

El Ataque del COVID-19 en América Latina: Propuestas para una Respuesta Efectiva

Comité Latino Americano de Asuntos Financieros Declaración No. 43

RESUMEN EJECUTIVO

- América Latina necesita implementar políticas efectivas en materia de salud pública y transferencias de dinero al sector formal e informal. Estas requerirán un gran suministro de liquidez.
- Hacer frente a la pandemia del COVID-19 requerirá, en promedio, un esfuerzo del sector público equivalente al 10% del PIB de la región para realizar transferencias de ingreso, proveer crédito y garantías gubernamentales y reducir los impuestos.
- Los gobiernos de la región deben compartir parte de la carga con el sector privado y procurar ser austeros, sobre todo en lo referido a gastos no esenciales.
- El FMI debe tener disponibles entre 200 y 300 mil millones de dólares para financiar una parte de la respuesta necesaria en la región.
- Políticas no convencionales (adecuadamente diseñadas) como los subsidios a los salarios y las garantías del gobierno a los préstamos del sector privado pueden ser efectivas disminuyendo las restricciones financieras, preservando puestos de trabajo y protegiendo la productividad. Todo ello ayudaría a una rápida recuperación de la producción cuando las medidas de la cuarentena se comiencen a eliminar gradualmente. Algunos países también podrían utilizar, con prudencia, los bancos públicos o de desarrollo para proporcionar crédito a corto plazo.
- Los gobiernos también deben considerar establecer fondos de recapitalización para minimizar el número de quiebras de empresas viables con sólidos fundamentos.
- Una alta dependencia de la emisión de deuda pública puede hacer a los países más vulnerables a shocks futuros y a la volatilidad de los mercados de capital. En este contexto, el aumento de la demanda precautoria genera la oportunidad de emplear el señoreaje no-inflacionario como fuente de financiamiento en países con acceso limitado o sin acceso a los mercados de capital.
- Si los países tienen que decidir entre una acumulación de deuda potencialmente insostenible y una inflación moderada, el Comité se inclina a favor de un rol más activo de los bancos centrales.

- Mientras dure la crisis, el Comité cree que se necesitarán medidas adicionales para mantener el crecimiento del crédito y reducir las tasas de default, así como un cambio del marco legal para acelerar reestructuraciones corporativas. Nuevos instrumentos legales—como los marcos de reorganización corporativa—serán necesarios para facilitar un esfuerzo compartido entre las diferentes partes interesadas.
- El Comité respalda la creación de un Fondo Latinoamericano de Liquidez (FLAL) y la creación de Fondo para Mercados Emergentes (FME), el cual estaría orientado a estabilizar un índice de bonos soberanos de mercados emergentes globales o regionales.

I. COVID-19: UN SHOCK ENORME PARA LA ECONOMÍA GLOBAL Y PARA AMÉRICA LATINA

La pandemia del COVID-19 es un shock global masivo que ha golpeado a América Latina particularmente fuerte. La situación en la región ha sido equivalente a la de economías avanzadas debido a la naturaleza del virus y a la necesidad de imponer cuarentenas estrictas y prolongadas, pero el impacto del colapso del comercio, la caída de los precios de las materias primas, el turismo y las remesas, sumado a los débiles sistemas de salud y al importante sector informal, complican significativamente la crisis y plantean serios problemas de cara a lograr respuestas adecuadas. Las prolongadas cuarentenas para contener la propagación del COVID-19 han resultado en interrupciones de la demanda y la oferta agregada. Al mismo tiempo, las cuarentenas se han gestionado pobremente en muchos países, y han tenido un éxito limitado en contener la pandemia, lo cual aumenta la probabilidad de tener que extenderlas o hacerlas más estrictas.

En general, la respuesta en América Latina ha sido insuficiente en varias dimensiones: salud, fiscal, monetaria y financiera. Mitigar la tragedia humana y restaurar las condiciones básicas para la lograr una recuperación económica requerirá un esfuerzo sustancial coordinado nacional e internacional. En general, América Latina ha entrado esta crisis en una posición de debilidad económica (con bajo crecimiento, poco espacio fiscal y una deuda soberana y corporativa externa en aumento). Además, la relevancia del sector informal en la región hace muy difícil que el gobierno canalice las ayudas a quienes más lo necesitan.

