

ESTRUCTURA Y DINÁMICA DE LA BALANZA DE PAGOS DE AMÉRICA LATINA DESDE 1990 / *BALANCE OF PAYMENTS STRUCTURE AND DYNAMICS IN LATIN AMERICAN COUNTRIES SINCE 1990.*



Gustavo Burachik ¹

Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur

Bahía Blanca, Argentina

gburachik@gmail.com

ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-2095-9986>

Recibido: 29.11.2022

Aceptado: 08.06.2023

Resumen

El trabajo presenta un panorama de la balanza de pagos de un grupo de países de América Latina durante el período 1990/2021. Se agrupan y reordenan las partidas contables en función de su papel como fuente o gasto de divisas. Sobre esta base se persiguen dos objetivos. Mostrar en primer lugar la estructura del ingreso y egreso de divisas, en el largo plazo, es decir para las tres décadas abarcadas en el estudio. Los datos permiten discriminar el papel de la entrada de capitales, la salida de capitales y los pagos por rentas del capital extranjero. E investigar, en segundo lugar, la evolución temporal de la disponibilidad de divisas. Se presta particular atención a las coyunturas de crisis cambiaria. La metodología empleada permite evaluar algunas de las principales hipótesis teóricas sobre la balanza de pagos en América Latina. Se obtienen dos resultados principales. El primero es que el ingreso y egreso de divisas involucrados en el movimiento de capitales tienen mayor peso que los desequilibrios comerciales como origen de las crisis externas. El segundo es que estos movimientos de capitales no representan un aporte neto positivo de divisas para las economías receptoras en el largo plazo.

Palabras clave: *Balanza de pagos, movimiento de capitales, capital extranjero, deuda externa de los países emergentes, restricción externa*

¹ El autor agradece a Valentina Viego, Rodrigo Pérez Artica y Francisco Cantamutto por sus atinadas correcciones y comentarios.

Abstract

The paper presents an overview of the balance of payments of a group of Latin American countries during the period 1990/2021. Balance of payment accounts and items are grouped and rearranged according to their role as a source or expense of foreign currency. On this basis, the first goal is to show the structure of foreign currency income and expenditure, in the long term, that is, for the three decades covered in the study. The data allows to discriminate the role of capital inflows and outflows, and income payments to foreign capital. The second goal is to investigate the evolution of foreign currency availability over time. Particular attention is paid to balance of payment crisis episodes. The methodology used allows an empirically based discussion of some of the main theoretical hypotheses about the balance of payments behavior in Latin America. Two main results are obtained. The first is that the inflow and outflow of foreign currency involved in capital movements has a greater incidence than trade imbalances as an origin of balance of payment crises. The second is that these capital movements do not represent a positive net contribution of foreign currency for the recipient economies in the long term.

Keywords: *Balance of payments, capital flows, emerging countries external debt*

INTRODUCCIÓN

Se aborda aquí una investigación empírica sobre la balanza de pagos de una selección de las economías de mayor tamaño de América Latina desde 1990 hasta 2021.

En un plano general este trabajo se inscribe en una corriente de análisis empíricos sobre los flujos internacionales de capital que, a partir de la crisis de 2007, han desplazado su atención desde los movimientos netos (ingresos brutos menos egresos) a las entradas y salidas brutas. Ejemplos de esta literatura son Broner y otros (2013), FMI (2009), Avdjiev y otros (2017) y Kohler (2020). Sobre América latina, véase Cepal (2019). En el documento que se presenta a continuación se cuantifican los flujos brutos de capital.

En un plano más específico la investigación se enmarca en el estudio de la problemática del desarrollo, el crecimiento y las crisis de América Latina. La estructura y dinámica del sector externo son actores protagónicos en la mayoría de los estudios sobre este tópico desde mediados del siglo XX y hasta nuestros días.

Partiendo de las categorías contables de la balanza de pagos en su metodología actual, la investigación procederá a individualizar las fuentes de ingreso y los canales de egreso de divisas con el objeto de aportar evidencia sobre dos preocupaciones centrales de la literatura. En primer lugar, se identifica la o las esferas específicas de la balanza de pagos responsables de los recurrentes episodios de escasez y crisis de divisas en el período. Gran parte de los estudios sobre los problemas del crecimiento de la región gira en torno del retraso relativo de la productividad, de la estructura productiva, de la capacidad de exportación y de la elevada dependencia de las importaciones de manufacturas y tecnologías. Se afirma que los desequilibrios comerciales derivados de este cuadro de atraso productivo determinan una escasez crónica o estructural de divisas y causa crisis recurrentes y profundas (Cepal, sf; Cepal, 2020 e Infante y Gerstenfeld, 2013)². El análisis empírico realizado aquí ofrece un amplio espectro de datos para evaluar la validez de esta tesis.

Una segunda cuestión clave se vincula con el capital extranjero. América Latina experimentó su primera oleada de endeudamiento externo hace ya dos siglos (en los 1820s) y desde entonces no ha dejado de figurar como plaza activa de recepción de préstamos e inversiones directas del exterior. Por otro lado, como la libertad de entrada de capitales presupone la libertad de salida, la desregulación de la cuenta financiera de la balanza de pagos va acompañada de una demanda de activos externos para atesoramiento o cobertura que se suma a la necesidad de divisas para atender los servicios del capital extranjero.

² En Burachik (2019) se presenta una crítica a algunos de los exponentes de la tesis de la restricción externa en Argentina.

Estos dos factores han constituido una causa frecuente de crisis cambiaria en la región. De este modo, el movimiento de capitales se presenta como una diversidad de flujos de ingreso y salida que el análisis emprendido aquí permite simplificar y caracterizar, tanto en el largo plazo como en las sucesivas fases del ciclo económico.

La investigación se abocará a validar sendas hipótesis sobre estas dos cuestiones. En primer lugar que, a diferencia de lo que ocurría en la inmediata postguerra, los desequilibrios comerciales no son el principal origen de las crisis de balanza de pagos en América Latina desde 1990. La acumulación de pasivos externos (endeudamiento y alta penetración por empresas multinacionales) y la salida de capitales privados (adquisición de divisas para atesoramiento o cobertura) son fuerzas desequilibrantes más potentes. En segundo lugar que, como ya lo indicaban estudios anteriores referidos a la postguerra (Caputo y Pizarro, 1974), las inversiones y créditos del exterior no suponen un aporte neto positivo de divisas en el largo plazo. Su dinámica de corto plazo puede ser estudiada con los datos que se elaboran aquí.

Esta segunda tesis se emparenta con la teoría de la dependencia y el marxismo y fue corroborada empíricamente para otros períodos históricos, por ejemplo, en Barán y Sweezy (1966) y Caputo y Pizarro (op cit).

El trabajo consta de cinco secciones principales, luego de esta introducción y de una exposición metodológica.

En la sección 3 se realiza un análisis de corte transversal que apunta a identificar los rasgos comunes de la estructura de ingresos y gastos de divisas de un conjunto seleccionado de países latinoamericanos para los años 1990/2021. Con este análisis se obtiene un panorama del sector externo de la región en el *largo plazo* en un período de globalización comercial y financiera.

En la sección 4 se estudia la evolución del nivel de cada una de las fuentes de ingreso y renglones del gasto de divisas a lo largo del período 1990/2021. En la sección 5 se trata de establecer qué dicen estos datos sobre el comportamiento de la política económica en las fases de escasez de divisas. Estas dos secciones de análisis intertemporal proporcionan los elementos necesarios para estudiar la dinámica de *corto plazo* de las variables del sector externo de la región. Al final se presentan las conclusiones.

METODOLOGÍA

Las operaciones registradas en la balanza de pagos pueden agruparse *conceptualmente* como se indica en la figura 1.

Figura 1. Tres esferas básicas del ingreso y egreso de divisas

Balanza de pagos: contabilidad de los ingresos y egresos de divisas	<ul style="list-style-type: none"> ● Comercio de bienes y servicios ● Remesas de emigrados ● Movimiento de capitales
---	---

Estas tres esferas básicas son registradas por el FMI en la balanza de pagos a través de una serie de cuentas y partidas, como se muestra en el cuadro 1. Las primeras tres columnas muestran los nombres de estas partidas y sus magnitudes para el período 1990/2021. La cuarta columna indica las categorías económicas representadas por estas agrupaciones contables. Al pie del cuadro figuran las abreviaciones empleadas.

El movimiento de capitales comprende cuatro conceptos económicos. La *entrada bruta* de capital es la emisión neta de pasivos externos de inversión directa o financieros (de cartera y de "otra inversión") por residentes de la economía en cuestión. Es sinónimo de aumento de los pasivos externos. La *salida de capital* es la adquisición neta de activos externos de inversión directa o financieros por residentes de la

economía en cuestión. Es sinónimo de dolarización de ahorro interno mediante operaciones registradas y no registradas. En tercer lugar, la partida de ingreso primario que registra los pagos de las *rentas* generadas por las deudas e inversiones externas y las rentas cobradas por los créditos e inversiones de residentes en el exterior. Es aquí donde se registran los pagos de intereses por la deuda externa y los giros de utilidades de las filiales de empresas extranjeras a sus casas matrices. Por último, la *transferencia neta de recursos* es el saldo neto de los tres factores (Cepal, 1991, p 17).

Los valores anuales corrientes que publica el FMI de cada una de las 15 economías latinoamericanas de mayor tamaño para el período 1990/2021 han sido sumados y corregidos para la construcción de este cuadro ³.

Cuadro 1. Entrada bruta y salida de capitales. 15 países de América Latina. Valores acumulados 1990/2021. Millones de dólares a precios de 2021 y % del PBI

Balanza de pagos	Valor	% PBI	Categorías económicas	Valor	% PBI
<i>Cuenta Corriente</i>	-2.669.065	-2,0			
• Balanza comercial	-734.830	-0,5			
• Ingreso primario	-3.710.656	-2,7	Rentas	-3.710.656	-2,7
• Ingreso secundario	1.776.421	1,3	Remesas	1.776.421	1,3
<i>Cuenta de capital</i>	94.167	0,1			
CC + CK = EN	-2.574.897	-1,9			
EN = CF - EyO					
<i>Cuenta Financiera</i>	-2.842.110	-2,1			
• Activos	2.775.993	2,0	Salida	2.775.993	2,0
• Pasivos	6.770.627	5,0	Entrada	6.770.627	5,0
• DF	50.344	0,0	Salida	50.344	0,0
• Var Res	1.102.180	0,8			
(-) Errores y omisiones	-267.213	-0,2	(-) Salida	-267.213	-0,2
			S = A+DF-EyO	3.093.550	2,3
			ENC = E - S	3.677.077	2,7
			TNR = ENC + IP	-33.579	0,0
			TNR = E - GF		

Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&Id=1390030341854>) y Cepal (<https://statistics.cepal.org/portal/cepalstat/dashboard.html?theme=2&lang=es>)

Abreviaturas. CC: cuenta corriente. CK: cuenta de capital. EN: endeudamiento neto. CF: cuenta financiera. EyO: errores y omisiones. DF: derivados financieros. Var Res: variación de reservas. A: activos. E: entrada de capitales. S: salida de capitales. ENC: entrada neta de capitales. TNR: transferencia neta de recursos. IP: ingreso primario. GF: gasto financiero de divisas igual a IP + S

Notas metodológicas. Los errores y omisiones se consideran salidas no registradas de capitales privados (Cepal, 1965, p 81). Los valores registrados en la cuenta de capital corresponden a unas pocas operaciones de condonación de deuda pública y otras transferencias unilaterales a gobiernos

El cuadro ofrece una vista panorámica del sector externo en las décadas recientes de mundialización. El déficit de cuenta corriente y el resultado de la cuenta de capital (-2,0 + 0,1) tuvieron como contrapartida un endeudamiento neto, reflejado en el resultado de la cuenta financiera menos los errores y omisiones

³ Los nombres de las partidas y criterios de clasificación corresponden al manual Nro 6, actualmente vigente.

