

---

## CAPÍTULO VIII

---

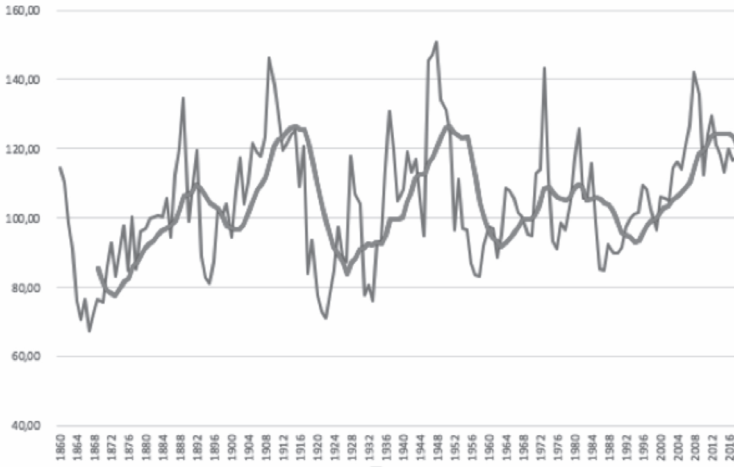
### **La integración como una estrategia para bajar el riesgo país y reducir la volatilidad de los términos de intercambio**

MARTÍN TETAZ

#### **Introducción**

En los últimos 100 años los términos de intercambio argentinos han tenido una particular volatilidad y lo mismo ha sucedido con la relación de precios del resto de los países latinoamericanos que dependen de exportaciones de *commodities*. Los comportamientos cíclicos de las materias primas transmitían por el canal comercial su impulso oscilatorio al crecimiento económico y amplificaban la volatilidad por el canal financiero, toda vez que la abundancia de divisas conducía a una apreciación de las monedas locales, incentivando el ingreso de capitales especulativos, hasta que el ciclo de términos de intercambio pegaba la vuelta y la recesión se aceleraba y profundizaba con la huída de las inversiones golondrina.

**Gráfico 1- Términos de intercambio argentinos 1860-2016**



Fuente: Construcción propia en base a Ferreres e INDEC

La propia volatilidad, a su turno, reduce la tasa de crecimiento de largo plazo porque aumenta el riesgo de las inversiones y acumula en cada recesión una nueva capa de pobreza, que luego no se reduce simétricamente cuando el viento vuelve a soplar a favor.

**Gráfico 2- PBI per cápita Argentina 1900-2016 (\$ de 1993)**



Fuente: Construcción propia en base a Ferreres e INDEC

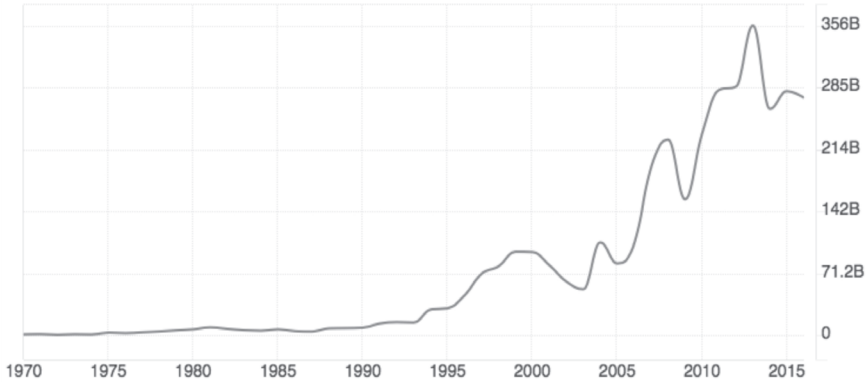
Además, las abruptas subidas y bajadas en los términos de intercambio agregan inestabilidad política a los países de la región y recrudecen los conflictos entre ellos cuando arrecia la recesión, como lo demuestran Campello y Zucco (2013), porque el público sufre del sesgo de identificación por el cual no somos capaces de distinguir la causa de los fenómenos contractivos que observamos, haciendo que la volatilidad en los términos de intercambio se propague hacia el sistema político causando debilidades y rupturas institucionales.

Como hemos mencionado, en la etapa creciente del superciclo de *commodities* ingresan más divisas y, como han demostrado Gerchunoff y Rapetti (2016), esa abundancia de dólares se traduce en una mejora de los salarios reales de la población, sin que eso tenga que ver necesariamente con las políticas públicas concretas del gobierno de turno. Lo contrario ocurre en las etapas en que los precios internacionales regresan a la media y los salarios reales caen. En un contexto de actores hiper racionales como los que tiene en mente la escuela del *Public Choice* (Buchanan 1984), los votantes distinguen hasta qué punto los resultados económicos son producto de la política del gobierno o de las condiciones externas. Por ejemplo, los ciudadanos generalmente no penalizan al presidente al que le toca gobernar durante una catástrofe como un terremoto o un huracán, e incluso pueden favorecerlo si usa más recursos para asistir a los damnificados de manera clientelista, como mostró Gallego (2018). Pero cuando el shock es menos visible para el electorado, como una suba en la tasa de interés internacional o una caída en el precio de los *commodities*, la capacidad del público para identificar correctamente la causalidad se desvanece.

En contraste, los flujos de inversión extranjera directa son una fuente alternativa de divisas, con la ventaja de que no producen enfermedad holandesa porque, a diferencia de las mejoras en los ingresos causadas por *shocks* transitorios en los precios, aumentan la productividad del receptor haciendo que el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo tienda a la baja.

En este sentido, hay evidencia de que los flujos de inversión extranjera (IED) que eran insignificantes en la región hasta los 90s, crecieron de manera exponencial en los últimos 25 años, aunque no han estado distribuidos de manera homogénea hacia dentro de América Latina

**Gráfico 3- Flujos de inversión extranjera directa en Latinoamérica**



Fuente: tradingeconomics.com

Los flujos de inversión de cartera también han crecido de forma significativa pero, a diferencia de la IED, le suman volatilidad al ciclo porque propagan los fenómenos de apreciación cambiaria en los años de precios internacionales favorables, al tiempo que profundizan la depreciación de las monedas domésticas cuando las condiciones externas son más desfavorables y los fondos vuelan a calidad, tal y como señala Haussmann (1996).

