



**Comité Latino Americano de Asuntos Financieros  
Latin American Committee on Macroeconomic and Financial Issues  
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**

**Declaración No. 40**

**Buenos Aires, 11 de Diciembre de 2018**

**Desafíos Globales y Locales en Argentina y Brasil**

**1. Introducción**

Las últimas elecciones presidenciales en Argentina (2015) y en Brasil (2018) representan un movimiento de dos países centrales para la región desde el populismo hacia políticas económicas más ortodoxas. Este cambio no es sólo económico sino también refleja otros movimientos fundamentales en los electorados, en particular el descontento creciente de la población con temas como la seguridad y la corrupción creciente en las instituciones políticas.

En ambos países la situación fiscal es un condicionante significativo. Pero en las democracias modernas, el éxito o el fracaso de las políticas económicas está íntimamente ligado a los desarrollos políticos. En particular, en ambos países los gobiernos enfrentan sus desafíos macroeconómicos en minoría parlamentaria. Por cierto, esta situación es una característica bastante común en la región en el presente.

En economías altamente integradas al mercado internacional de capitales, los desequilibrios macroeconómicos heredados de los gobiernos populistas ponen un desafío particularmente difícil. Por un lado, el ajuste necesario en las cuentas fiscales requiere la implementación de reformas que pueden resultar en una mayor conflictividad social, lo que milita a favor de un enfoque gradualista. Por otro lado, un enfoque gradualista en lo fiscal requiere de un mayor flujo

de financiamiento y, por ende, expone a la economía a un mayor riesgo financiero. El dilema de elegir entre un ajuste más inmediato (o de shock) y el gradualismo ha sido central para entender lo ocurrido en la Argentina y es clave para evaluar las opciones disponibles para el próximo gobierno en Brasil.

El dilema sobre la velocidad óptima del ajuste fiscal es un tema que otros países de la región han enfrentado en el pasado. En algunos casos exitosos de gradualismo la presencia de mecanismos claros de compromiso sobre el sendero fiscal, incluyendo la adopción de metas acordadas con el FMI, han jugado un rol determinante en mitigar la brecha de credibilidad que típicamente está asociado a los enfoques gradualistas.

Una pregunta que el Comité se pone a lo largo de esta declaración es en que medida la experiencia de Argentina conlleva lecciones relevantes para Brasil. Para entender en profundidad estas posibles lecciones, y los desafíos que ambos países enfrentan, es necesario considerar las importantes similitudes y diferencias que existen entre la Argentina y el Brasil. Por un lado, es indudable que ambos países enfrentan desafíos fiscales formidables. En ambos países, existe déficit fiscal primario y los niveles de deuda pública son elevados en comparación con su PBI. Y ambas economías enfrentan una tasa de crecimiento económico bajo o negativo, en parte producto de situaciones cíclicas o temporarias y en parte por bajos niveles de productividad producto de complejos regímenes regulatorios e impositivos que desalientan a la inversión.

Por otro lado, las realidades de Argentina y Brasil son bien diferentes en algunos aspectos importantes. Brasil no ha enfrentado una crisis cambiaria y no tiene un problema de financiamiento externo como el de Argentina que, en este último caso, se manifiesta en la necesidad de reducir un abultado déficit en la cuenta corriente del balance de pagos. En contraste, la deuda pública externa y las necesidades de financiamiento externo del sector público de Brasil son bajas. Sin embargo, mientras el endeudamiento externo del sector privado es muy moderado en el caso de la Argentina, es relativamente alto en el caso de Brasil. En materia monetaria y de inflación, las realidades de ambos países son también distintas. Mientras en la Argentina, la tasa de inflación ha sufrido un aumento considerable durante el año en curso y la credibilidad de la política monetaria ha sido débil, Brasil ha mantenido una tasa de inflación baja y estable y su banco central ha fortalecido su credibilidad de modo significativo.

Estas similitudes y diferencias requieren una discusión diferenciada de ambos casos, independientemente de que algunos desafíos que enfrentan la Argentina y el Brasil sean compartidos, y que existan lecciones para ambos de sus propias experiencias. En ambas economías, el escenario internacional juega un rol fundamental en la determinación de los resultados de las políticas económicas. Antes de adentrarnos en un análisis más detallado de los desafíos que enfrentan la Argentina y el Brasil durante el próximo año, analizaremos en la próxima sección cómo ha cambiado recientemente el escenario internacional.