$(-2,1 + 0,2)$. También equivale al déficit de cuenta corriente, saldo de la cuenta de capital y la acumulación de reservas $(-2,0 + 0,1 - 0,8)$ tuvieron como contrapartida una entrada neta de capitales de 2,7% del PBI.

Esta entrada neta fue el resultado de entradas brutas por 5% del PBI y salidas de capital por 2,3%. Por otra parte, la cuenta de ingreso primario (rentas) presenta un saldo ampliamente negativo que se origina en una combinación de dos fenómenos: el carácter de deudores externos netos (mayores pasivos externos que activos externos) de la mayoría de estos países y/o el más elevado rendimiento de sus pasivos externos con relación a sus activos externos. Este rasgo es común a la mayoría de las economías "emergentes" (Akyüz, 2018).

Como resultado, la suma de los tres componentes del movimiento de capitales arroja (entrada, salida y rentas) una TNR nula para todo el período. Las entradas fueron de la mano de salidas de capital y de un saldo negativo del rubro rentas por un monto equivalente. El signo de la TNR puede interpretarse económicamente como se indica en la figura 2:

Figura 2. Interpretación del signo de las transferencias netas

Transferencia neta de recursos	<ul style="list-style-type: none"> • Positiva: descontadas las rentas y la salida de capitales, la entrada bruta arroja un saldo positivo de divisas cuya contrapartida podría ser un déficit comercial y/o acumulación de reservas • Negativa: la entrada bruta de capitales no alcanza a cubrir la salida de capitales y los pagos por rentas. Esta brecha se cubre con superávit comercial, remesas de emigrados y/o desacumulación de reservas
--------------------------------	--

Se utilizan los datos de balanza de pagos publicados por el FMI para construir series de los cuatro conceptos del movimiento de capitales para las principales economías de América Latina.

Resulta habitual que el debate sobre este tópico se centre en los beneficios, costos o riesgos de las entradas de capital, en sus diversas formas. Sin embargo, los tres elementos constitutivos del movimiento de capitales están estrechamente relacionados entre sí. No sólo, como es obvio, porque la magnitud de las entradas en un período, engrosan los débitos registrados en la cuenta de ingreso primario en períodos posteriores. Además, las inversiones y créditos del exterior presuponen un marco regulatorio de libre movilidad del capital que alimenta y/o habilita la adquisición de activos externos por parte de residentes. Según el FMI (2012, p 25), "una cierta salida de capitales constituye una consecuencia natural de la apertura (financiera), en la medida en que los inversores externos recuperan sus inversiones y los domésticos expanden y diversifican sus operaciones en el exterior". La elevada correlación entrada/salida de capitales es un hecho documentado en varios de los trabajos citados en la nota al pie 2. Respecto de períodos más lejanos, véase Cepal (1965, p 96), donde se observó que la reactivación de la entrada de capitales a América Latina después de la Segunda Guerra Mundial estuvo acompañada de un aumento de la salida. No hay entrada de capitales que no suponga una salida de capitales.

Consecuentemente, en este trabajo el movimiento de capitales se considera como una unidad. La realidad empírica de las inversiones y créditos externos a América Latina está asociada ineludiblemente con un flujo inverso de salida de divisas y pagos al exterior por rentas que aquí será denominado *gasto financiero de divisas*. La TNR puede expresarse alternativamente como diferencia entre el ingreso bruto de capitales y el gasto financiero de divisas (última línea del cuadro 1). Por tal motivo ambas variables, el aporte y el gasto de divisas involucrados en el movimiento de capitales, deben evaluarse tanto individualmente como en conjunto. A partir de aquí se hará referencia a las categorías económicas mediante las abreviaturas del cuadro 1.

ANÁLISIS DE CORTE TRANSVERSAL

El estudio de corte transversal tiene por objeto identificar la prevalencia de ciertas condiciones o características de la balanza de pagos de la muestra de países en un momento del tiempo. En este caso se considera el valor acumulado de las partidas de la balanza de pagos para la totalidad del período 1990/2021, para cada país.

Brinda un panorama del comportamiento del sector externo en el largo plazo, en un período de mundialización comercial y financiera. Se aborda este análisis mediante dos ejercicios complementarios. Primero, se observa la frecuencia con que la cuenta corriente y sus componentes muestran resultado negativo. En segundo lugar, se reordenarán las categorías contables de la balanza de pagos para expresar las diversas fuentes de ingreso y gasto de divisas.

Frecuencia de años con saldo negativo

El cuadro 2 muestra la frecuencia con que la cuenta corriente y sus partidas presentan saldos negativos. Un valor de 50 significa que la partida en cuestión presentó un saldo negativo en 16 de los 32 años del período. Un valor de 0 indica que la partida en cuestión ha sido superavitaria en todos los años.

Están representadas las 16 economías más importantes de la región. El desequilibrio es el resultado más frecuente en casi todas economías, con las únicas excepciones de Paraguay y Venezuela (con datos hasta 2015).

Los países del panel superior logran, cada tanto, equilibrar e incluso obtener excedentes en su cuenta corriente gracias al recurrente superávit de su comercio exterior de bienes. Este grupo es el más numeroso e incluye a la mayoría de las economías exportadoras de materias primas de América del Sur y Costa Rica.

Pese al déficit sistemático en el comercio de *servicios*, la balanza comercial *total* de estos países oscila cíclicamente, con fases de varios años continuados superavitarios seguidos de lapsos deficitarios. Algunos son más propensos al superávit (Paraguay, Chile, Uruguay); otros al déficit (Colombia, Costa Rica, Ecuador), pero el carácter fluctuante del saldo comercial es un rasgo general.

El segundo grupo está formado por las otras cuatro economías centroamericanas cuyo comercio exterior total es sistemáticamente deficitario. Por último, México es un caso singular, asimilable al segundo grupo por la frecuencia de sus déficits comerciales, pero esencialmente diferente a las pequeñas economías centroamericanas en su nivel de desarrollo productivo y financiero.

La emigración latinoamericana a las economías desarrolladas genera un resultado positivo sistemático en la partida de ingreso secundario (remesas), excepto en Venezuela ⁴.

Es claro que el déficit de cuenta corriente de los países del segundo grupo surge de la insuficiencia del superávit del comercio de servicios (básicamente, turismo) y la recepción de remesas de emigrados para contrarrestar el desequilibrio sistemático de todas las demás partidas. México, por su parte, sólo cuenta con las remesas de emigrados como fuente de divisas para contrarrestar los pagos de rentas y el déficit del comercio exterior.

Las economías del primer grupo muestran un perfil diferente de los dos anteriores, incurren con elevada frecuencia en déficit de su cuenta corriente *a pesar del resultado usualmente positivo* de su comercio exterior en general y de bienes en particular y del aporte siempre positivo del ingreso secundario.

⁴ No hay datos recientes para este país. Probablemente, el ingreso secundario ha resultado negativo en los últimos años.

Cuadro 2. Partidas de la cuenta corriente. Porcentaje de años con saldo negativo, 1990-2021

	Bienes	Servi- cios	Total bienes y servicios	Rentas	Remesas	Cuenta corriente
<i>Países con balanza comercial cíclica</i>						
Argentina	28	100	44	100	0	66
Bolivia	56	100	63	100	0	59
Brasil	22	100	44	100	3	78
Chile	13	94	28	100	3	75
Colombia	47	97	81	100	0	84
Costa Rica	100	0	69	100	0	100
Ecuador	31	100	63	100	0	69
Paraguay	3	88	9	91	0	44
Perú	38	100	53	100	0	84
Uruguay	50	6	34	97	0	75
Venezuela	0	100	12	96	88	15
<i>Mediana</i>	<i>31</i>	<i>100</i>	<i>44</i>	<i>100</i>	<i>0</i>	<i>75</i>
<i>Países con déficit comercial sistemático</i>						
El Salva- dor	100	6	100	100	0	97
Guatemala	100	34	100	100	0	78
Honduras	100	9	100	100	0	97
Nicaragua	100	47	100	100	0	94
<i>Mediana</i>	<i>100</i>	<i>22</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>0</i>	<i>95</i>
México	88	75	91	100	0	97

Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sid=1390030341854>).

El desequilibrio sistemático de la partida de rentas del capital extranjero es el *rasgo común a todas* las economías del cuadro.

En los grupos 2 y 3 los déficits de cuenta corriente ocurrieron con elevada frecuencia, igual que los desequilibrios del comercio exterior. En el grupo 1 Bolivia, Colombia, Ecuador y Venezuela incurrieron en desequilibrios de cuenta corriente con menor frecuencia, pero esta fue similar a la probabilidad de ocurrencia del déficit comercial.

En contraste, en todas las demás economías del grupo 1 la frecuencia de desequilibrio de cuenta corriente parece desproporcionada teniendo en cuenta sus superávits comerciales cíclicos y su sistemática recepción de remesas.

En efecto, Brasil obtuvo excedentes en su comercio de bienes el 80% de los años y en su comercio total en más de la mitad de los años, pero su cuenta corriente fue deficitaria la mayor parte del tiempo. Los casos de Chile, Paraguay, Perú y Uruguay son aún más extremos. En Argentina y Costa Rica se da también este fenómeno, aunque en medida más moderada.

Este contraste se explica por este hecho: periódicamente, el excedente de divisas generado por el comercio y las remesas no alcanza a cubrir los pagos de rentas del capital extranjero. En todas las demás economías, estos pagos de renta sólo explican parcialmente el déficit de la cuenta corriente ya que el comercio exterior es también deficitario. La particularidad de los países del primer grupo es que los pagos de intereses y giro de utilidades conduce a episodios de desequilibrio de la cuenta corriente, pese a su capacidad de generación

de recursos externos "genuinos" mediante el comercio y las remesas de emigrados. La investigación se centrará, en lo que sigue, en este subconjunto.