**Gráfico 4- Flujos de inversión de cartera en Latinoamérica**



Fuente: tradingeconomics.com

El impacto positivo de la inversión extranjera en el crecimiento está probado; Ozturk (2007) resume la literatura sobre la relación entre ambas variables. Sin embargo Lensink (2001) muestra que la volatilidad de esos flujos atenta en sentido contrario.

A diferencia de lo que ocurre con los shocks en los precios de los *commodities* o en las tasas de interés que los gobiernos locales no controlan, las políticas anticíclicas y la tendencia a una mayor prudencia fiscal empujan el riesgo país hacia abajo, bajando el costo del financiamiento y atrayendo inversión extranjera directa que contribuye a aumentar la productividad, aumentando la tasa de crecimiento de largo plazo y proveyendo una fuente más estable de divisas que reducen la volatilidad del ciclo económico, como muestran Block y Vaaler (2004).

La hipótesis de este trabajo entonces, es que el tipo de integración regional que promueven los países determina la estabilidad de sus ciclos de largo plazo, tanto si contribuye a modificar la estructura productiva diversificando el comercio y agregándole valor para blindarlo de la volatilidad de los *commodities*, como si ayuda a reducir el riesgo país, facilitando las inversiones extranjeras como fuente alternativa de divisas. En contraste, el enfoque de integración subsidiario de los términos de intercambio se derrumba cuando sucumben los precios internacionales que permiten los esquemas de transferencias y subsidios sobre los que se asientan, mientras que las propuestas meramente comercialistas tampoco garantizan inversiones ni diversificación del comercio.

La estructura del trabajo es la siguiente: en la próxima sección se discuten los antecedentes de la literatura sobre inversión extranjera con foco en la integración regional, conjuntamente con las investigaciones que relacionan la volatilidad de los términos de intercambio con el ciclo económico. En la siguiente sección se discute el riesgo país como determinante del flujo de inversión directa y su relación con la estabilidad del balance de pagos, analizándose su evolución en el contexto de dos esquemas de integración: el MERCOSUR y la Alianza del Pacífico (AP). La última sección discute el foco que deberían tener los acuerdos de integración para reducir la exposición a *socks* externos y contribuir a amortiguar la volatilidad de los ciclos económicos, en sintonía con la propuesta de Ocampo (2012).

## 1. Inversión extranjera e integración

Desde un punto de vista teórico, los procesos de integración regional facilitan la llegada de inversión extranjera directa por distintas vías: la primera es el tamaño del mercado, que al crecer favorece la radicación de multinacionales; la segunda es la mayor eficiencia asignativa que la libertad de circulación de bienes permite, incentivando a las empresas a relocalizar sus procesos productivos en los países donde el factor intensivo en ese proceso es más abundante, como en los modelos de Helpman (1984). Un tercer factor tiene que ver con la reducción de costos de transacción, siendo también más importante ese efecto cuando se avanza hacia un grado que suponga coordinación monetaria, con la eventual adopción de una moneda común.

A todos estos factores se suma el impacto de los acuerdos comerciales con los países emisores de inversión extranjera que, según Levy Yeyati et al. (2003), incrementan el flujo de IED en un 27% al resto de los países que pactan. Un ejemplo de estos acuerdos es el NAFTA, que potenció las inversiones de Estados Unidos en México a punto tal que, según Waldkirch (2010), las duplicó entre 1994 y 2005.

Más allá de la dimensión comercial o puramente económica, Stein y Daude (2001) arman un índice de calidad de las regulaciones públicas y encuentran que un desvío estándar en ese indicador, que en la práctica sería equivalente a dotar a México de las políticas regulatorias australianas, multiplica por 6 los flujos de inversión que recibe el país. Si los acuerdos de integración mejoran la calidad institucional de los países signatarios, pueden ayudar a multiplicar las inversiones que reciben sus miembros.

En ese sentido, los acuerdos de integración que contienen reglas de inversión pueden ayudar a potenciar los flujos de IED, aunque algunos autores como Page (2000) sostienen que estas reglas agregan valor al acuerdo cuando los países que se integran presentan debilidades institucionales y las normas tienen mecanismos de *enforcement* que refuerzan su cumplimiento.

Al mismo tiempo, algunos procesos de integración pueden reducir los incentivos a la IED. Levi Yeyati et al. (2003) sostiene que si la inversión surgía como respuesta al cierre de los mercados y era por lo tanto la consecuencia de una estrategia comercial de acceso a un mercado que de otro modo estaba cerrado, pues la

apertura del comercio con ese país reduciría la inversión. Pensemos en una gran empresa automotriz, por ejemplo, que radican plantas en distintos países en los que busca vender sus unidades sin limitaciones, pero que si varios de ellos se integran entre sí, podría encontrar conveniente concentrar su producción en el que tuviera menores costos o acceso a un recurso productivo clave.

Más en general, te Velde y Bezemer (2006) diferencian entre flujos verticales y flujos horizontales de inversión. Los primeros tienen que ver con las ganancias de eficiencia de las empresas multinacionales que construyen cadenas de valor globales, localizando las distintas etapas de sus procesos productivos en los lugares donde tienen ventajas de costos, productividad o acceso a insumos claves. Los segundos refieren a las estrategias para saltar las barreras arancelarias y ganar acceso a mercados. Estos autores suman a las reglas de origen como un factor que puede contribuir a incentivar la llegada de inversiones para cumplir con los mínimos de composición local que permiten la libre circulación de bienes dentro de la zona de libre comercio que se forma.

En general, te Velde y Bezemer coinciden en que el factor del área de mercado es el que domina y que por lo tanto los países reciben más IED cuando se integran.

## **2. Términos de intercambio y ciclo económico**

La segunda mitad del siglo pasado y ciertamente las primeras dos décadas del corriente, han estado caracterizadas por una gran volatilidad en el PBI de los países latinoamericanos. De acuerdo a una investigación de Solimano y Soto (2006), en promedio las economías de la región han pasado el 28% del tiempo en recesión, con casos extremos como Venezuela y Argentina con 52% y 39% de los años en crisis respectivamente. En contraste, un grupo de seis países asiáticos y europeos de ingresos medios utilizados como control, entre los que se cuentan Filipinas, Tailandia, Korea, Turquía, Irlanda y España, sólo registraron 11% del período en contracción económica.