Por tanto, el Comité cree que América Latina debe implementar una respuesta masiva en el frente de la salud pública, en los mercados de trabajo informales, y a través de transferencias directas de dinero para apoyar el consumo de productos básicos de un considerable número de familias que viven al día. Ciertamente, la reacción en la región ha sido bastante heterogénea. Por ejemplo, países como Nicaragua y México han sido lentos a la hora de responder a los desafíos sanitarios. **Además de fortalecer los programas que ya han sido establecidos, el Comité cree que la respuesta a la pandemia requiere un masivo suministro de liquidez.**

El Comité estima que hacer frente de una manera adecuada la pandemia implicará, de media, un esfuerzo público equivalente al 10% del PIB de la región. Esta respuesta debe incluir medidas de gasto—como transferencias de dinero directas y apoyo al mercado laboral—de provisión de crédito y garantías del gobierno, y reducciones de impuestos.

La respuesta a la crisis del COVID-19 genera problemas de financiamiento mucho mayores que los que enfrentan países con monedas de reserva, debido al aumento de la demanda de activos seguros desencadenado por la crisis. Por esta razón, **los gobiernos de la región deben compartir parte de la carga con el sector privado y procurar ser austeros, sobre todo en lo referido a gastos no esenciales.**

El Comité también cree que la comunidad internacional debe dar un paso al frente y tener un rol importante en la respuesta a la pandemia. En concreto, el Comité cree que el FMI debe tener disponible entre 200 y 300 mil millones dólares para financiar una parte de las medidas necesarias en la región. Estos recursos han de tener una condicionalidad que establezca que se deben usar principalmente para proveer liquidez y dar apoyo a las familias y empresas afectadas por las cuarentenas, y para subsanar los costos de salud asociados a la crisis el COVID-19.

II. LA RESPUESTA DOMÉSTICA

La crisis del COVID-19 es única. En América Latina, de diferentes maneras, ha obligado a los gobiernos a forzar a las empresas a suspender operaciones y a los trabajadores a quedarse en casa. Esto ha provocado un shock negativo de oferta de unas dimensiones sin precedentes. Aunque estuviera garantizado que los puestos de trabajo y las empresas sobrevivieran a las cuarentenas, las familias necesitan liquidez para sobrevivir. Si no se provee esta liquidez, el efecto de las cuarentenas será probablemente cada vez más débil y estas acabarán fallando en su objetivo de evitar el colapso de los sistemas de salud. En las economías avanzadas, se ha dado liquidez mediante pagos directos (con incrementos masivos y temporales de los programas de desempleo y pagos directos a través del sistema impositivo) e indirectos (con préstamos y garantías a las empresas y subsidios para los pagos de nóminas).

Uno de los desafíos más complejos es lograr que se mantenga una óptima distancia social mientras se minimiza el desempleo. Las relaciones que una empresa desarrolla con consumidores, proveedores, acreedores y, sobre todo, con los trabajadores que ha contratado y entrenado suponen gran parte de su capital productivo. Si la crisis obliga a los gestores a despedir a esos trabajadores, la productividad futura de la empresa —y en general de la economía— así como su capacidad de atender sus deudas disminuirá.

El objetivo clave es evitar la destrucción permanente de empresas viables y de capital, y no necesariamente la preservación del pleno empleo. Se puede argumentar que el shock sanitario tiene una naturaleza temporal, pero, sin una intervención masiva, este shock (que con suerte será transitorio) puede causar daños económicos permanentes. Los efectos negativos se podrían acumular si las empresas no son capaces de continuar pagando salarios y deudas, lo cual repercutiría negativamente en la capacidad de pago de las familias y en la calidad de los portafolios de préstamos de los bancos. Altos niveles de insolvencia pueden causar una contracción del crédito, y la caída del valor de los colaterales podría acelerar este círculo vicioso.