Estructura de la oferta y demanda de divisas en el largo plazo

Ahora serán consideradas todas las cuentas de la balanza de pagos y no sólo la cuenta corriente. El cuadro 3 muestra las partidas agrupadas según el signo de sus respectivos valores acumulados para todo el período 1990/2021. La columna central es igual a la suma de las fuentes de ingreso y de los canales de gasto.

Al interpretar estos porcentajes es preciso tener en cuenta que las exportaciones e importaciones no aparecen individualmente sino como saldo, según corresponda, en el panel izquierdo o el derecho.

Desde el punto de vista del *egreso de divisas* hay tres hechos de interés. El primero es que el comercio exterior es, para el período como un todo, una fuente de divisas y cuando no lo es, su peso en el gasto total de recursos externos es reducido. En algunos casos (Venezuela y Paraguay) el superávit acumulado es relativamente abultado.

El segundo hecho destacable es que los pagos por rentas y las salidas de capital son los principales gastos de divisas. Para el total de esta muestra casi 7% corresponde a estos dos rubros, sobre un gasto o disponibilidad total de divisas de 9,5% del PBI.

Algunos casos son muy llamativos. En Venezuela la salida de capitales privados por sí sola ha absorbido 70% de la disponibilidad de divisas del período.

Cuadro 3. Ingresos y egresos de divisas. Acumulado 1990/2021. Promedios anuales (% del PBI)

	Ingresos				Egresos				
	REM (a)	E	BC (+)	Total	BC (-)	RTA	S	VR	REM
Argentina	0,3	4,0	1,9	6,2		2,8	3,0	0,5	
Bolivia	5,4	5,9		11,4	2,0	3,4	4,3	1,7	
Brasil	0,3	4,1	0,4	4,8		2,5	1,5	0,8	
Chile	1,0	9,5	2,8	13,2		5,2	6,9	1,1	
Colombia	2,0	5,3		7,3	1,7	2,9	1,9	0,8	
Costa Rica	1,2	6,5		7,7	1,2	3,9	1,7	0,9	
Ecuador	4,3	3,2		7,5	0,4	3,6	3,0	0,5	
Paraguay	2,0	1,9	4,5	8,4		5,6	1,5	1,3	
Perú	2,0	6,0	0,2	8,1		5,0	1,0	2,1	
Uruguay	0,3	5,1	1,6	7,0		3,0	2,7	1,3	
Venezuela (b)		3,1	7,4	10,5		2,3	7,2	0,7	0,3
Mediana (c)	1,6	5,1	1,9	7,7	1,4	3,4	2,7	0,9	0,3
Promedio	1,9	5,0	2,7	9,5	1,3	3,7	3,2	1,1	0,3

Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>) y Cepal (<https://statistics.cepal.org/portal/cepalstat/dashboard.html?theme=2&lang=es>)

Abreviaturas. REM: remesas. E: entrada de capitales. BC: balanza comercial. RTA: renta. S: salida de capitales. VR: variación de reservas.

(a) Incluye saldo de la cuenta de capital que es también una transferencia unilateral. (b) Datos hasta 2015. (c) Por tratarse de medianas, la suma de las partidas no es igual a 100%. Nota. Los datos están divididos por el PBI para permitir la comparación entre países. El empleo de divisas para la constitución de reservas se computa como un egreso

En Argentina y Chile este porcentaje es cercano a 50%. Perú y Paraguay, por su parte, destinan cerca de dos tercios de sus ingresos cambiarios a cubrir los pagos por rentas generadas por la deuda externa y la inversión extranjera.

Tercero, casi la totalidad de las divisas acumuladas como reserva internacional en las fases cíclicas de holgura de divisas (tema del inciso 3.b) es drenada al exterior en las posteriores fases de escasez. Los sucesivos ciclos de flujos de capital y de precios internacionales por los que ha pasado la región desde los 90s han dejado un saldo positivo de reservas acumuladas, pero muy reducido. Sólo en Perú la acumulación de reservas a lo largo de todo el período ha superado 2% del PBI.

Algunas economías con elevados porcentajes de acceso a recursos externos (columna central) muestran asimismo una elevada incidencia de la salida de capitales, pero no una mayor acumulación de reservas. Es el caso de Bolivia, Chile y Venezuela. Más adelante, se volverá sobre esta cuestión.

¿Con qué fuentes de *ingreso* cubren los países de la muestra este gasto en divisas? La mayoría depende críticamente de la entrada de capitales que representa, en promedio, la mitad de la disponibilidad total de recursos externos.

Un hecho destacable es que esta dependencia se observa también en economías que obtienen excedentes comerciales con relativa frecuencia. Un ejemplo es Chile, con un comercio normalmente superavitario (72% del tiempo, cuadro 2) pero cuyos ingresos de divisas reposan en esa misma proporción en la entrada de capitales. Un caso análogo es el de Brasil, cuyo suministro de divisas depende casi por entero del capital extranjero, aunque su balanza comercial es superavitaria en más de la mitad de los años del período. Uruguay presenta un cuadro aún más extremo.

En sólo 2 de los 7 países que muestran un excedente comercial acumulado para todo el período, éste representa una proporción elevada del suministro de divisas: Venezuela y Paraguay.

El cuadro 4 presenta los mismos datos del cuadro 3 pero mostrando la TNR acumulada en lugar de sus tres componentes por separado. Por construcción, la magnitud de la disponibilidad total de divisas en la columna central es menor que la del cuadro 3.

Seis de las diez economías del cuadro muestran una TNR acumulada negativa de cierto peso (más de 1% del PBI) para el período 1990/2021. Como contrapartida en la esfera de los ingresos de divisas se observa superávit comercial en Argentina, Chile, Paraguay y Venezuela y remesas de emigrados en Bolivia y Ecuador.

En Colombia y Costa Rica la TNR arrojó un saldo positivo, pero muy pequeño; en Brasil y Perú fueron prácticamente nulas.

Cuadro 4. Ingresos y egresos de divisas. Acumulado 1990/2021. Promedios anuales (% del PBI)

	Ingresos			Total	BC (-)	Egresos		
	REM (a)	TNR	BC (+)			TNR	VR	REM
Argentina	0,3		1,9	2,2		1,7	0,5	
Bolivia	5,4			5,4	2,0	1,7	1,7	
Brasil	0,3	0,1	0,4	0,8			0,8	
Chile	1,0		2,8	3,7		2,6	1,1	
Colombia	2,0	0,5		2,5	1,7		0,8	
Costa Rica	1,2	0,9		2,1	1,2		0,9	
Ecuador	4,3			4,3	0,4	3,5	0,5	
Paraguay	2,0		4,5	6,5		5,2	1,3	
Perú	2,0	0,0	0,2	2,1			2,1	
Uruguay	0,3		1,6	1,9		0,6	1,3	
Venezuela (b)			7,4	7,4		6,4	0,7	0,3
Mediana (c)	1,6	0,3	1,9	2,5	1,4	2,6	0,9	0,3
Promedio	1,9	0,3	2,7	5,8	1,3	3,1	1,1	0,3

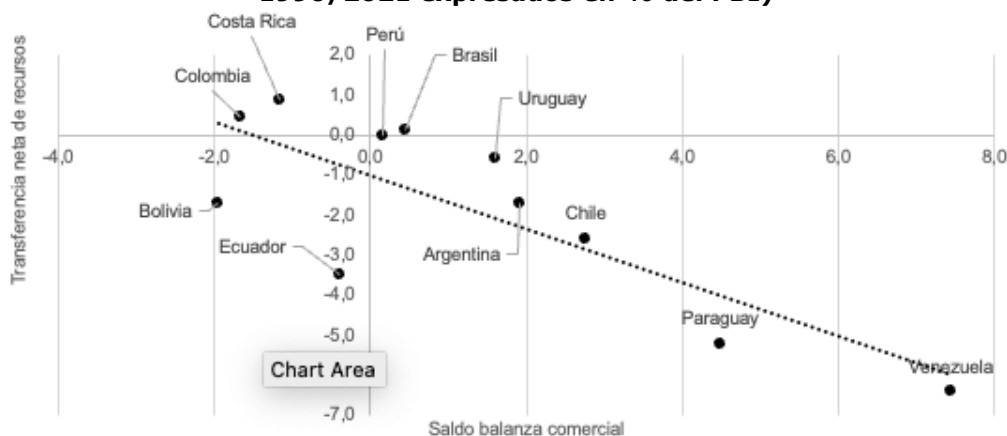
Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>) y Cepal (<https://statistics.cepal.org/portal/cepalstat/dashboard.html?theme=2&lang=es>).

Abreviaturas. REM: remesas. TNR: transferencia neta de recursos. BC: balanza comercial. VR: variación de reservas

(a) Incluye saldo de la cuenta de capital que es también una transferencia unilateral. (b) Datos hasta 2015. (c) Por tratarse de medianas, la suma de las partidas no es igual a 100%

Se sigue que, en general, el movimiento de capitales no brindó a lo largo del período un aporte efectivo de divisas para financiar desequilibrios comerciales.

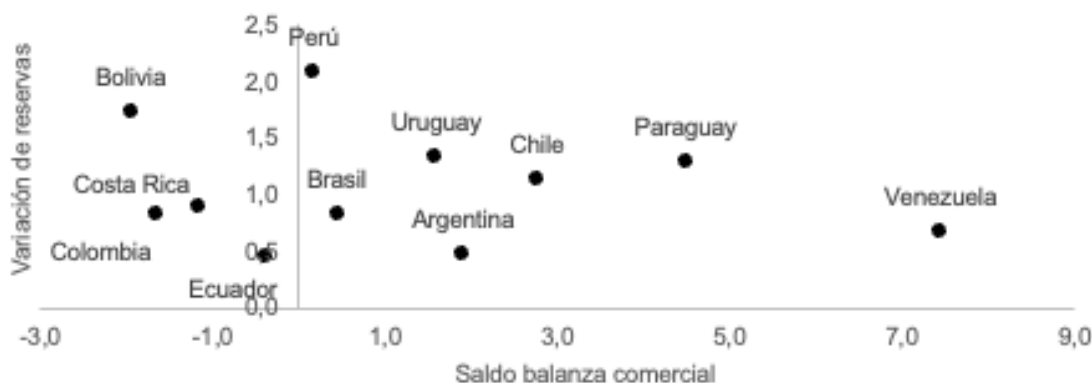
Las TNR muestran una clara correlación con el resultado comercial, como se muestra en el gráfico 1. Es notable la secuencia ascendente de los países situados en el cuadrante sudeste; mayores excedentes comerciales acumulados se corresponden con TNR negativas de mayor magnitud. El coeficiente de correlación simple de ambas variables es -0,80.