La pregunta relevante es ¿por qué? Grimes (2006) estudia, por ejemplo, la economía de Nueva Zelanda y encuentra que 45% de la varianza en el PBI desde 1960 es explicada por el nivel y la volatilidad

en los términos de intercambio, mientras que Easterly, et al. (2001) sostienen que la apertura económica, que puede proveer una herramienta para aislar a los países de los *shocks* idiosincráticos, aumenta por otro lado la vulnerabilidad a los *shocks* externos y que la variable clave que resuelve esta aparente ambigüedad es el desarrollo institucional local y en particular el del mercado financiero.

A su turno, Ocampo y Parra (2004) sostienen que el grado en el cual la apertura amplifica la volatilidad del producto depende del patrón de inserción en el comercio internacional, puesto que si el país en cuestión es altamente dependiente del comercio en *commodities* agrícolas y energéticos, queda expuesto a la mayor volatilidad de estos precios en relación a los de los productos más elaborados.

Los *shocks* en los precios de las materias primas tienen múltiples canales de transmisión en el ciclo económico. Brueckner y Carneiro (2006) estudian un panel de 175 países entre 1980 y 2010, encontrando que es la prociclicidad de la política fiscal la causa principal por la que los cambios en los precios de *commodities* impactan en el PBI, porque los gobiernos que obtienen sus ingresos de las exportaciones de petróleo y derivados, de la minería, o de impuestos al agro, tienen dificultades para ajustar el gasto cuando sobreviene una caída en los términos de intercambio.

Sin embargo, uno de los canales más significativos es el del tipo de cambio real, con su consecuente impacto en los salarios y en las condiciones financieras de los gobiernos locales, que combinado con un sesgo de sobreconfianza pueden hacer que gobiernos y personas confundan un shock transitorio con un cambio permanente en la productividad indirecta de su sector externo y aumenten sus gastos a un ritmo que después no puedan sostener cuando los altos precios cedan. La relación entre los términos de intercambio y el tipo de cambio real está abundantemente probada en la literatura, por ejemplo en Chen y Rogoff (2003), pero Coudert et al. (2013) demuestran además que en contextos de alta volatilidad, cuando la incertidumbre es mayor, hay una sobre reacción de los tipos de cambio a los *shocks* en los precios de los *commodities*, exacerbando a su turno los efectos sobre los ingresos fiscales y el salario real.



### **3. Riesgo país, inversión extranjera directa y estabilidad del balance de pagos**

Bajo ciertas condiciones como libre movilidad de capitales y ausencia de costos de transacción significativos, dos bonos de distintos países con similar estructura; esto es, con la misma madurez y duración, deberían tener el mismo precio arrojando un retorno esperado que fuera el mismo en ambos casos.

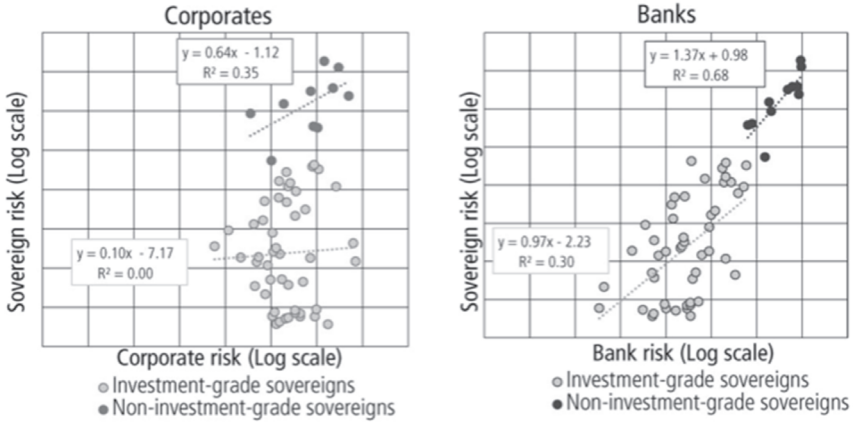
Si los bonos solamente difirieran en quién es el soberano que los honra, cualquier heterogeneidad en sus precios estaría demostrando la probabilidad implícita de incumplimiento que, consecuentemente arrojaría una tasa de retorno más alta para el menos confiable siendo la diferencia entre esos retornos lo que en la jerga se llama prima de riesgo o riesgo país.

Adicionalmente, podrían existir otras diferencias entre esos contratos, como por ejemplo los tribunales en los que se resuelven los eventuales incumplimientos o cualquier disputa respecto de la implementación de las cláusulas del acuerdo. Esa diferencia de jurisdicción, como ocurre en estos momentos con los bonos argentinos, le imprime otra prima de riesgo adicional y lo mismo podría ocurrir si los bonos difieren en la moneda en que son pagados, sumándole en ese caso un diferencial por riesgo de devaluación.

Aunque el incumplimiento del soberano no implica necesariamente la ruptura de los contratos entre privados, los bonos de deuda corporativos también son contagiados por el riesgo de los papeles públicos, reflejando las mayores dificultades que pueden tener las empresas en un eventual contexto de default.

Esto queda demostrado en la mayor correlación existente entre ambos riesgos para los países que, según las calificadoras de crédito, no son *investment grade* y en particular para las empresas del sector financiero que están más expuestas ante los defaults de deuda pública, como lo demuestra una investigación reciente de David Carruthers (2019) en base a datos de Credit Benchmark.

### Gráfico 5- Riesgo soberano vs riesgo corporativo



Fuente: Credit Benchmark

Como el dinero es fungible, desde el punto de vista del equilibrio del balance de pagos, los dólares provenientes de las exportaciones son equivalentes a los que ingresan por las inversiones de empresas extranjeras con la particularidad de que, en condiciones de estabilidad fiscal y bajo riesgo soberano, los flujos de inversión extranjera (IED) son más estables que los que provienen del comercio que sufren la volatilidad de los términos de intercambio.

Es cierto, no obstante, que a diferencia de las exportaciones, los dólares que ingresan por las inversiones de hoy salen luego como remisión de utilidades, pero si lo hacen es porque han contribuido a aumentar la productividad de la economía creando valor. Es decir, que a diferencia del endeudamiento público que puede dilapidarse en gasto corriente, la inversión extranjera puede ser pensada como una forma de deuda privada que pagará intereses y devolverá el capital sólo en la medida que el dinero sea aplicado a una actividad rentable.

