasi-fiscal explosivo. En contextos en que la tasa de interés doméstica es relativamente baja, la intervención

(compradora) esterilizada es sostenible y efectiva.¹⁴ La posibilidad de manejar simultáneamente las políticas cambiaria y monetaria exclusivamente con intervenciones esterilizadas depende de la magnitud de los flujos de capital. Para facilitar su efectividad, especialmente si los flujos son muy voluminosos, se requiere la aplicación de controles a la entrada de capitales.

En AL, la magnitud actual de los flujos de capital con relación al tamaño de los sistemas monetarios y financieros nacionales, el tamaño del mercado cambiario y el espacio disponible de la política fiscal, pueden limitar la potencia de la intervención esterilizada, incluso si esta es ayudada por regulaciones a los flujos de capital y por la política fiscal con compras de divisas con superávit. Además, las regulaciones de los flujos de capital no son totalmente efectivas, particularmente en economías como las de AL que abrieron completamente su cuenta de capital en el pasado y no pretenden cerrarla (porque no es deseable y porque resultaría imposible en la práctica).

En consideración a que cada una de las políticas mencionadas parece insuficiente por sí misma para neutralizar los efectos de los flujos de capital, es razonable recomendar que sean instrumentadas simultáneamente, en conjunto y en forma coordinada. En particular, la coordinación entre las autoridades económicas y los bancos centrales (ausente en muchos países de AL) parece imprescindible para optimizar los efectos de las políticas y neutralizar las presiones a la apreciación del TCR.

En algunos círculos se manifiesta escepticismo respecto a la efectividad de las intervenciones compradoras de los bancos centrales. Algunos documentos recientes del FMI, por ejemplo, desaconsejan las “intervenciones tempranas” y recomiendan intervenir solamente cuando el TCR ha experimentado una apreciación suficiente como para disipar las expectativas de una ulterior tendencia a la apreciación. Esta postura asume implícitamente que los agentes “conocen” el tipo de cambio de equilibrio y tienen expectativas de que la evolución del mercado llevará inexorablemente el tipo de cambio en esa dirección. Es en cierta medida curioso. Los mismos documentos del FMI alertan sobre la formación burbujas en los precios de los activos locales y la moneda doméstica es un activo entre otros. ¿Porqué descartar que las tendencias a la apreciación experimentadas sean resultado de burbujas en los mercados de cambio? La observada debilidad de los efectos de algunas intervenciones recientes para alterar

¹⁴ Véase Frenkel (2007 y 2008) para una derivación más precisa de las condiciones de sostenibilidad de la política de esterilización.

significativamente las tendencias a la apreciación podría explicarse porque dichas intervenciones han sido incapaces de modificar las expectativas de los agentes. En cambio, intervenciones contundentes del banco central, que manifiesten claramente la voluntad de las autoridades de alterar la tendencia del tipo de cambio, pueden influir en las expectativas y reducir consecuentemente las presiones vendedoras y los flujos de capital. En la orientación de política propuesta, el objetivo de las intervenciones debe apuntar a la modificación de las expectativas del mercado. Para esto, las intervenciones deben mostrar la fortaleza de los bancos centrales y su disposición a orientar el comportamiento del tipo de cambio en el medio plazo.

Apéndice

Los datos de balanza de pagos, deuda externa, TCR bilateral con Estados Unidos, TCR efectivo, salarios y valor agregado industrial a precios constantes corresponden a la base de estadística de la CEPAL, CEPALSTAT. En el caso de Argentina, los cálculos que incluyen el Índice de Precios al Consumidor fueron reelaborados desde 2007 utilizando la información del índice IPC-7 del CENDA.

Los datos de PIB per cápita corresponden a la base de *World Development Indicators* del Banco Mundial.

Los datos de exportaciones industriales y exportaciones primarias de Brasil corresponden a IPEADATA.

Los datos de TCR bilateral con Estados Unidos en serie trimestral usados en el gráfico 16 corresponden al Banco Central do Brasil.

Referencias

- Aguirre, A. y C. Calderón (2005). "Real exchange rate misalignments and economic performance," Central Bank of Chile, Working Paper No.315.
- Bresser Pereira, L.C. (2010). Globalization and Competition, Cambridge University Press.
- Diamand, M. (1972). "La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio", *Desarrollo Económico*, Vol. 12, No 45, pp. 45-47.
- Damill, M., Frenkel, R. y Maurizio, R. (2002). Argentina: Una década de convertibilidad: un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso, OIT.
- Ffrench-Davis, R. (2004). Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad. Tres décadas de política económica en Chile, Siglo XXI editores, Argentina.
- Frenkel, R. (2008). "The Competitive Real Exchange-Rate Regime, Inflation and Monetary Policy," *Cepal Review*, Vol. 96, pp. 191-201.
- Frenkel, R. (2007). "The Sustainability of Monetary Sterilization Policies," *Cepal Review*, No. 93, pp. 29-36.
- Frenkel, R. y J. Ros (2006). "Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America," *World Development*, Vol. 34, No. 4, pp. 631-646.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2009). "A Developing Country View of the Current Global Crisis: What Should Not Be Forgotten and What Should Be Done," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, No. 4, p. 685.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2010a). "Economic Development and the International Financial System", in Stephany Griffith-Jones, Jose Antonio Ocampo and Joseph Stiglitz (eds.): Time for a Visible Hand, pp. 253-268, Oxford University Press.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2010b). "A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America", Working Paper 2010-01, University of Massachusetts, Amherst, MA.
- Gala, P. (2007). "Real exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and econometric evidence". *Cambridge Journal of Economics*.
- IMF (2010). World Economic Outlook, October 2010.
- IMF (2011a). World Economic Outlook, April 2011.
- IMF (2011b). Regional Economic Outlook, Western Hemisphere, April 2011.
- Krugman, P. (1987). "The narrow moving band, the Dutch disease, and the competitive consequences of Mrs. Thatcher: Notes on trade in the presence of dynamic scale economies". *Journal of Development Economics*, 27, 41-55.
- Magud, N. y S. Sosa (2010) "When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth," IMF Working Papers, Vol. 271, No. 201, pp. 1-32.

- Rapetti, M. (2011) "Macroeconomic policy coordination in a competitive real exchange rate strategy for development", Working Paper 2011-09, University of Massachusetts, Amherst, MA.
- Rapetti, M., P. Skott, y A. Razmi (2011). "The real exchange rate and economic growth: are developing countries different?", Working Paper 2011-07, University of Massachusetts, Amherst, MA.
- Rodrik, D. (2008) "The real exchange rate and economic growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 365-412.
- Ros, J. y P. Skott (1998) "Dynamic effects of trade liberalization and currency overvaluation under conditions of increasing returns", *The Manchester School of Economic and Social Studies*, 66 (4), 466.89.
- Sachs, J. y Warner, A. (2001) "The Natural Resource Curse", *European Economic Review*, Vol. 45, Issue 4-6, pp. 827-838.