Gráfico 1. Transferencia neta de recursos y saldo comercial (Valores acumulados para 1990/2021 expresados en % del PBI)

Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DDCA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

Al mismo tiempo, sin embargo, no se verifica que el balance comercial esté correlacionado positivamente con la acumulación de reservas internacionales (gráfico 2). El coeficiente de correlación simple entre ambas variables es 0,21.

Gráfico 2. Saldo comercial y variación de reservas (Valores acumulados para 1990/2021 expresados en % del PBI)



Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

ANÁLISIS INTERTEMPORAL

Mientras que en el apartado 3 se analizaron las variables de la balanza de pagos considerando el período 1990/2021 en su conjunto, en esta sección se estudiará su evolución a lo largo de estos 32 años. De aquí se obtienen elementos para el estudio de las fluctuaciones de corto plazo de las variables del sector externo.

En el primer inciso se retoman las correlaciones mostradas en los gráficos 1 y 2, pero no entre países sino para cada economía, a lo largo del tiempo. En el segundo inciso se analiza el nivel de disponibilidad total de divisas y su evolución en 1990/2021. En el inciso 4.c. se estudiarán los cambios en la estructura del gasto y del ingreso de divisas en términos de sus elementos componentes.

Capacidad exportadora, transferencias netas y acumulación de reservas

Es conocida la tesis, en particular en el pensamiento estructuralista, de que la capacidad exportadora se vincula con el crecimiento y el desarrollo económico. Pero ¿en qué medida parte de esta capacidad drena hacia el exterior bajo la forma de transferencias netas negativas?

El cuadro 5 muestra los coeficientes de correlación simple entre el saldo de la balanza comercial, por un lado, y la TNR y la variación de reservas, por el otro. En efecto, también para cada país a lo largo del tiempo, el resultado comercial está negativamente correlacionado con la TNR, pero no con la acumulación de reservas. El signo de esta segunda correlación es, en general, positivo pero en ningún caso estadísticamente significativo.

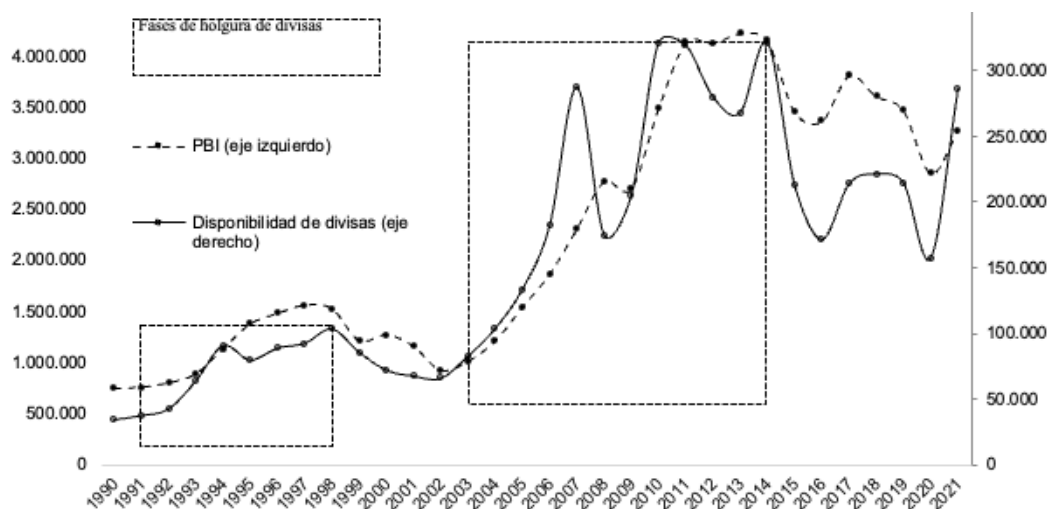
Cuadro 5. Coeficientes de correlación entre saldo comercial y transferencia neta de recursos y entre saldo comercial y variación de recursos en 1990/2021

	Transferencia neta de recursos	Variación reservas
Argentina	-0,89***	-0,05
Bolivia	-0,67***	0,67
Brasil	-0,67***	0,39
Chile	-0,91***	-0,09
Colombia	-0,91***	0,48
Costa Rica	-0,79***	0,04
Ecuador	-0,68***	0,28
Paraguay	-0,89***	0,07
Perú	-0,72***	0,42
Uruguay	-0,58***	-0,09
Venezuela	-0,82***	0,70

*** estadísticamente significativo al 1%

Fuente. *Elaboración propia en base a datos del FMI* (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&Id=1390030341854>)

La siguiente interpretación de este cuadro parece plausible. La primera columna sugiere que en todos los países analizados las transferencias de recursos positivas ocurren en períodos de intensificación de la entrada de capitales que son también de apreciación cambiaria y expansión económica y, por lo tanto, de deterioro del resultado comercial. Lo contrario ocurre en períodos de reversión de los flujos de capital cuando la economía se contrae, las monedas se deprecian y el comercio exterior tiene al superávit. La segunda columna indica que los períodos de acumulación de reservas, en la medida en que coinciden con años de entradas de capital significativas y apreciación cambiaria, no necesariamente son también de superávits comerciales. Resulta ilustrativo también lo ocurrido en los años 2000, cuando la drástica mejora de la balanza comercial se aplicó más a sustentar transferencias netas al exterior que a la acumulación de reservas. Por ejemplo, Brasil entre 2002 y 2005 y Chile después de 2002.

Gráfico 3. Producto bruto y disponibilidad de divisas.
Miles de dólares corrientes.

Fuente. *Elaboración propia en base a datos del FMI* (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&Id=1390030341854>)

Variaciones en la disponibilidad de divisas

La exposición de este análisis se organiza en dos etapas. La primera se enfoca en las variaciones en la disponibilidad de divisas y en el producto bruto interno. La segunda se refiere a las variaciones del ingreso y egreso de divisas como porcentajes del PBI.

Con relación al primer aspecto, interesa analizar el comportamiento de las variables de la balanza de pagos en los períodos de holgura y de escasez de divisas. Para ello se calcula el ingreso anual total de divisas como la suma de todas las fuentes (entrada de capitales, remesas, comercio) que presentan un saldo neto positivo en dicho año. Magnitud que debe ser idéntica al gasto anual total de divisas, que es la suma de todos los rubros (salida de capitales, rentas, comercio) que presentan un saldo neto negativo. Esta variable será llamada disponibilidad total de divisas (DTD).

Se ha afirmado que la disponibilidad de divisas constituye un determinante de primer orden de la dinámica económica de los llamados países "emergentes" (Ocampo, 2016). Por lo tanto, la DTD debería mostrar una estrecha relación con el PBI ⁵. El gráfico 3 muestra ambas variables.

El vínculo entre las dos series es evidente. El coeficiente de correlación simple entre el PBI nominal y el DTD en dólares corrientes es 0,93. Una mayor disponibilidad de divisas está asociada con un mayor PBI real y/o un aumento de los precios en dólares. Lo contrario es esperable cuando el DTD se estanca o declina.

Si se omiten las variaciones de muy corto plazo, el gráfico describe dos fases de creciente disponibilidad u holgura de divisas (señaladas con recuadro) y dos fases de creciente escasez⁶.

El cuadro 6 muestra los valores anuales promedios de los diversos componentes del gasto y del ingreso de divisas en cada una de estas fases cíclicas. Al interpretar el valor promedio de una variable en un período dado debe tenerse en cuenta que no necesariamente todos los años del intervalo tienen el mismo signo. En particular, una TNR negativa en las últimas tres fases no implica que no hayan existido TNR positivas episódicas y/o de reducida magnitud.

Hay varios puntos de interés. El movimiento de capitales ha tenido un papel clave en las fluctuaciones de la DTD. Por un lado, se observa una correlación entre las fases y el volumen promedio de entrada de capitales; este se redujo o estancó en los dos períodos de escasez y se recuperó fuertemente en la segunda fase de holgura respecto de la crisis previa.

⁵ Excluyendo a Venezuela por falta de datos desde 2016.

⁶ Más formalmente, los puntos máximos (mínimos) de una fase de holgura (escasez) se sitúan en los años en que el DTD es el más alto (bajo) en un entorno de tres años. Se considera que la fase de holgura comienza al año siguiente del mínimo y culmina en el año máximo.

Cuadro 6. Ingreso y egreso de divisas en las fases de holgura y escasez. Promedios anuales, millones de dólares a precios de 2021

	1991/98	1999/01	2002/14	2015/21
<i>Ingresos</i>	119.986	115.951	246.982	216.983
Entrada bruta de capital	108.153	90.741	188.160	189.709
Remesas emigrados	11.832	14.643	24.621	26.711
TNR (a)	29.744			
Superávit comercial			34.200	563
Reservas (b)		10.568		
<i>Egresos</i>	-119.986	-115.951	-246.982	-216.983
Rentas capital extranjero	-44.521	-61.444	-106.720	-115.327
Salida de capitales	-33.888	-40.143	-92.400	-97.259
TNR (a)		-10.846	-10.960	-22.877
Déficit comercial	-22.119	-14.364		
Reservas (b)	-19.458		-47.862	-4.397

Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sid=1390030341854>).

(a) El ingreso y gasto total de divisas incluye los tres componentes del movimiento de capitales, pero no el saldo de TNR. (b) La desacumulación de reservas se computa como ingreso y la acumulación como egreso. Por el otro, sin embargo, tanto los pagos de rentas como la salida de capitales mostraron un crecimiento sistemático, insensibles a las crisis de divisas. En la primera fase de escasez la entrada de capitales se redujo en promedio un 16% pero el gasto financiero de divisas se incrementó 30%. La reanimación de los flujos en la holgura siguiente fue acompañada por un salto de igual magnitud de los gastos financieros. Y al sobrevenir la última fase de escasez siguieron aumentando en el marco de un estancamiento de los ingresos de capital.

Como resultado, la TNR promedio sólo fue una fuente de divisas en la primera de estas fases, cuando se produjo la privatización masiva de las empresas estatales y la adquisición de grandes compañías de capitales privados latinoamericanos por capitalistas del exterior. En las tres fases subsiguientes las TNR negativas predominaron ampliamente. En los cuadros 7 y 8 se profundizará sobre el comportamiento de esta variable.

El saldo comercial, las remesas de emigrados y la variación de reservas son la contrapartida de los cambios experimentados por el movimiento de capitales.