En cualquier caso, el ingreso de divisas por IED también produce el efecto de fortalecer la moneda local empujando los salarios reales, pero a diferencia de los dólares provenientes de un *shock* de términos de intercambio no produce el efecto desindustrializador comúnmente conocido como “enfermedad holandesa”, porque la mejora del valor de la moneda doméstica está acompañada por un *shock* de productividad.

La segunda gran diferencia es que, mientras que los Estados de países relativamente chicos, no pueden influir sobre los términos de intercambio de manera directa, sino sólo vía la transformación de su patrón de inserción en el comercio para lo cual necesitan transformar estructuralmente la matriz productiva, como sugiere Ocampo (2001), sí pueden en cambio atraer inversión extranjera si producen los cambios institucionales que les permitan reducir su riesgo soberano.

Por ejemplo, Hasli et al. (2019) señalan en una muestra de 20 países seguidos durante 22 años que, en caso de economías en desarrollo, la inversión directa depende del crecimiento, de la inversión doméstica, de la renta de recursos naturales y del riesgo político; una variable construida como el promedio de 12 dimensiones desde la gobernabilidad hasta la corrupción, pasando por la calidad de la burocracia y el respeto por la ley.

Un resultado similar aparece en el amplio estudio de Singh y Jun (1999), donde se ratifica el impacto negativo de la inestabilidad sociopolítica (medida por las horas de trabajo industrial perdidos por huelgas y piquetes) y se suma la orientación exportadora como una variable clave; los países con una mayor proporción de exportaciones respecto del producto reciben más inversiones y ese efecto se refuerza cuanto mayor es el volumen de manufacturas en las ventas externas.

Montes y de Oliveira (2019) encuentran evidencia empírica de una relación negativa entre la transparencia de los bancos centrales y el riesgo país en una muestra de 50 economías, concluyendo que el mejor funcionamiento de los reguladores monetarios baja la incertidumbre y también reduce la inflación, contribuyendo por ambos canales a un menor riesgo.

Presbitero et. al. (2016) estudian el riesgo país de 105 países subdesarrollados entre 1995 y 2014, llegando a la conclusión de que las dos variables más importantes son la posición fiscal y externa de los países, o sea, los superávits gemelos son la clave para tener acceso al crédito barato.

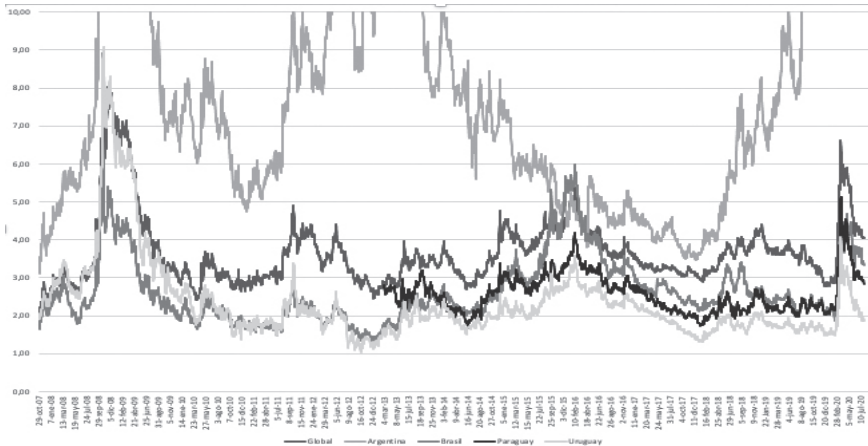
Entonces, la hipótesis sobre la que construiremos el resto del artículo es que podemos influir en el riesgo país eligiendo un tipo de integración que nos ayude a mejorar las instituciones fiscales y monetarias, contribuyendo a reducir el riesgo político porque de ese modo baja el riesgo país y aumentan los flujos de inversión

extranjera, estabilizando el balance de pagos y reduciendo la dependencia de los términos de intercambio.

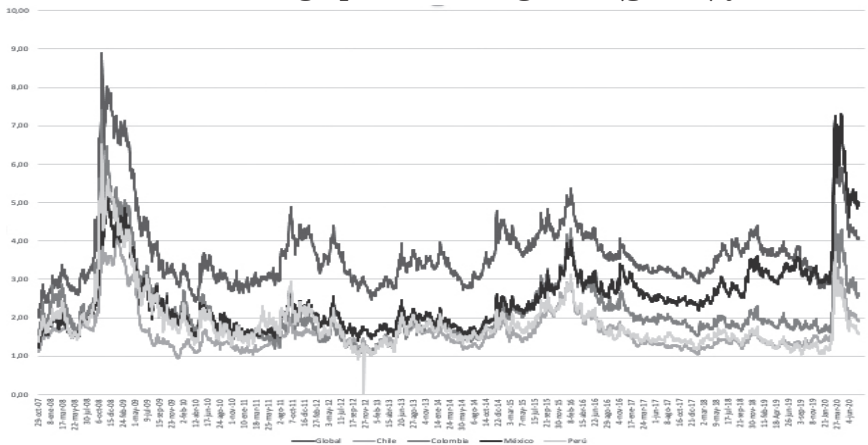
#### 4. MERCOSUR y Alianza del Pacífico (AP)

Una primera aproximación a la relación entre el riesgo país y el modelo de integración, puede hacerse viendo la evolución de la prima soberana de los países de ambos bloques, como ilustra el gráfico 6 y 7.

**Gráfico 6- Riesgo país en emergentes (global) y MERCOSUR**



**Gráfico 7- Riesgo país en emergentes (global) y AP**



Fuente; construcción propia en base a invenomica.com

Allí pueden verse tres hechos estilizados. El primero es que Argentina es un *outlier* que incluso se escapa de los límites del gráfico en la crisis del 2008, en el 2012 y en el 2019, cuando supera los 1000 puntos de sobre tasa.

La segunda regularidad interesante es que los países de la AP están sistemáticamente por debajo del riesgo promedio de los emergentes, lo que puede indicar dos cosas: o bien que no se trate de una muestra aleatoria de emergentes sino que exista sesgo de selección, o bien que el esquema de integración los blindó en algún modo particular. Si observamos la serie desde el inicio de nuestros datos, es cierto que la brecha con el promedio de los emergentes se ensancha a partir del 2010, cuando avanzan las conversaciones que desembocarían en la firma de la Declaración de Lima, un año después, aportando evidencia en el sentido de un efecto positivo del bloque. Sin embargo, también parece ocurrirle lo mismo a Uruguay en el mismo lapso, lo que sugiere que hay un tercer factor operando la brecha.