Esta amenaza es particularmente relevante en el caso de las empresas pequeñas del sector de servicios que poseen poco efectivo y que no tienen activos que pueden usar como colateral ni cobrables que pueden ser usados en transacciones financieras. Pero incluso en el caso de las grandes empresas, los valores de las acciones y de las propias empresas se han contraído debido a la gran incertidumbre, lo que limita su uso como colateral. Esto conlleva a que muchas empresas no tengan capacidad de endeudamiento. Y, si el crédito no fluye, se perderán muchos puestos de trabajo y se destruirán grandes cantidades de capital para el emprendimiento.

Por tanto, se necesitan intervenciones políticas significativas para preservar los vínculos que tienen las empresas, evitar un excesivo número de quiebras y una innecesaria destrucción de empleo formal. Sin embargo, los gobiernos deben tener también preparadas medidas para lidiar con el incremento de la insolvencia y la probable necesidad de capital para la reestructuración de empresas. Dadas estas amenazas, no es sorprendente que en muchos países—como Argentina, Brasil, Chile, y Perú—los gobiernos ya hayan recurrido a políticas no convencionales como los subsidios a los salarios y las garantías

del gobierno a préstamos del sector privado. **El Comité cree que, si son lo suficientemente grandes, estas medidas pueden disminuir las restricciones financieras, ser efectivas de cara a preservar puestos de trabajo y proteger la productividad, y por tanto, ayudar a una rápida recuperación de la producción cuando las medidas de la cuarentena se comiencen a eliminar gradualmente.**

Sin embargo, las políticas destinadas a expandir el crédito pueden encontrar desafíos de implementación significativos. Para fomentar el crecimiento del crédito, algunos reguladores bancarios han disminuido las restricciones regulatorias, como los ratios de capital y los requisitos de provisión. El dilema es que, si el gobierno solamente provee garantías parciales, los bancos no van a prestar. Pero si las garantías son totales, puede que las entidades financieras no realicen las evaluaciones de riesgo necesarias. **Para resolver este dilema, el Comité cree que algunos países pueden utilizar con prudencia sus bancos públicos o de desarrollo para proveer crédito a corto plazo. Sin embargo, esto no será posible dónde los órganos directivos sean débiles, ya que existe el riesgo de que la evaluación inadecuada del crédito resulte en déficits cuasi-fiscales considerables.**

Mientras dure la crisis, el Comité cree que se necesitarán medidas adicionales para mantener el crecimiento del crédito y reducir las tasas de default así como un cambio del marco legal para acelerar reestructuraciones corporativas. Las garantías crediticias pueden no ser suficientes para restablecer el flujo de crédito bancario ya que, para aumentar la deuda, las empresas deben primero de mejorar sus balances. **Desde el punto de vista del Comité, esto puede requerir la adopción de nuevos instrumentos legales—como marcos de reestructuración corporativa—que faciliten un esfuerzo compartido entre las diferentes partes interesadas (accionistas, acreedores, gerentes y empleados) durante esta crisis.** En Ecuador ya se han adoptado marcos legales extrajudiciales que pueden servir como ejemplo.

El Comité cree que, junto con la adopción de reformas que faciliten el reparto de responsabilidades y la reestructuración corporativa, los gobiernos deben considerar también establecer programas de crédito y garantías de largo plazo, así como fondos de recapitalización para minimizar el número de quiebras de empresas viables con sólidos fundamentos. Los programas de capitalización pueden ser creados para atraer la participación de fondos de capital privado extranjeros. Las ramas privadas de los organismos multilaterales, como el IFC y el IDB Invest, pueden jugar un rol catalizador en este aspecto y fomentar una mejora en el gobierno corporativo de las empresas en la región.

La respuesta a la pandemia en el ámbito de la salud pública, de los mercados formales e informales de trabajo y en forma de transferencias de dinero directas para apoyar el consumo de productos básicos requiere un aumento del gasto de los gobiernos. El problema es que los ingresos públicos están cayendo, lo que eleva los déficits fiscales y la deuda pública. Solo unos pocos países en América Latina tienen la capacidad de soportar de manera sostenible estas necesidades de financiamiento. Por tanto, pocos países en la región pueden asistir a la ciudadanía como prestamistas o prestatarios de última instancia y absorber el riesgo requerido sin dañar su sostenibilidad fiscal y la credibilidad del banco central. Como consecuencia, es importante destacar que la capacidad del financiamiento público varía mucho entre los países de la región.