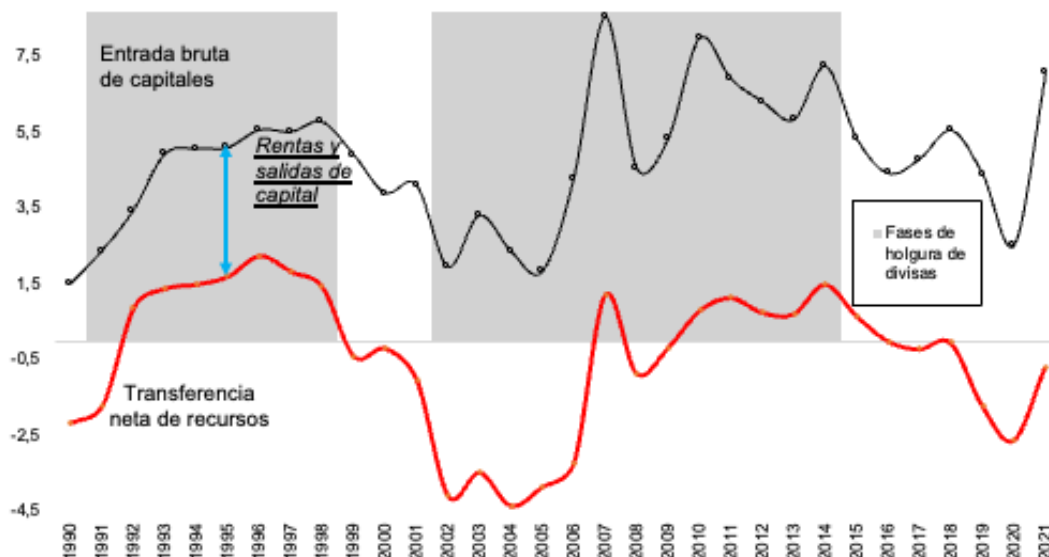
En la fase de holgura de los 90 la región cubrió su desequilibrio comercial y la acumulación de reservas con las divisas proporcionadas por las TNR positivas y las remesas. En la fase de escasez subsiguiente la contracción de los flujos de capital fue enfrentada básicamente con un recorte del déficit comercial y desacumulación de reservas. En las tres fases siguientes los diez países analizados sostuvieron TNR negativas de divisas al exterior, cubiertas con una combinación variable de superávit comercial, remesas y menor acumulación de reservas por parte de los bancos centrales.

Como se indicó más arriba, un segundo ángulo para el análisis es el de las variaciones del ingreso y egreso de divisas con respecto al PBI

Las series de valores en dólares constantes empleadas en el inciso anterior resultan útiles para apreciar las variaciones en el volumen de recursos externos, pero no reflejan los cambios en el peso económico de las variables. Para esto es necesario expresar los valores monetarios corrientes como porcentajes del PBI. Las series muestran ahora la variación de cada partida o concepto *con relación a la variación del PBI*.

El gráfico 4 ofrece otra perspectiva de los datos analizados en el inciso anterior. Las barras grises señalan las fases de holgura de divisas. La distancia vertical entre ambas curvas corresponde a los gastos financieros.

Gráfico 4. Entrada bruta de capitales y transferencias netas de recursos (% del PBI)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

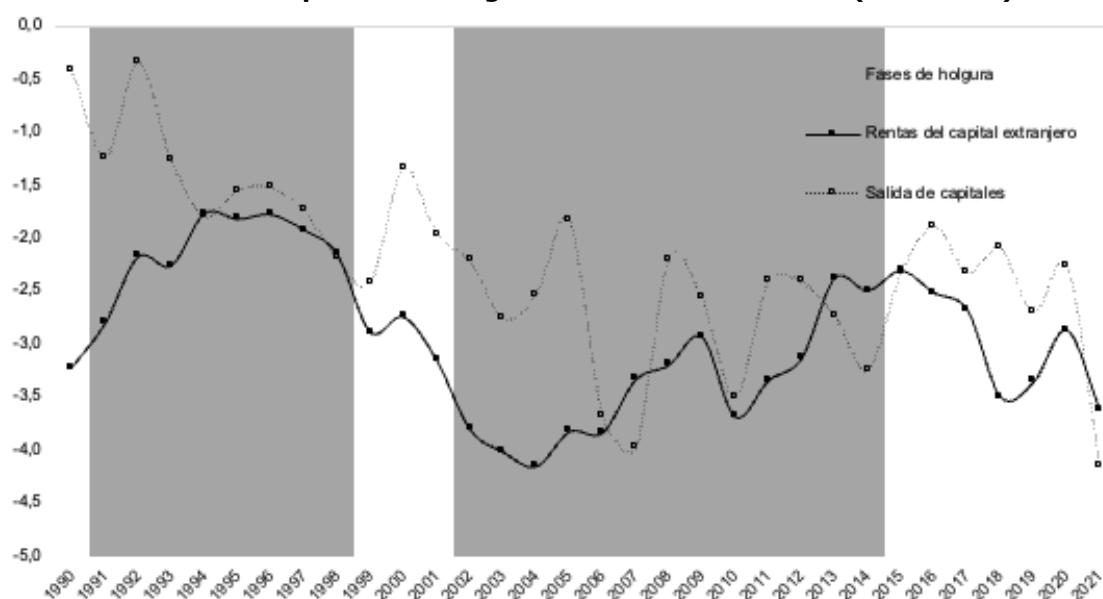
Los datos mostrados en este gráfico corresponden a 10 de las 15 economías consideradas en el cuadro 1. Se excluyen México, Guatemala, El Salvador, Nicaragua y Honduras.

Los comentarios al cuadro 6 se ven confirmados aquí; mientras la curva superior fluctúa entre 2% y 8% del PIB, la curva inferior pasa gran parte del período en el cuadrante negativo, con incursiones positivas breves y de módica magnitud en períodos de entrada bruta relativamente elevados.

Se explica ahora el bajo valor acumulado de las TNR para todo el período que ya se revelaba en el cuadro 1; los dos períodos de TNR, coincidentes con niveles elevados de entrada de capitales, fueron seguidos de lapsos de TNR negativos de comparable magnitud.

Debe recordarse que la TNR (la entrada de capitales menos gasto financiero de divisas) es idéntica a la suma, con signo cambiado, del saldo comercial más las remesas menos la variación de reservas. De modo que en los dos tramos del período en que la TNR fue positiva la entrada de capitales dejó un saldo de divisas positivo cuya contrapartida fueron los desequilibrios comerciales y/o la acumulación de reservas. Por el contrario, en los años 2002/06 los diez países de la región transfirieron un promedio de casi 4% de su PIB al exterior obtenido mediante el superávit comercial y las remesas.

El gráfico 5 presenta los dos componentes del gasto financiero de divisas. Los pagos de rentas muestran un patrón anticíclico; se incrementa menos que el PIB en las fases expansivas y no decrece en las de estancamiento o contracción económica.

Gráfico 5. Componentes del gasto financiero de divisas (% del PBI)

Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

Las variaciones de la salida de capitales, por su parte, están emparentadas con el ingreso de capitales (gráfico 4). El retorno de América Latina al mercado mundial de capitales condujo desde principios de los 90 a un incremento de ambas variables hasta la crisis internacional de 2007. La entrada y la salida sólo divergieron cuando se produjo la detención repentina (*sudden stop*) de capitales privados a fines de los 90, que no fue acompañado de una interrupción de la emigración de fondos. La salida de capitales de América Latina alcanzó su punto máximo con la crisis internacional de 2007 (4%). Desde entonces tendió a fluctuar en torno a un 2,5% del PBI.

El cuadro 7 presenta los tres períodos en los que este conjunto de países recibió TNR positivas y cuáles fueron las contrapartidas por el lado del gasto de divisas.

Cuadro 7. Transferencias netas como fuente de divisas (% del PBI)

	1993/97 ^b	2007	2010/16
<i>Ingresos</i>	5,8	12,5	6,8
Entrada bruta	5,2	8,5	6,3
Remesas emigrados ^a	0,5	1,0	0,6
Superávit comercial		2,9	
TNR	1,7	1,2	0,8
<i>Egresos</i>	-5,8	-12,5	-6,8
Déficit comercial	-1,2		-0,5
Rentas capital extranjero	-1,9	-3,3	-2,8
Salida de capitales	-1,6	-4,0	-2,6
Acumulación de reservas	-1,1	-5,2	-0,8
TNR/Entrada de capitales (%)	33	14	13

Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>).

^a Incluye saldo de la cuenta de capital. ^b Excluye 1998, año en que la TNR resultó positiva pero las reservas contribuyeron a cubrir el déficit comercial

Excepto por el año 2007, los dos períodos más extensos de TNR tuvieron lugar en un contexto de elevada liquidez internacional y flujos de capital hacia la periferia. Las TNR positivas fueron contemporáneas de desequilibrios comerciales (excepto en 2007) y acumulación de reservas (computada como gasto de divisas). Sin embargo, el déficit comercial absorbió un monto de divisas menor que el que absorbieron los gastos financieros; alcanzó apenas un tercio del elevado ingreso de capitales de los 90 y mucho menos aún en las dos fases siguientes de TNR positivas.

En otras palabras y tal como se vio en el análisis de corte transversal, la principal contrapartida de la entrada bruta de capitales, incluso en estos períodos de TNR positiva, no fue el desequilibrio comercial sino el gasto financiero de divisas.

Con similar frecuencia la TNR resultó negativa (cuadro 9). En estos períodos los diez países estudiados han transferido al exterior divisas de sus excedentes comerciales y remesas para cubrir la brecha entre el ingreso de nuevos fondos y el gasto financiero de divisas.