La tercera característica distintiva que surge de la observación de los datos es que, incluso sacando a la Argentina, hay más heterogeneidad o mayor varianza entre el riesgo de los países del MERCOSUR. Es cierto, no obstante, que desde el 2017 el comportamiento de México se despega del resto de la AP, porque desde la asunción del Trump lo empuja más su relación conflictiva en el NAFTA que este bloque.

Tomados en conjunto, los datos sugieren el sesgo de selección que mencionábamos antes: los países de la AP tienen mejor comportamiento macro, además sabemos que son más abiertos y que han recibido más inversión extranjera blindándose mejor a los shock, cuando los términos de intercambio se derrumbaron.

## 5. Análisis econométrico

Para testear empíricamente la relación entre el crecimiento, la inversión extranjera, los términos de intercambio y el riesgo país, construimos un panel con los 8 países de los dos bloques, usando datos de CEPAL para el período 1990-2018, junto con JP Morgan para el EMBI de cada país. El cuadro 1 muestra los estadísticos descriptivos de la muestra.

**Cuadro 1: Estadísticos principales de la muestra**

Variable	Media	Mediana	D. T.	Mín	Máx
TCRM	94.2	92.5	55.8	1.00	196.
Crecimiento	3.35	3.68	3.66	-11.0	12.8
Volat. Crec.	2.95	2.57	1.72	0.405	9.35
IEDpbi	2.26	2.05	1.68	-3.76	7.63
Expopbi	23.3	22.6	11.3	6.15	61.9
TDI	87.6	89.2	18.9	48.0	129.
Ahorropbi	20.1	19.5	4.75	10.6	39.9

Como puede verse, en el promedio los países tienen tasas de crecimiento, ahorro e inversión superiores a los que muestra Argentina y, si bien la IED por su magnitud no puede sustituir al ahorro, hubo momentos del tiempo en que llegó a significar más de 7 puntos del producto. Por su parte, los términos de intercambio también han fluctuado mucho, oscilando entre un nivel de 48 en los peores momentos y 129 para los tiempos de abundancia.

A continuación, estimamos un modelo de efectos aleatorios con el crecimiento promedio (media móvil de 5 años) como variable dependiente y la inversión extranjera directa como la variable independiente, junto a una serie de controles. La elección del modelo tuvo que ver con que el contraste de Hausman no permitió rechazar la hipótesis nula, en el sentido de que los países tuvieran una tasa de crecimiento estructuralmente diferente más allá de las variables usadas para explicarlo.

**Cuadro 2: Estimación del crecimiento promedio del PBI en base a un modelo de Efectos aleatorios (MCG)**

	<i>Coficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>z</i>	<i>valor p</i>	
Constante	5.86668	1.55823	3.765	0.0002	***
Ahorro/PBI prom.	0.131109	0.0551602	2.377	0.0175	**
IED/PBI prom.	0.590154	0.113277	5.210	<0.0001	***
Expo/PBI prom.	-0.00217877	0.0225619	-0.09657	0.9231	
Volatilidad crec.	-0.202033	0.0767236	-2.633	0.0085	***
TDI prom.	-0.0272910	0.00885130	-3.083	0.0020	***
TCRM	-0.0375219	0.00760229	-4.936	<0.0001	***

Efectivamente, los países que más crecen son los que tienen una tasa de ahorro más alta y la complementan con el ahorro del resto del mundo destinado a la inversión, pero en términos relativos tiene mucho más impacto el uso del ahorro externo (el coeficiente de la IED es 4,5 veces más grande), probablemente porque el ahorro local es disputado por el sector público para inversiones con menor impacto en el crecimiento de corto plazo y porque las inversiones externas se focalizan en sectores de alta productividad.

El segundo resultado interesante es que las fluctuaciones de corto (dentro de un plazo de 5 años) en el PBI son costosas en términos de crecimiento de largo plazo. Cada punto de oscilación en el producto le resta 0,27 puntos al crecimiento promedio, reflejando la importancia de las políticas anticíclicas que busquen suavizar esas fluctuaciones.

De manera sorpresiva, los altos términos de intercambio no sólo no empujan el crecimiento sino que lo reducen, sugiriendo la presencia de “efecto enfermedad holandesa”. Sin embargo, el impacto de los TDI está eclipsado por la inclusión del tipo de cambio real como control. Cuando mejoran los precios de las exportaciones entran más divisas, baja el tipo de cambio real y el efecto ingreso que eso produce en las familias empuja el PBI. Ese es el canal que teníamos en mente al principio de este trabajo cuando mostrábamos el impacto de los superciclos de *commodities* en Argentina.

Vamos a probar este punto corriendo dos modelos: uno en el que no aparezca la posibilidad de que el tipo de cambio real opere y otro mostrando la relación entre el tipo de cambio real y los términos de intercambio.

**Cuadro 3: Estimación del crecimiento promedio del PBI en base a un modelo de Efectos aleatorios (MCG), sin el tipo de cambio real como control**

	<i>Coeficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Z</i>	<i>valor p</i>	
Constante	1.38219	1.33996	1.032	0.3023	
Ahorro/PBI prom.	0.148583	0.0582665	2.550	0.0108	**
Expo/PBI prom.	-0.0191278	0.0236035	-0.8104	0.4177	
IED/PBI prom.	0.538629	0.119393	4.511	<0.0001	***
Volatilidad crec.	-0.165046	0.0808233	-2.042	0.0411	**
TDIprom	-0.0142513	0.00894197	-1.594	0.1110	

Como puede verse, los términos de intercambio no tienen ahora impacto estadísticamente significativo en el crecimiento porque se compensan los dos efectos que antes mencionábamos.

Procedemos ahora a estimar el tipo de cambio real. Lo hacemos con un modelo de efectos fijos ya que no hay sospechas de que cada país tenga una constante diferente y así lo confirma la prueba de Hausman

**Cuadro 4: Estimación del Tipo de cambio real multilateral en base a un modelo de Efectos fijos**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>valor p</i>	
Constante	116.314	8.92540	13.03	<0.0001	***
Ahorro/PBI prom.	-0.938603	0.401266	-2.339	0.0204	**
Expo/PBI prom.	1.28141	0.236442	5.420	<0.0001	***
IED/PBI prom.	-0.861459	0.954254	-0.9028	0.3678	
TDI	-0.391178	0.0660418	-5.923	<0.0001	***

En efecto, la mejora en los términos de intercambio aprecia las monedas locales, tal y como era de esperar. Los países que tienen más ahorro doméstico gozan de monedas más fuertes y la correlación entre las exportaciones y el tipo de cambio real es positiva, aunque es probable que aquí la causalidad corra en sentido contrario.