Algunos países—como Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay—han sido capaces de emitir en términos favorables deuda soberana y corporativa en el mercado internacional, aunque todavía no está claro si el sector privado va a encontrar las mismas condiciones favorables de crédito. Otros—como Argentina, Ecuador, Venezuela, y los países más pobres de Centroamérica—no tienen un acceso significativo a los mercados internacionales. Existen grandes disparidades en la región.

En un extremo están Chile y Perú que disfrutaban de un espacio fiscal sustancial y de una moneda estable. Sin embargo, la capacidad de rescate económico de estos países palidece comparada a la de las economías avanzadas que tienen grandes recursos fiscales, y como se apuntaba anteriormente, son capaces de emitir monedas de reserva—nos referimos principalmente al G7 y China.

En el medio están países que tienen cierto espacio monetario pero poco espacio fiscal—como Brasil, Colombia, y México—y países que mantienen acceso significativo a los mercados, pese a tener un espacio fiscal y monetario limitado en la actualidad—como Uruguay—por su fortaleza en términos del estado de derecho—es decir, derechos contractuales, seguridad ciudadana, y rendición de cuentas institucionales.

Finalmente, en el extremo más bajo encontramos países donde el espacio monetario y fiscal está muy limitado o no existe. Este grupo incluye países con monedas débiles y problemas de solvencia fiscal, como Argentina y Venezuela, y países sin moneda propia (formalmente dolarizados) y con poco o sin espacio fiscal, como Ecuador y El Salvador.

Incluso en el caso de los gobiernos que tienen un gran margen fiscal, la deuda pública adicional que se podría generar puede hacer que la economía sea más vulnerable a shocks en el futuro (como una segunda ola de infecciones) y a la alta volatilidad de los mercados de capital. **El Comité reitera que las economías avanzadas pueden soportar niveles más altos de deuda pública sobre el PIB, mientras que estos niveles deben ser mucho menores en economías en desarrollo y emergentes para ser considerados sostenibles.** Además, el sentimiento del mercado puede cambiar repentinamente, incluso sin que se hayan dado cambios visibles en los fundamentos económicos. Por tanto, un acceso amplio al mercado en el presente no es garantía de que este acceso se vaya a mantener en el futuro. El tamaño de los paquetes fiscales anunciados por varios países en la región—a menudo alrededor del 10 por ciento del PIB—hace esta discusión particularmente relevante.

En este contexto, es clave plantear qué rol pueden y deben jugar los bancos centrales (y la política monetaria) para financiar la respuesta de la crisis del COVID-19. Por un lado, el shock del COVID-19 ha provocado fuertes caídas de ingreso repartidas desigualmente, lo cual debe ser compensado a través de transferencias a los más pobres y al sector informal.

Por otro lado, esta crisis ha aumentado la demanda precautoria por dinero. Por tanto, **el Comité cree que este incremento en la demanda precautoria de dinero genera la oportunidad de emplear el señoreaje no-inflacionario como fuente de financiamiento en países con acceso limitado o sin acceso a los mercados de capital.** Incluso en casos extremos, en países como Argentina, donde el financiamiento monetario ha sido casi la única fuente de financiamiento para el gobierno, un incremento significativo en la creación de dinero no ha acelerado la inflación. No obstante, los índices de precios al consumidor pueden estar subestimando la inflación real, dado que no se puede materializar el consumo deseado y probablemente las canastas de consumo se hayan desviado significativamente respecto su comportamiento normal en el pasado.

El Comité cree que, si los países deben decidir entre una acumulación de deuda insostenible y una inflación moderada, la balanza debe inclinarse a favor de un rol más activo de los bancos centrales. En este sentido, **el Comité cree que el espacio para la expansión cuantitativa (*quantitative easing*) se ha incrementado en América Latina, aunque reconoce que la expansión monetaria no necesariamente se traduce en mayor crédito.** Los bancos centrales deben mantenerse atentos, controlando la inflación y evitando políticas de esterilización monetaria y de divisas que puedan traer de vuelta una inflación imparable (por ejemplo, a través de pagos directos o indirectos de interés sobre cuasidinero) o induciendo fugas de capitales.