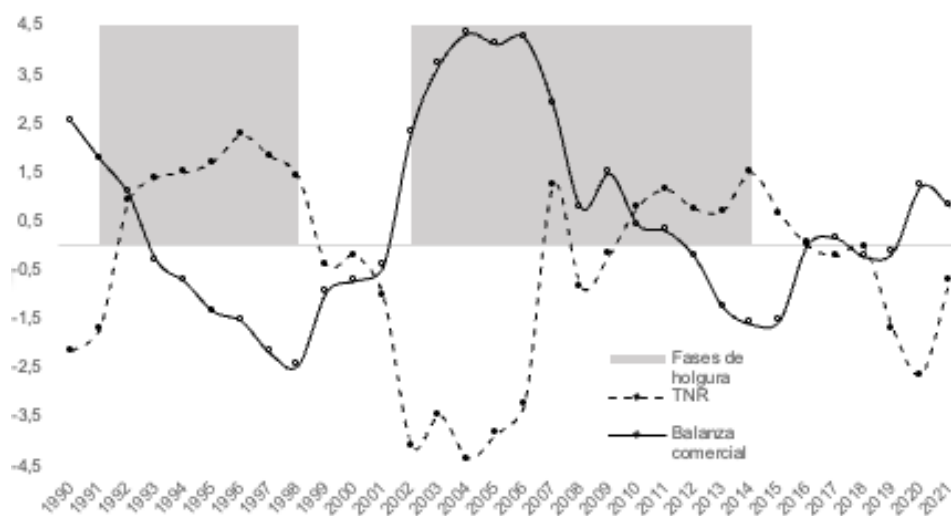
Cuadro 8. Transferencias netas como canal de salida de divisas

	1990/91	1999/2006	2008/09	2019/21
<i>Ingresos</i>	4,7	6,4	6,9	6,3
Entrada bruta	1,9	3,3	4,9	4,6
Remesas emigrados ^a	0,6	1,0	0,8	0,8
Superávit comercial	2,2	2,1	1,1	0,7
Desacumulación de reservas				0,2
<i>Egresos</i>	-4,7	-6,4	-6,9	-6,3
Rentas capital extranjero	-3,0	-3,6	-3,1	-3,3
Salida de capitales	-0,8	-2,3	-2,4	-3,0
Acumulación de reservas	-0,9	-0,5	-1,4	
TNR	-1,9	-2,6	-0,5	-1,7

Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>).

a Incluye saldo de la cuenta de capital

Así, por ejemplo, desde fines de los 90 hasta vísperas de la crisis internacional de 2007 estos países debieron hacer frente a un gasto de divisas de casi 6% del PBI (excluyendo la acumulación de reservas) contando con una entrada de capitales de poco más de 3% del PBI. La brecha se cerró transfiriendo al exterior el superávit comercial y las remesas recibidas en su totalidad. El gráfico 4 muestra un panorama histórico completo de las TNR y el balance comercial.

Gráfico 6. Transferencias netas y balanza comercial (% PBI)

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&Id=1390030341854>)

De modo que las nuladas transferencias mostradas en el cuadro 1 surgen no sólo de una compensación entre países que las tuvieron unos positivas y otros negativas (inciso 3) sino también de la sucesión de fases de ascenso y descenso que se anulan entre sí.

En el *corto plazo*, sin embargo, estas fluctuaciones afectan profundamente a las economías receptoras, como se analizará en el apartado 5.

Variaciones en la estructura del ingreso y egreso de divisas

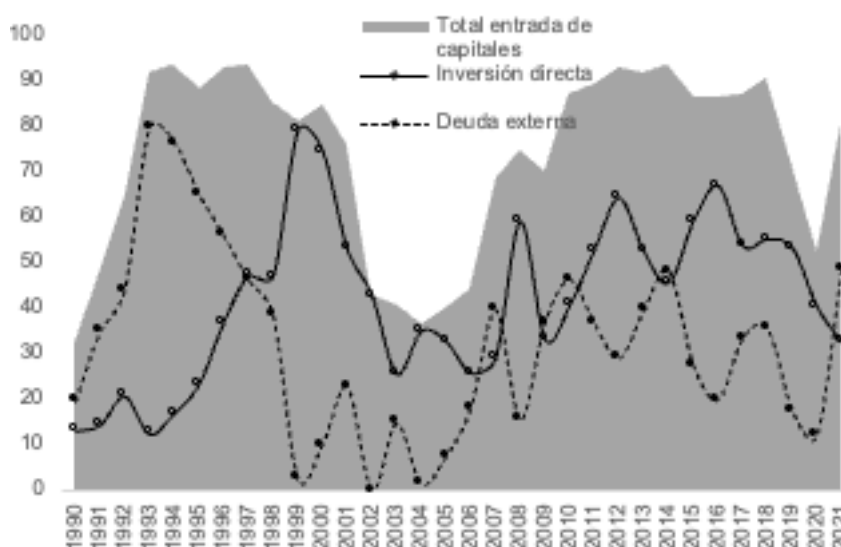
El objetivo de este apartado es investigar si la *estructura* del ingreso y egreso de divisas descrito en el abordaje de corte transversal se verifica también, o en qué medida, a lo largo del tiempo para el conjunto de los diez países. En tercer lugar se analizarán las transferencias netas de divisas.

En lo que hace al ingreso el gráfico 7 muestra un panorama de la estructura de las fuentes de divisas para los diez países estudiados.

El grado de dependencia de la DTD respecto de la entrada de capitales fluctúa en ciclos en torno de una media estacionaria de 74% y una mediana de 83%.

Entre 1990 y el primer año de la pandemia de Covid 19, se pueden observar dos ciclos completos en la evolución del peso de los ingresos de capital extranjero en la disponibilidad de divisas. En ambos tuvo lugar una fase inicial creciente, un lapso intermedio de dependencia elevada seguido por otro de disminución de la dependencia.

Gráfico 7. Estructura del ingreso de divisas (%)



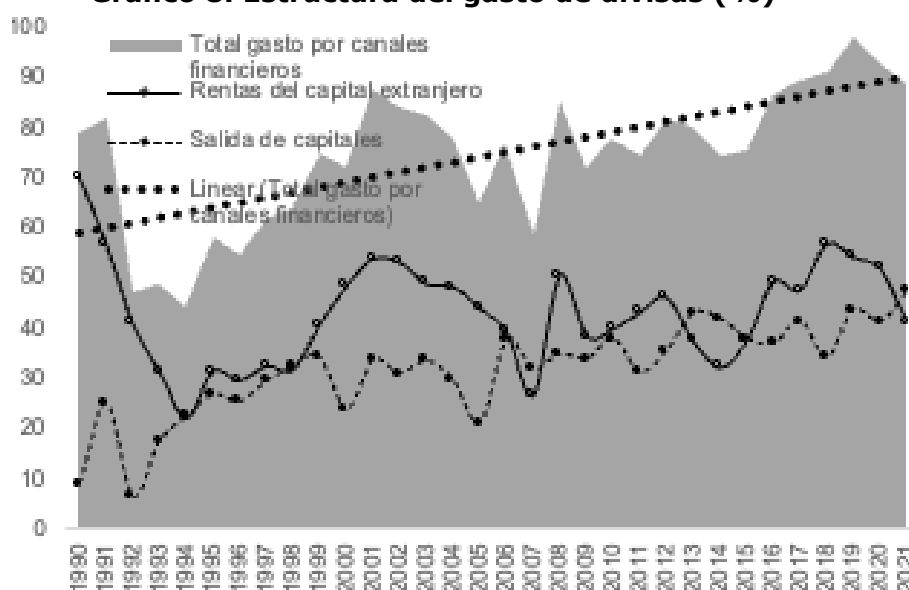
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

Básicamente, estos movimientos reflejan períodos en que la entrada de capitales desplaza al comercio exterior como fuente de divisas y no es necesario liquidar reservas internacionales para abastecer la demanda, seguidos de otros en que tiene lugar el proceso inverso.

El peso relativo de la inversión directa y de la emisión de deuda externa ha variado continuamente en el período. La deuda fue clave en la primera mitad de los 90s y la inversión directa en la segunda. La fase ascendente iniciada en 2005, a su turno, reposó en una expansión de ambas. En los dos períodos en los que la región tendió a sustituir la entrada de capitales por otras fuentes de divisas, tanto la inversión directa como la emisión de deuda estaban en retroceso.

El panorama es distinto cuando se observan los cambios en la estructura del gasto de divisas (gráfico 8).

Gráfico 8. Estructura del gasto de divisas (%)



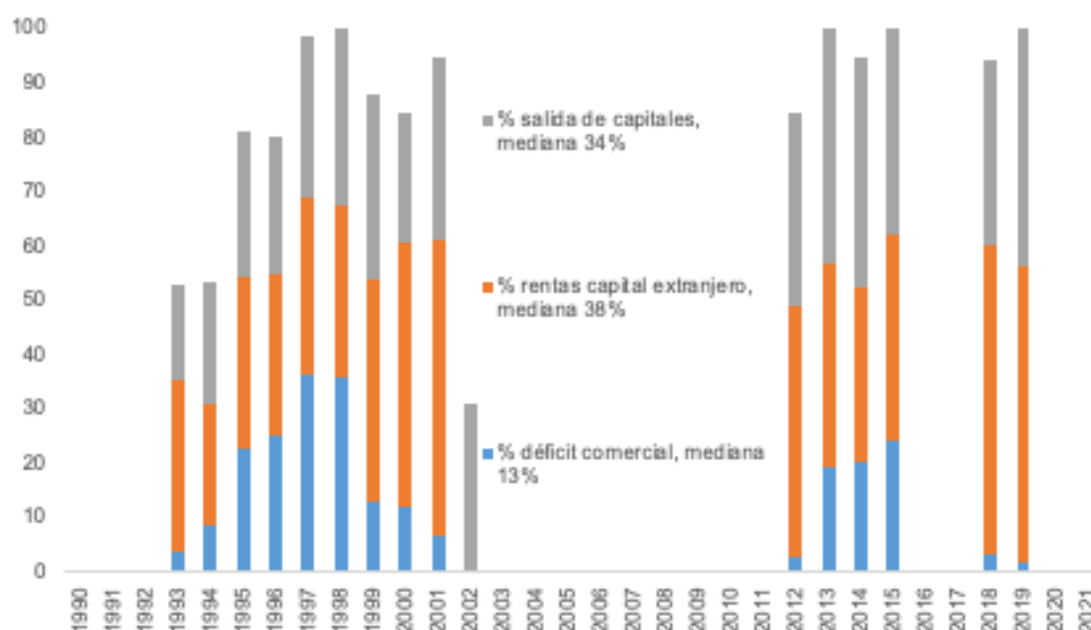
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

El peso de los canales financieros en la demanda de divisas muestra una clara tendencia positiva a lo largo del período analizado. En 2019, la salida de capitales y los pagos de rentas representaron prácticamente 100% de los u\$s 214 mil millones ingresados y erogados por las diez economías analizadas. La experiencia vivida en dicho año amenaza con convertirse en un escenario permanente a mediano plazo, en caso de mantenerse la actual tendencia de aumento de un punto porcentual por año. Simétricamente, los desequilibrios comerciales muestran un peso decreciente.

Las variaciones (en torno a la tendencia) en el peso relativo de las erogaciones vinculadas al movimiento de capitales están determinadas básicamente por cambios en los pagos por rentas del capital extranjero y éstos, a su vez, con los ciclos de entrada de capitales (gráficos 3 y 4).

Si bien el comercio exterior no aparece en general como un núcleo relevante del gasto de divisas hubo, en efecto, años en que el desequilibrio comercial contribuyó al déficit de la cuenta corriente. El gráfico 9 muestra los renglones principales del gasto de divisas en estos años. El balance es claro, ya que el gasto financiero de divisas fue la causa principal del desequilibrio externo incluso en esos años.

Gráfico 9. Estructura del gasto de divisas en años de déficit comercial (%)



Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI

(<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

Por último, las TNR constituyen alternativamente rubros del gasto y fuentes de ingreso de divisas al cruzar del cuadrante negativo al positivo y viceversa de un modo cíclico, como se muestra en el gráfico 10. Esto se explica en parte por el movimiento también cíclico de los ingresos de capital privado a los países de América Latina.