## 2. El escenario internacional

En nuestra declaración de abril de este año, el Comité había alertado sobre la posibilidad de que la economía global pudiese enfrentar una tormenta perfecta. Dicha tormenta se originaría en una reducción de los flujos de capitales debido a un endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos y un aumento en la conflictividad comercial, en particular entre los Estados Unidos y China. Es importante aclarar que, a pesar de que la Argentina y Brasil han quedado al margen de medidas proteccionistas directas por parte de los Estados Unidos, estas economías sí están alcanzadas por los efectos indirectos de los conflictos comerciales.

En base a desarrollos recientes, **el Comité cree que los desafíos externos para América Latina aumentarán significativamente durante 2019 por varias razones.** Para empezar, está la ralentización del crecimiento global. Ya en la segunda mitad del año 2018 el crecimiento de la economía mundial se desaceleró en todas sus regiones, incluyendo los Estados Unidos, Europa y China. Para 2019, se espera que el crecimiento de la economía mundial baje a 3.5%, comparado con 3.8% en 2018 y 2017. Esto significa un menor volumen de comercio internacional para América Latina y menores precios de las materias primas. Reflejando una menor demanda global y la consecuente sobreoferta, el precio del crudo bajó casi que 35% en 2018, afectando a los países productores de petróleo de la región.

La probabilidad de una intensificación de los conflictos comerciales puede empeorar aún más el escenario global, a pesar de las efímeras señales de distensión entre China y los Estados Unidos ocurridas durante la última reunión del G-20. El empeoramiento se daría por dos canales. El primero es la reducción de los flujos de comercio internacional, lo que conlleva a una menor tasa de crecimiento global. El segundo es el aumento de la incertidumbre para los mercados financieros que ya se ha manifestado en una caída importante de los mercados accionarios en los Estados Unidos y en el mundo.

El ciclo de normalización de la política monetaria por los Estados Unidos impactará sobre los flujos de capitales. En la medida en que la Reserva Federal continúe aumentando la tasa de interés en 2019, esto llevaría a una disminución adicional en los flujos de capitales hacia las economías emergentes. La consecuencia sería un mayor grado de dificultad para los países de América Latina para emitir deuda y acciones en los mercados globales de capitales.

Existen síntomas en el mercado de capitales que apuntan a una mayor probabilidad de que ocurra una desaceleración más fuerte de la que se anticipaba en la economía de los Estados Unidos y de la economía global, acompañada de una creciente aversión al riesgo. Los principales síntomas son una caída de 10% del índice S&P y la duplicación del índice VIX de volatilidad del mercado accionario. En los mercados de renta fija, se observa un achatamiento, incluso una leve inversión, de la curva de rendimientos en el mercado de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y un aumento en la prima de riesgo en el mercado de alto rendimiento (high yield) de bonos

corporativos. Un agravamiento de estas condiciones, que están estrechamente ligadas a la mayor incertidumbre sobre la evolución de los conflictos comerciales y sus consecuencias, puede conllevar a una fuga hacia activos líquidos de alta calidad y, por ende, a un frenazo brusco de los flujos de capital a los mercados emergentes. Sin embargo, estos síntomas coexisten con indicadores rezagados que apuntan en dirección opuesta como, por ejemplo, un mercado laboral dinámico con una tasa de desempleo históricamente muy baja, al menos en los Estados Unidos.

En resumen, menor crecimiento global, incertidumbre sobre la política comercial y una caída en los flujos de capitales hacia las economías emergentes parecen ser los ingredientes de una tormenta perfecta para la región en el 2019. Por esta razón, **el Comité cree que América Latina, y Argentina y Brasil en particular, no tiene asegurado un amplio acceso al financiamiento externo. Sería muy riesgoso posponer el ajuste macroeconómico y la implementación de reformas estructurales que aumenten la productividad y las tasas de crecimiento.**

### 3. Argentina

El año 2018 ha sido extremadamente difícil para la economía argentina. Por un lado, el marco inicial de política económica, resumido en el término “gradualismo” y aplicado tanto al ámbito fiscal como al monetario, desembocó en una importante crisis de facetas multidimensionales. La crisis se inició en el mercado cambiario produciéndose una importante devaluación de la moneda, para luego extenderse rápidamente al mercado de crédito vía un frenazo brusco en el financiamiento externo y al consecuente aumento en la prima de riesgo país. Estos desarrollos frenaron un incipiente proceso de crecimiento y enviaron a la economía hacia una recesión que el Comité estima generará una contracción del PBI del orden del 1.8% en el año 2018. Asimismo, la crisis cambiaria ha producido un recrudecimiento en la inflación que alcanzará un 45% anual en 2018.