III. LA RESPUESTA INTERNACIONAL

La respuesta que se necesita ante la crisis del COVID-19 en América Latina excede lo que los países de la región pueden hacer por sí mismos. La comunidad internacional—en particular a través del FMI—ha activado viejos programas de apoyo y ha creado nuevos para facilitar el flujo de crédito. Pero ¿es el tamaño de la respuesta internacional lo suficientemente grande? **El Comité cree que el FMI necesita tener muchos más recursos a su disposición que los que actualmente posee para enfrentar los desafíos del COVID-19 en la región.** Los paquetes de respuesta anunciados en países con espacio fiscal—tales como Brasil, Chile, y Perú—son del 10% del PIB. Si uno asume que entre un tercio y la mitad de la respuesta debe ser financiada por IFIs sin poner en riesgo la futura sostenibilidad de la deuda, entonces el FMI debería tener disponibles para la región entre 200 y 300 mil millones de dólares.¹

Además de la cantidad de ayuda disponible, **el Comité cree que es necesario revisar el criterio con el cual se provee liquidez a los países miembros.** En particular, dado que la crisis del COVID-19 es un shock enorme y exógeno que afecta a todos los países, los criterios de acceso deben ser uniformes para los países receptores. **El Comité cree que la condicionalidad debe centrarse en asegurar que la asistencia externa llegue a los sectores que la necesitan, y que esto no alimente la fuga de capitales.**

Las economías avanzadas disfrutaron de una mayor capacidad de responder contracíclicamente al shock que las economías emergentes. Disponer de volúmenes suficientes de financiación multilateral puede facilitar una mejor respuesta a la pandemia por parte de los países desarrollados y en desarrollo. **El Comité cree que los IFIs están en una posición privilegiada para facilitar esta mejor respuesta a este shock global.**

Un gran número de ideas y programas han sido propuestos para mejorar la respuesta internacional frente a la crisis del COVID-19. Se han planteado ideas como moratorias de deuda (ver Reinhart y Rogoff (2020)², Bolton et al (2020)³, y Soros y Canavan (2020)⁴, o vehículos para canalizar los flujos de moneda dura hacia las economías emergentes (ver Cárdenas 2020).⁵

El Comité cree que estas ideas deben considerarse seriamente, pero que “la clave está en los detalles”. Si estas valiosas iniciativas son implementadas inadecuadamente, pueden ser inocuas o incluso contraproducentes.⁶

En concreto, **el Comité respalda dos propuestas que ya ha apoyado en declaraciones pasadas: la creación de un Fondo Latinoamericano de Liquidez (FLAL) y el establecimiento de Fondo para Mercados Emergentes (FME).**⁷ En la Declaración No. 27, de diciembre del 2012, el FLAL fue

1 Este cálculo es basado en el último World Economic Outlook 2020 del IMF, el cual estima el PIB mundial a precios de mercado—83 billones—y una participación de 7.2% de América Latina y el Caribe en el producto mundial.

2 Reinhart, C., and K. Rogoff, 2020, “Suspend Emerging and Developing Economies’ Debt Payments,” Project Syndicate, April 13.

3 Bolton, P., L. Buchheit, P. O. Gourinchas, M. Gulati, C. T Hsieh, U. Panizza, and B. Weder di Mauro, 2020, “Necessity is the mother of invention: How to implement a comprehensive debt standstill for COVID-19 in low- and middle-income countries” in Voxeu.org, April 21.

4 Soros, G., and C. Canavan, 2020 “Pandemic Requires Comprehensive Debt Standstills,” Bloomberg Opinion, April 16.

5 Cárdenas, M., 2020, “Emerging Economies Need New Finance, Not Moratoriums,” Project Syndicate, May 13.

6 Para ilustrar, supongamos que el gobierno utiliza transferencia de dólares IFIs para subsidiar salarios en “pesos” domésticos. Para hacer eso, debe vender estos dólares por pesos al banco central doméstico. Esto incrementa la oferta de moneda doméstica. Pero, si el banco central tiene miedo de la inflación, puede revertir este proceso y revender los dólares por pesos (en otras palabras, esteriliza) y los dólares pueden terminar convirtiéndose en fuga de capitales. En resumen, ¡el gobierno habría incrementado su deuda en dólares para financiar la fuga de capitales!