Por último, veamos si nuestra hipótesis de que podemos “gobernar” los flujos de inversión extranjera, en la medida que estos dependen del riesgo país, resiste el escrutinio de los datos. Nuevamente optamos por un modelo de efectos fijos puesto que el test de Hausman sugiere que hay diferencias en el piso de inversión extranjera que cada país recibe, más allá del nivel de cada variable explicativa.

**Cuadro 5: Estimación de la inversión extranjera promedio (como% del PBI), en base a un modelo de Efectos fijos**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>valor p</i>	
Constante	2.11315	0.952244	2.219	0.0278	**
Riesgo País prom.	-0.000394403	8.46603e-05	-4.659	<0.0001	***
TCRM	0.0103090	0.00566522	1.820	0.0706	*
TDI prom.	-0.00552765	0.00564291	-0.9796	0.3287	
Ahorro/PBI prom.	-0.0818985	0.0338417	-2.420	0.0166	**
Expo/PBI prom.	0.0796214	0.0197039	4.041	<0.0001	***



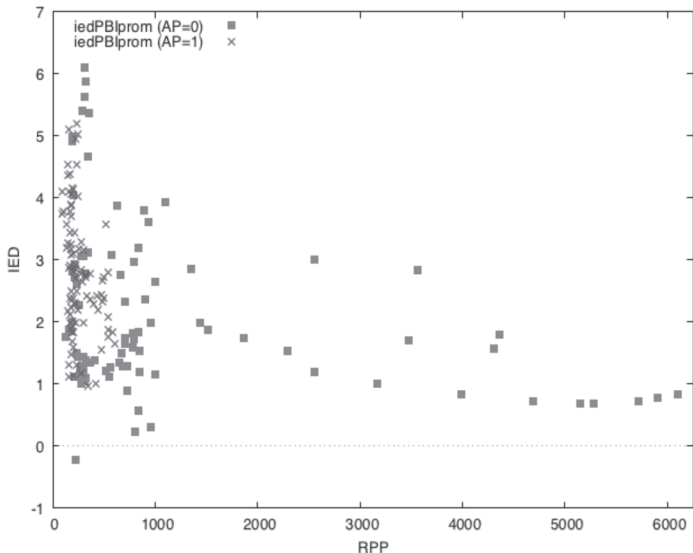
Como puede verse, los datos confirman nuestra sospecha sobre la fuerte influencia del riesgo país en los flujos de inversión extranjera.

A su turno, los países más abiertos son elegidos para los flujos de capitales y el ahorro doméstico parece competir con el externo, lo cual es lógico si una mayor disponibilidad permite aprovechar las oportunidades de inversión, que cuando escasea el financiamiento local son aprovechadas por los capitales externos.

Un último resultado interesante es el del tipo de cambio real, que si bien es sólo significativo al 7%, desde un punto de vista estadístico tiene signo positivo porque, a medida que sube aumenta el poder de compra de las inversiones externas que además tienen una tasa de retorno más alta si la moneda local se aprecia luego de que ingresaron puesto que la salida es más barata.

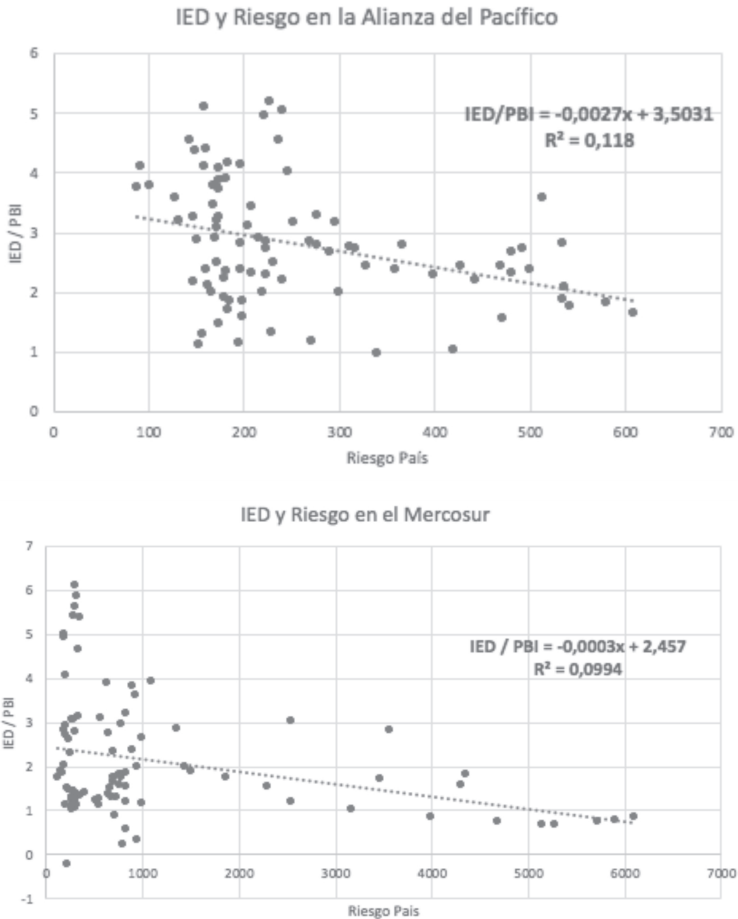
Volviendo al riesgo país y los flujos de inversión directa, un análisis visual a la relación entre ambas variables demuestra la heterogeneidad entre los bloques. Mientras que los países de la AP (cruz) tienen siempre en promedio niveles bajos de riesgo, los del MERCOSUR (cuadrado) presentan mucha variabilidad con muchos episodios de riesgo alto. El terreno de riesgo mayor a 650 puntos básicos está completamente dominado por países mercosureños.

**Gráfico 8- Riesgo país e IED del MERCOSUR y la AP**



Si vemos ambos bloques por separado, lo primero que emerge es que hay 1,05 puntos porcentuales más de IED en los países de la AP, para cualquier nivel de sobretasa y que los niveles de riesgo son 4,3 veces más altos en el MERCOSUR donde promedian 1171 puntos en el período analizado, contra 271 de la AP.