Gráfico 10. Entrada de capitales y transferencias netas como porcentaje de la disponibilidad de divisas (%)

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

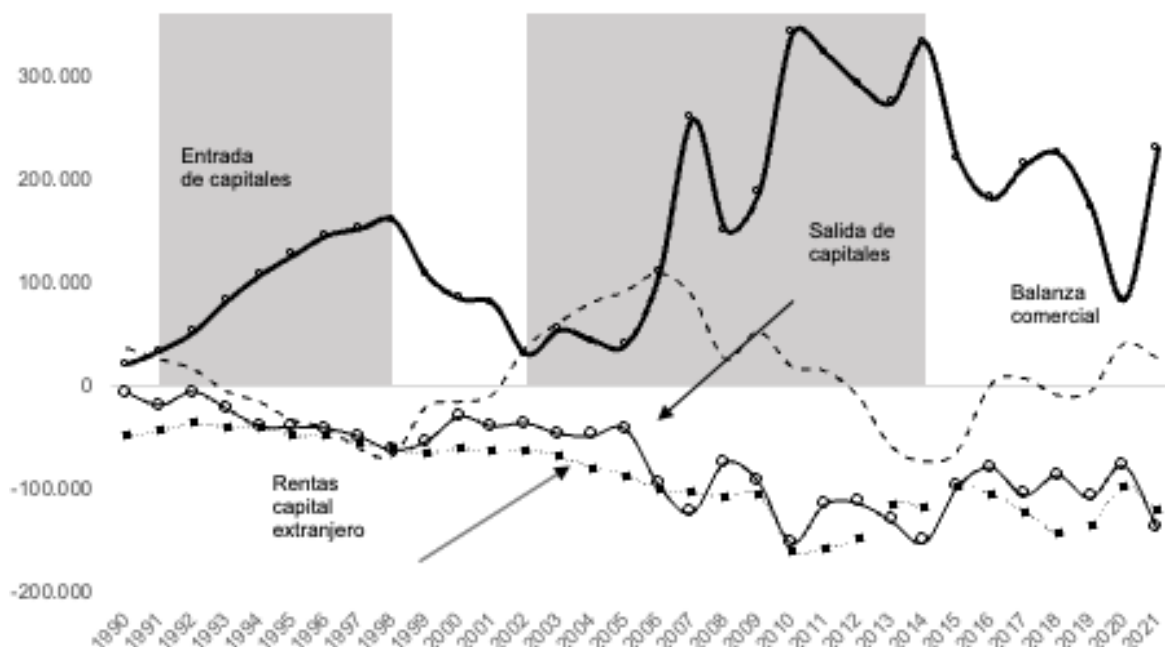
(<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

Pero incide también su relativa "rigidez" cíclica. En efecto, ante los episodios de *sudden stop* de las entradas de capital privado no se verificó una disminución apreciable de los gastos financieros, pero sí una tendencia a la mejora del balance comercial. El compromiso entre el ajuste externo e interno plantea un dilema de larga data para las autoridades. En la época del patrón oro los Estados actuaban conforme a ciertas "reglas del juego" explícitas e implícitas. Procuraban preservar la libre movilidad de capitales y rentas y priorizaban el ajuste de la balanza de pagos en detrimento del nivel de actividad interno, en los períodos de crisis externa (McKinnon, 1993). Una versión moderna de estas reglas de juego parece haber guiado el comportamiento de las autoridades económicas en las dos fases de crisis registradas en las últimas tres décadas.

CRISIS CAMBIARIA; DE LA HOLGURA A LA ESCASEZ DE DIVISAS

El gráfico 11 muestra las variables clave para este análisis. La transición de la holgura a la escasez combina cinco procesos.

Gráfico 11. Variables de la balanza de pagos
Millones de dólares a precios de 2021



Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI
(<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

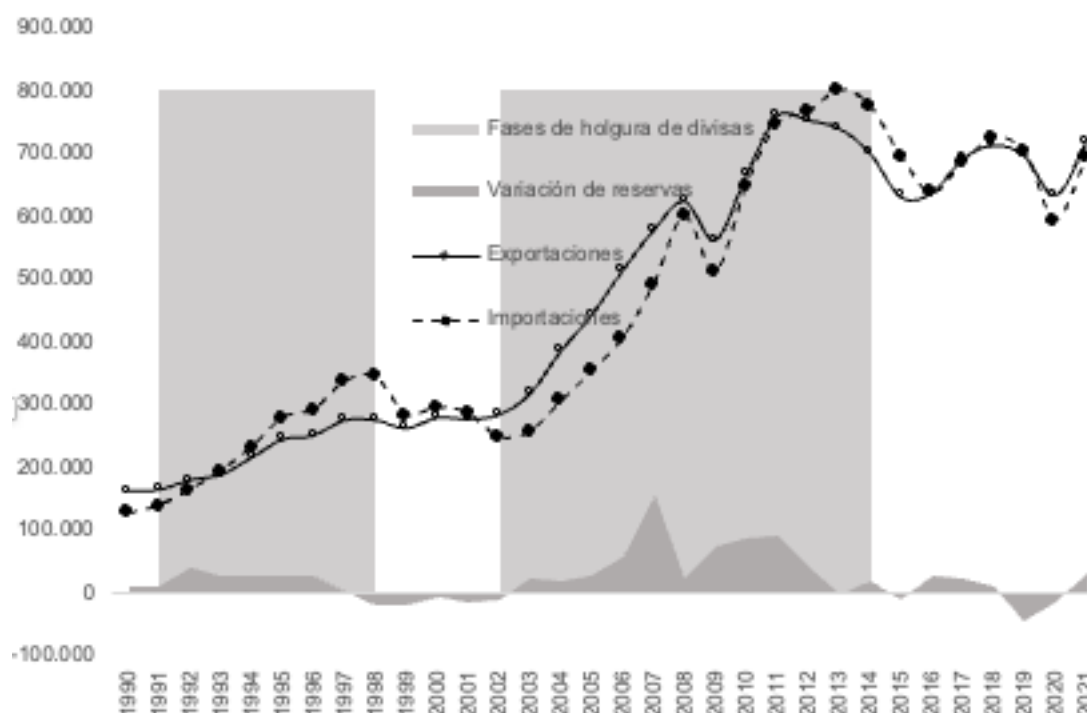
En primer lugar, por el lado de los ingresos, se observa un cambio en la tendencia del movimiento de capitales. El punto de inflexión de la DTD en ambos ciclos coincide con el punto máximo del ingreso de capitales en 1998 y en 2010. La contracción desde el pico hasta el mínimo es de 80% y 67%, respectivamente.

En segundo lugar, no se observa un recorte relevante de los gastos financieros, que siguieron representando la principal vía de drenaje de recursos externos. Como ya se mostró, en el *largo plazo* este rubro del gasto tuvo una contrapartida equivalente en la entrada de capitales, resultando en transferencias netas de reducida magnitud o nulas. En el *corto plazo*, en cambio, esta contrapartida sólo se presentó durante períodos limitados de auge de las entradas de capital. En las fases de escasez, las autoridades procuraron sostener los gastos financieros llenando el vacío dejado por las menores entradas de capital con otras fuentes de divisas.

En efecto, el saldo del comercio exterior fue más sensible a la menor DTD, gracias a la contracción de las importaciones. Este es el tercer hecho destacable. En la primera crisis el balance comercial fue de hecho el único rubro del gasto de divisas que se redujo de inmediato y se convirtió en pocos años en una fuente de ingreso de divisas, pese al estancamiento de las exportaciones. Las compras al exterior se redujeron 28% en términos reales en cuatro años (gráfico 12).

El ajuste del comercio exterior fue más lento en la segunda crisis. Por un lado, porque la contracción de las importaciones se demoró; por el otro, porque las exportaciones, lejos de aumentar, tendieron a disminuir. Como resultado, sólo en 2016 la balanza comercial se convirtió de nuevo en fuente de divisas.

Gráfico 12. Exportaciones, importaciones y variación de reservas
Millones de dólares a precios de 2021



Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI
 (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1390030341854>)

Con todo, en ninguno de los años en ambos episodios de escasez el déficit comercial fue la principal erogación en las diez economías. Su papel como renglón de drenaje de recursos externos fue esporádico y de alcance limitado. Los factores financieros tuvieron el papel protagónico en los procesos de crisis cambiaria.

Corresponde analizar, en cuarto lugar, el papel de las reservas internacionales, incluidas en el gráfico 12. La acumulación de reservas se ralentizó a medida que se desarrollaban las fases de holgura de divisas hasta anularse por completo o convertirse en fuente de recursos externos en la fase de escasez. Las reservas contribuyeron, junto con el ajuste del comercio exterior, a mantener el abastecimiento de la demanda financiera de divisas en la fase de transición de la holgura a la escasez.

En el período 1998/2002 las reservas oficiales proporcionaron en promedio 8% de los recursos externos demandados, un tercio del cual se originaba en la salida de capitales. En 2019, abastecieron 18% de estos requerimientos, de los cuales 44% correspondió a la salida de capitales del sector privado.

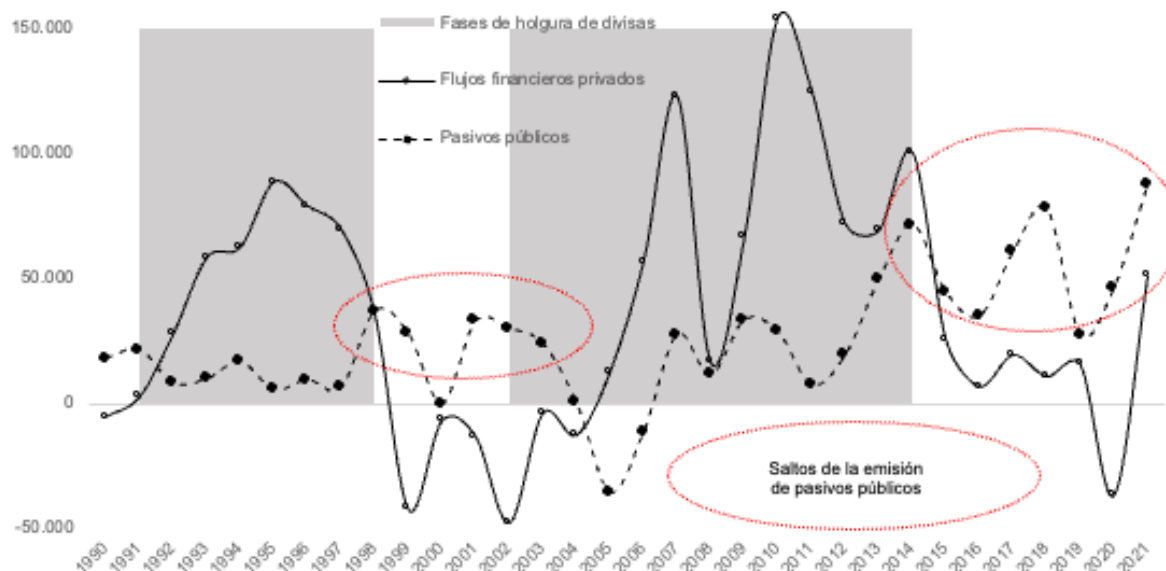
El quinto proceso consistió en el aumento del endeudamiento público. En un trabajo reciente, Avdjiev y otros (2017) argumentan que la colocación de endeudamiento del sector público opera como compensación de los flujos privados en los llamados mercados emergentes. Durante los períodos de crisis, cuando los inversores huyen de estos activos (y los residentes cancelan deuda neta y se dolarizan) son los Estados y bancos centrales los que procuran incrementar su captación de crédito externo.