7 La propuesta del FME es discutida en Calvo, G., 2005, Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy? Cam-

propuesto para: 1) proveer liquidez al sector público y 2) mitigar la volatilidad derivada del crédito asociado al comercio. El establecimiento de un FLAL concebía requerir un mínimo de capital que podría ser apalancado para incrementar la capacidad de préstamo. Estaba previsto que el FLAL estableciera líneas de crédito con la Reserva Federal de los Estados Unidos, el FMI, el BID, y la CAF.

El Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR) podría tener la capacidad de evolucionar hacia el FLAL y realizar sus funciones, lo cual además reforzaría las instituciones regionales ya existentes. **El Comité cree que la propuesta del FLAL sigue siendo válida en el contexto actual y, es más, puede ser complementada con el establecimiento de un FME.**

El FME es un fondo orientado a estabilizar un índice de bonos soberanos de mercados emergentes globales o regionales (como, por ejemplo, el Índice EMBI+ de JP Morgan o alguno de sus subcomponentes). Este fondo estaría relativamente exento del estigma que ha sufrido la Línea de Crédito Flexible del FMI y que ha frenado su uso por parte de las economías emergentes. Durante la crisis del COVID-19, la existencia de un FME podría haber atenuado las fluctuaciones extremas que ocurrieron en los mercados de capital y quizás hubiera mitigado los efectos de la “fuga hacia la calidad” (flight to quality). **Desde el punto de vista del Comité, vale la pena promover el FME porque la fuga hacia la calidad ha sido clave en muchos *sudden stop* sistémicos y crisis financieras de la región.** El momento es idóneo porque no hay mejor impulso para motivar la discusión de propuestas que planteen la necesidad de un prestamista de última instancia internacional que una crisis de liquidez. Además, la posibilidad un nuevo rebrote del COVID-19 o una nueva fuga hacia la calidad no puede ser descartada.

bridge, MA: MIT Press, pp. 499-500, (Capítulo 18), y en la Declaración de CLAAF No. 19 (en diciembre del 2008). La propuesta del FLAL es discutida en la Declaración de CLAAF No. 27 (en diciembre del 2012).

El Comité Latino Americano de Asuntos Financieros (CLAAF) reconoce agradecidamente el apoyo financiero del Center for Global Development, el Banco de la Ciudad de Buenos Aires, el Banco Central de Chile, y FLAR por financiar las actividades durante el 2020. El Comité es totalmente independiente y autónomo en redactor sus declaraciones.

Esta declaración fue redactada conjuntamente por:

Laura Alfaro, Profesora Warren Albert, Harvard Business School. Ex Ministra de Planificación Nacional y Política Económica, Costa Rica.

Guillermo Calvo, Profesor, Universidad de Columbia. Ex Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo.

José De Gregorio, Decano del Departamento de Economía de la Universidad de Chile. Ex Presidente del Banco Central de Chile. Ex ministro de Economía, Minería y Energía, Chile.

Augusto de la Torre, ex Presidente del Banco Central del Ecuador y ex Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial.

Roque Fernández, Profesor de Economía, Universidad UCEMA. Ex Ministro de Economía, Argentina

Pablo E. Guidotti, Profesor, Universidad Torcuato di Tella. Ex Viceministro de Finanzas, Argentina.

Paulo Leme, Ejecutivo en Residencia Profesor de Finanzas, Universidad de Miami. Ex CEO y Presidente del Goldman Sachs do Brasil Banco Multiplo S.A.

Enrique Mendoza, Profesor Presidencial de Economía, Universidad de Pennsylvania. Director, Penn Institute for Economic Research.

Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; Investigadora principal y directora de la Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development. Ex Economista Jefe para América Latina, Deutsche Bank.

Andrés Velasco, Decano de la Escuela de Políticas Públicas, London School of Economics. Ex Ministro de Hacienda, Chile.



WWW.CGDEV.ORG

LILIANA ROJAS-SUAREZ es la directora de la Iniciativa Latinoamericana e investigadora principal del Center for Global Development.

Contact:

Alejandro Fiorito, research assistant,
afioritobaratas@cgdev.org