### Gráfico 9- Riesgo país e IED por bloque comercial



Por supuesto, las fuerzas centrípetas que empujan a los países a integrarse no surgen de una tómbola, no son aleatorias y, por lo tanto, el hecho de observar una diferencia tan significativa en la tasa de riesgo promedio no constituye evidencia de que ésta se deba

exclusivamente a alguna diferencia en sus modelos de integración. Por otro lado, tampoco es cierto que entre los países de la AP el riesgo haya caído más. De hecho, el riesgo país de sus cuatro signatarios cayó 120 puntos desde el promedio de 304pb que tenían entre 1994 y 2010, a partir de la firma del acuerdo; pero si tomamos a los cuatro socios del MERCOSUR como control, el derrumbe de la prima de riesgo entre ellos fue mucho mayor (cayó 65% en promedio).

Lamentablemente resulta imposible construir el contra fáctico que necesitaríamos para probar el efecto de los procesos de integración en el riesgo país y consecuentemente su impacto en los flujos de inversión. No podemos tomar la máquina del tiempo y deshacer los acuerdos para saldar este debate.

Lo cierto es que tanto en la AP como en el MERCOSUR hubo una reducción en el riesgo país desde el 2011, más significativa en el caso del último bloque y acompañada en ambos casos de un crecimiento en los flujos de IED, otra vez más importantes en el MERCOSUR, cuyos países ganaron en promedio 0,46 puntos del PBI de inversiones extranjeras (contra sólo 0,06 en el caso de la AP).

La pregunta final es si la posibilidad de converger hacia un proceso de integración entre ambos bloques puede hacer que los países del MERCOSUR copien alguna de las instituciones que hacen que los del Pacífico sean menos riesgosos y reciban por tanto más inversiones.

Esto puede lograrse tanto a partir de la creación de un marco institucional para la resolución de disputas en materia de inversiones o del compromiso de zanjarlas en el marco de instituciones ya existentes, como el CIADI o la Cámara de Arbitraje de la Cámara Internacional de Comercio de Paris.

Otras dimensiones de la integración, como la estrictamente comercial, pueden contribuir a incrementar los flujos de inversión extranjera reduciendo la dependencia de la exportación de *commodities*, pero no por el canal de la reducción del riesgo, sino por el efecto que la ampliación de los mercados tiene en las decisiones de radicación empresarial.

Finalmente, la integración puede conducir a un menor riesgo país por la vía de la profundización en su grado, avanzando hacia la coordinación de políticas macro que limiten las posibilidades de indisciplina fiscal y monetaria hasta la eventual creación de suprainstituciones, como en el caso de la moneda común. En este

escenario es esperable la reducción de las primas de riesgo y con el favorable impacto que ello tiene en la inversión.

## Conclusiones

Los países de América Latina han enfrentado cuatro superciclos de *commodities* en los últimos 150 años; el modo en que han resuelto la crisis distributiva, primero entre generaciones y luego entre clases, determinó el derrotero de sus economías y le dio forma a los sistemas políticos.

Cuando las condiciones externas eran favorables, algunos países las aislaron construyendo fondos de estabilización, como el que establecieron los noruegos o el Estado de Alaska en base a sus rentas petroleras. En Chile se constituyó en 2007 el Fondo de Estabilización Económica y Social con los ingresos del cobre, mientras que uno de los antecedentes más remotos es el del Fondo del Café, creado en Colombia durante los años 40.

Sin embargo, en una región con buena parte de su población con necesidades básicas insatisfechas, las demandas de la generación presente impidieron aislar los frutos de las rentas de los recursos naturales y cada país buscó la manera de resolver el conflicto distributivo por la apropiación de esos recursos.

En ausencia de políticas contracíclicas, el ingreso masivo de divisas proveniente de los altos precios de los *commodities* empuja para abajo el tipo de cambio real mejorando los salarios reales, pero quitando incentivos para la producción doméstica de bienes que pueden ser importados con esos dólares baratos. Cuando los precios internacionales regresan a la media de largo plazo faltan las divisas y sobreviene la devaluación, con el consecuente ajuste en la absorción doméstica que se materializa en la caída de los salarios reales y en la utilización del impuesto inflacionario, cuando los gobiernos no pueden ajustar su gasto.

Por esta razón, cuanto mayor es la dependencia de las materias primas y menos políticas contracíclicas existen, más riesgoso se torna el país en cuestión. Máxime si las políticas lejos de amortiguar el impacto de los *shocks* externos, los propagan con gasto procíclico.

En este trabajo demostramos que los países que complementan la inversión doméstica con la externa crecen más en promedio que

aquellos que reciben menos inversiones. Concretamente, cada punto de IED sobre el PBI incrementa 0,59 puntos la tasa de crecimiento promedio de los países, lo que quiere decir que, si por ejemplo Argentina pudiera recibir los flujos de capitales que han favorecido a Chile o Perú, su PBI crecería cerca de 1pp más por año.

También comprobamos que el riesgo país es uno de los determinantes claves de esa diferencia en las inversiones que capta cada economía, lo cual es clave, porque la sobre tasa que pagan los bonos locales no es exógena, sino que depende de las políticas monetarias y fiscales. En este trabajo mostramos además que los procesos de integración pueden contribuir a crear las condiciones para políticas más prudentes que contribuyan a bajar el riesgo atrayendo inversiones.

En esta investigación no tenemos evidencia de que alguno de los esquemas de integración sea más favorable para bajar el riesgo o que tenga mayor capacidad por otras vías de captar más inversiones, porque no podemos descartar la hipótesis de que de por sí, el grupo de países que formaron la AP, que es el bloque con menor riesgo país y mayor flujo de inversiones, sean idiosincráticamente menos riesgos o más favorables para la inversión.

Sin embargo, habiendo probado la relación entre el menor riesgo país y la mayor IED, junto con el impacto que esta última tiene en el crecimiento, sostenemos que una convergencia de ambos esquemas hacia un espacio común que contenga disposiciones específicas que permitan reducir los riesgos de las inversiones (como las establecidas en el artículo 10 del Protocolo Adicional al Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico) y bajar la volatilidad macro de las economías (coordinando políticas fiscales y monetarias), redundará en una menor prima de riesgo y un mayor flujo de inversiones para sus miembros, reduciendo la dependencia de divisas provenientes del comercio.