Como se aprecia en el gráfico 13, esta tesis parece cumplirse para los diez países latinoamericanos analizados aquí.

Se observan tres episodios bastante claros de detención repentina de la entrada de capitales privados en 1999/2002, 2008 y 2011/16. El primero y tercero estuvieron acompañados por saltos ascendentes del

endeudamiento público. La declinación de los flujos privados en 2008 fue seguida de un incremento de la colocación de deuda pública en 2009/10.

Gráfico 13. Emisión neta de pasivos financieros sector privado y público
Millones de dólares a precios de 2021



Fuente. Elaboración propia en base a datos del FMI (<https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sid=1390030341854>)

En suma, a juzgar por los datos, la premisa que ordena el proceso de ajuste al sobrevenir la disminución de la entrada de capitales (fuente principal de recursos externos) no es la defensa del nivel de importaciones (y de actividad económica) sino el continuado aprovisionamiento de la demanda financiera de divisas por parte del sector privado. Por el contrario, la contracción de las compras al exterior es parte esencial de esta adaptación, a la que se añaden la venta de reservas del banco central y el aumento endeudamiento público.

CONCLUSIONES

El análisis de largo plazo permite extraer cuatro conclusiones principales respecto de la balanza de pagos de los países estudiados.

- Los desequilibrios de la cuenta corriente han sido mucho más frecuentes que los desequilibrios de la balanza comercial. Esto se debió al déficit sistemático de la partida de rentas y, por lo tanto, al elevado volumen y costo de los pasivos externos acumulados bajo la forma de deuda externa e inversiones extranjeras (con respecto al volumen y rendimiento de los activos externos acumulados).
- En el período 1990/2021 el peso relativo de los flujos de capital ha sido apreciable; considerando el comercio exterior sólo como saldo entre exportaciones e importaciones, la entrada bruta de capitales fue la fuente principal de divisas y los gastos financieros fueron el rubro más importante de erogación. Así, el ingreso de ahorro externo tiene como contrapartida una emigración de ahorro interno bajo la forma de pagos de rentas del capital extranjero y dolarización de ahorros privados.
- Las entradas de capital apenas cubrieron en algunos casos el egreso de divisas generadas por el gasto financiero y en varios las transferencias netas resultaron negativas. Estas últimas se

nutrieron de excedentes comerciales y/o remesas de emigrados. Se siguen dos conclusiones, a saber.

- d. Una es que en las últimas tres décadas el ingreso de capital extranjero no fue una fuente de recursos externos netos para cubrir desequilibrios comerciales.
- e. La otra es que una mayor capacidad exportadora se tradujo en mayores transferencias netas al exterior. Este resultado ofrece una base para dudar de la usual noción de que los países latinoamericanos podrían crecer más si mejoraran su capacidad de exportación. En lugar de mostrar una capacidad insuficiente de generación de divisas para sustentar el desarrollo económico, seis de los países estudiados sostuvieron transferencias netas al exterior, tal como postula la teoría de la dependencia.

Respecto del corto plazo se pueden extraer seis conclusiones principales.

- a. La DTD tuvo una trayectoria cíclica en el período. En las fases ascendentes, la entrada de capitales tuvo un papel dominante en el ingreso de divisas. Pero las erogaciones de naturaleza financiera fueron igualmente abultadas, dejando un saldo positivo reducido para financiar déficit comercial y acumular reservas en los 90s y uno negativo en los 2000s.
- b. Las TNR también evolucionaron cíclicamente, alternando períodos positivos y negativos. En efecto, la entrada de capitales contribuyó a cubrir desequilibrios comerciales en las fases de TNR positivas, pero incluso en estas coyunturas el gasto financiero tuvo un peso mayor. En las fases de reversión de los flujos de capital, los países sostuvieron TNR negativas con divisas de su comercio exterior y remesas de emigrados.
- c. La estructura del ingreso de divisas revela dos rasgos. Una alta dependencia, en promedio, respecto de las entradas de capital. Y su reemplazo por superávit comerciales como fuente de divisas en las coyunturas de retracción de los flujos de capital.
- d. Por el lado del gasto se observó una tendencia creciente del peso de la demanda financiera de divisas. Ni siquiera en los años en que la balanza comercial tuvo saldo negativo, este rubro superó en importancia a la demanda de divisas para el pago de rentas y salida de capitales. En suma, la propia oferta de divisas del capital extranjero es la principal causa de la "necesidad" de nuevos créditos e inversiones externos para equilibrar el mercado de cambios.
- e. Los episodios de detención repentina de las entradas de capital privado tuvieron un papel protagónico en la transición de las fases de holgura a las de escasez de divisas. En el largo plazo todo o gran parte de los gastos financieros se cubrieron en el período con entradas de capital. Pero en el corto plazo, esto sólo ocurrió en coyunturas específicas de intensa entrada de capitales. En las fases de escasez, en cambio, las economías contaron con menores inversiones y créditos externos para afrontar una elevada demanda de divisas derivada de los gastos financieros y, en menor medida, de los déficits comerciales.
- f. La respuesta estatal al giro de las condiciones financieras externas revela dos rasgos. Uno es que la corrección del sector externo tiene prioridad respecto del equilibrio interno. Las autoridades privilegian el respeto de las "reglas del juego" del sistema financiero internacional, en detrimento del nivel de ocupación interno. En la balanza de pagos, en segundo lugar, es el comercio exterior el que tiende a convertirse (por medio de la disminución de las importaciones) en fuente de divisas, mientras las autoridades procuran sostener el abastecimiento de la demanda para gastos financieros. La venta de reservas y la emisión neta de deuda pública refuerzan la provisión de divisas para sostener la demanda de divisas financieras del sector privado.

En suma, el movimiento de capitales y el tratamiento privilegiado que recibe en las coyunturas de crisis, más que los desequilibrios comerciales, son el origen de las crisis externas y de sus efectos internos contractivos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Akyüz Yilmaz (2018). External Balance Sheets of Emerging Economies: Low-Yielding Assets, High-Yielding Liabilities. *PERI, University of Massachusetts Amherst*, Working Paper N° 476.

Avdjiev Stefan, Hardy Bryan, Kalemli-Ozcan Sebnem y Servén Luis (2017). Gross capital flows by Banks, Corporates and Sovereigns. *National Bureau of Economic Research*, wp 23116.

Baran Paul y Sweezy Paul (1966). *Monopoly Capital. An essay on the American Economic and Social Order.* New York and London: Modern Reader Paperbacks.

Broner Fernando, Didier Tatiana, Erce Aitor y Schmukler Sergio (2013). Gross capital flows: Dynamics and crises. *Journal of Monetary Economics*, 60, 113-133. doi: 10.1016/j.jmoneco.2012.12.004

Burachik Gustavo (2019). La escasez de divisas como causa de las crisis económicas argentinas: una crítica. *Cuadernos de Economía Crítica*, 6 (11), 39-64.

Caputo Orlando y Pizarro Roberto (1974). *Dependencia y Relaciones Internacionales.* Costa Rica: Editorial Universitaria Centroamericana.

Cepal (sf). La restricción de la balanza de pagos al crecimiento. Raúl Prebisch y los desafíos del Siglo XXI. Disponible en <https://biblioguias.cepal.org/portaprebisch/SXXI/BalanzaPagos>

Cepal (1965). *External Financing in Latin America.* New York: United Nations.

Cepal (1991). La Transferencia de Recursos Externos de América Latina en la Posguerra. *Cuadernos de la Cepal* N° 67, Santiago de Chile.

Cepal (2019). *Estudio Económico de América Latina y El Caribe.* Santiago de Chile: Cepal.

Cepal (2020): *Construir un nuevo futuro. Una recuperación transformadora con igualdad y sostenibilidad.* Santiago de Chile: Cepal.

Chenery Hollis y Strout Alan (1966). Foreign assistance and economic development". *American Economic Review*, 56(4-1): 679-733.

Estay Reyno Jaime (1996). *Pasado y Presente de la Deuda Externa de América Latina.* Mexico DF: UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas.

FMI (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Sexta Edición (MBP6).* Washington: IMF.

FMI (2012). The liberalization and management of capital flows: an institutional view. *IMF Policy Papers.* Disponible en <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

Infante Ricardo y Gerstenfeld Pascual (2013): *Hacia un desarrollo inclusivo. El Caso de la Argentina.* Santiago de Chile: CEPAL/OIT.

Kohler Karsten (2020). Gross capital flows and the balance-of-payments: a balance sheet perspective. *Post-Keynesian Economics Society Working Paper* 2019. Disponible en <http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP2019.pdf>.

McKinnon Ronald (1993). The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective. *Journal of Economic Literature*, 31, 1-44.

Ocampo José (2016). Balance-of-Payments Dominance. Implications for macroeconomic policy. En Damill M., Rapetti M. y Rozenwurcel G. (ed): *Macroeconomics and Development. Roberto Frenkel and the Economics of Latin America* (1ra ed, pp 211-228). New York: Columbia University Press.

SOBRE EL AUTOR / ABOUT THE AUTHOR

El autor obtuvo el grado de licenciatura en Economía en la Universidad de Buenos Aires, cursó la maestría en Economía en el Instituto Torcuato Di Tella y se doctoró en la Universidad Nacional del Sur.

Actualmente se desempeña como Profesor Asociado con dedicación exclusiva en el departamento de Economía de la Universidad Nacional del Sur a cargo de las asignaturas Estructura Económica Argentina (para la licenciatura en Economía) e Introducción a la Economía (para la Licenciatura en Historia)

Su actividad de investigación se centra en el comportamiento de la balanza de pagos en América Latina con particular énfasis en (a) el papel de las inversiones y créditos del exterior y de las salidas de capital en las crisis cambiarias y (b) el sesgo y orientación de la política estatal en la gestión de estas crisis.