A su turno, como hemos demostrado en este trabajo, la diversificación de fuentes de divisas que permite la mayor inversión, reduce la volatilidad de la economía permitiendo que esta crezca más rápido.

**Bibliografía**

- Block, S. A., y Vaaler, P. M. (2004). The price of democracy: sovereign risk ratings, bond spreads and political business cycles in developing countries. *Journal of International Money and Finance*, 23(6), 917-946. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2004.05.001>
- Brueckner, M., y Carneiro, F. (2017). Terms of trade volatility, government spending cyclicity, and economic growth. *Review of International Economics*, 25(5), 975-989. <https://doi.org/10.1111/roie.12291>
- Buchanan, J. M., y Tollison, R. D. (eds.). (1984). *The Theory of public choice* (Vol. 2). University of Michigan Press
- Campello, D., & Zucco, C. (2013). Merit or Luck? International Determinants of Presidential Performance in Latin America. *Unpublished manuscript, Princeton University and Rutgers University*. <https://pdfs.semanticscholar.org/9425/56eff44e82f99fe7b98776ca07719575f5da.pdf>
- Carruthers D. (2019, october 31). Credit data: doom loop depends on sovereign strength. *Risk.net* <https://www.risk.net/comment/6019131/credit-data-doom-loop-depends-on-sovereign-strength>
- Coudert, V., Couharde, C., y Mignon, V. (2013). On the Impact of Oil Price Volatility on the Real Exchange Rate-Terms of Trade Nexus: Revisiting Commodity Currencies, *CEPII Working Paper*, (40). [http://www.cepii.fr/PDF\\_PUB/wp/2013/wp2013-40.pdf](http://www.cepii.fr/PDF_PUB/wp/2013/wp2013-40.pdf)
- Easterly, W., Islam, R. y Stiglitz, J. E. (2001). Shaken and stirred: explaining growth volatility. En B. Pleskovic y N. Stern (eds.), *Annual World Bank conference on development economics 2000* (pp. 191-211). The World Bank.
- Gallego, J. (2018). Natural disasters and clientelism: The case of floods and landslides in Colombia. *Electoral Studies*, 55, 73-88. <https://doi.org/10.1016/j.electstud.2018.08.001>
- Gerchunoff, P. y Rapetti, M. (2016). La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015). *El trimestre económico*, 83(330), 225-272. <http://www.scielo.org.mx/pdf/ete/v83n330/2448-718X-ete-83-330-00225.pdf>
- Grimes, A. (2006). A smooth ride: Terms of trade, volatility and GDP growth. *Journal of Asian Economics*, 17(4), 583-600. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/>

S1049007806000923

- Hasli, A., Ibrahim, N. A., y Ho, C. S. (2019). The Effects of Political Risk, Macroeconomic and Country Specific Factors on FDI in Developing Countries. *International Journal of Academic Reserch in Busineses and Social Sciences*, 9(6). <http://dx.doi.org/10.6007/IJARBS/v9-i6/5957>
- Hausmann, R., y Rojas-Suárez, L. (eds.). (1996). *Volatile capital flows: Taming their impact on Latin America*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Helpman, E. (1984). A simple theory of trade with multinational corporations. *Journal of Political Economy*, 92(451), 451-471. <https://doi.org/10.1086/261236>
- Lensink, R., y Morrissey, O. (2001). *Foreign direct investment: Flows, volatility and growth in developing countries* Groningen: University of Groningen, SOM research school. <https://www.rug.nl/research/portal/files/31907378/01E16.pdf>
- Levi Yeyati, E., Stein, E. H., & Daude, C. (2003). *Regional Integration and the Location of FDI*. Reaserch Department Working Paper, (492). <http://eduardolevyeyati.com.ar/wp-content/uploads/pubWP-492.pdf>
- Ocampo, J. A. (2001, agosto 28-29). *Raúl Prebisch y la agenda del desarrollo en los albores del siglo XXI* [Presentación en Seminario Internacional]. La Teoría del Desarrollo en los Albores del Siglo XXI, Santiago de Chile, Chile. [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/33122/1/S2001528\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/33122/1/S2001528_es.pdf)
- Ocampo, J. A., y Parra, M. A. (2006). The commodity terms of trade and their strategic implications for development. En K. S. Jomo (ed.), *Globalization Under Hegemony: The Changing World Economy*. Oxford University Press
- Ocampo, J. A. (2012). The development implications of external integration in Latin America. *WIDER Working Paper*, (48). <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/wp2012-048.pdf>
- Ozturk, I. (2007). Foreign direct investment-growth nexus: a review of the recent literature. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 4(2). [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1127314](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1127314)
- Page, S. (2000). *Regionalism among developing countries*. Macmillan.
- Presbitero, A. F., Ghura, D., Adedeji, O. S. y Njie, L. (2016). Sovereign bonds in developing countries: Drivers of issuance and

- spreads. *Review of Development Finance*, 6(1), 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2016.05.002>
- Singh, H. y Jun, K. W. (1999). Some new evidence on determinants of foreign direct investment in developing countries. Policy Research Working Paper, (1531). <http://documents.worldbank.org/curated/en/266321468766524774/pdf/multi0page.pdf>
- Solimano, A y Soto, R, (2006). *Economic Growth in Latin America in the late twentieth century; evidence and interpretation. Serie Macroeconomía del Desarrollo*, (33). <https://www.cepal.org/en/publications/5398-economic-growth-latin-america-late-20th-century-evidence-and-interpretation>
- Singh, M. A. (2006). *Macroeconomic volatility: The policy lessons from Latin America*. IMF Working Papers, (6-166). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Macroeconomic-Volatility-The-Policy-Lessons-from-Latin-America-19209>
- Stein, E., y Daude, C. (2001, noviembre 26-28). *Institutions, integration and the location of foreign direct investment* [Presentación en Conferencia Internacional]. New Horizons and Policy Challenges for Foreign Direct Investment in the 21st Century, Ciudad de Mexico, Mexico. <https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/2407622.pdf>
- Te Velde, D. W., & Bezemer, D. (2006). Regional integration and foreign direct investment in developing countries. *Transnational Corporations*, 15(2), 41-70. [https://unctad.org/en/Docs/iteiit20062\\_en.pdf](https://unctad.org/en/Docs/iteiit20062_en.pdf)