El Comité cree que la reacción del gobierno ha sido rápida en cuanto a su solicitud de apoyo financiero al FMI y, a la vez, que el respaldo del FMI al gobierno argentino ha sido contundente, especialmente en cuanto al monto record de asistencia del orden de los US\$ 57.000 millones y su desembolso adelantado en el tiempo. Esto es particularmente importante en vistas a las dudas que el Comité había manifestado respecto de cómo la comunidad oficial internacional respondería a nuevas turbulencias financieras en mercados emergentes.

El programa económico acordado con el FMI supone cambios importantes en las políticas fiscal y monetaria. Por un lado, el gobierno ha abandonado el gradualismo y ha decidido acelerar la reducción en el déficit fiscal, apuntando a lograr el equilibrio primario en 2019. Ello reducirá las preocupaciones sobre la viabilidad de la deuda. Dada la alta dolarización de la deuda pública (aproximadamente un 70% del total), la relación deuda pública bruta a PBI ha aumentado a un nivel superior al 80% como resultado de la devaluación.

Por otro lado, el gobierno modificó sustancialmente el marco de política monetaria, eliminando inconsistencias (tales como el financiamiento monetario del déficit fiscal) y abandonando el

régimen de metas de inflación, el que fue reemplazado por una meta sobre la base monetaria y la adopción de una zona de no intervención para la política cambiaria.

**El Comité cree que los cambios implementados en las políticas monetaria y fiscal, en conjunto con el masivo apoyo financiero del FMI, serán efectivos para estabilizar la economía argentina y que, de mantenerse el cumplimiento estricto de las metas acordadas, se darán las condiciones para dejar atrás la crisis y empezar una recuperación de la economía.**

Sin embargo, este escenario positivo está sujeto a importantes riesgos. En particular, debido al escenario externo más desafiante y a las elecciones presidenciales que el país enfrenta hacia fines de 2019, el Comité cree que la mejora en las condiciones financieras y el descenso en la prima de riesgo será muy gradual y la incertidumbre podrá recrudecer hacia mediados del año próximo. A pesar de ello, el Comité considera que es probable que la economía argentina empiece a recuperarse a comienzos del 2019, lo cual ayudaría de manera muy importante a la credibilidad y viabilidad política del programa económico.

Por ello, **el Comité recomienda a las autoridades un manejo muy activo de la composición y estructura de madurez del endeudamiento público durante el primer semestre del año próximo con el objetivo de asegurar la independencia financiera externa para el año 2020.** El apoyo financiero del FMI asegura el financiamiento externo del sector público para el año 2019 pero, dada la incertidumbre sobre el proceso político, será indispensable mejorar la estructura de madurez de la deuda pública y reducir su dolarización. Con respecto a este último punto, **el Comité cree que es particularmente importante reducir significativamente la tasa de dolarización de la deuda intra-sector-público.<sup>1</sup> El Comité considera que no existen motivos justificados para que la deuda intra-sector-público esté denominada en moneda extranjera.** En un mundo que mira fundamentalmente a los stocks de deuda pública bruta, dicha situación aumenta la percepción de dolarización de dicha deuda.

**Para reforzar la credibilidad del banco central, el Comité cree conveniente avanzar hacia la reducción y la eventual eliminación de deuda emitida por dicha institución.** Durante 2018 se avanzó en esta dirección al eliminar virtualmente al stock de deuda emitida por el banco central en tenencia del público (las Lebac). El Comité cree que eventualmente resultará conveniente hacer lo mismo con el stock actual de deuda emitida por el banco central en tenencia de los bancos (Leliqs) y utilizar en el futuro títulos emitidos por el Tesoro en las operaciones de mercado abierto para los fines de política monetaria. A pesar de que ha habido una mayor calma en el mercado de cambios en semanas recientes, y que ha existido una tendencia a que el tipo de cambio se acerque a la banda inferior de la zona de no intervención, la presencia de una aún muy alta tasas de interés

---

<sup>1</sup> Por motivos en parte históricos, la Argentina tiene un importante stock de deuda pública en manos de instituciones gubernamentales y una parte importante de dicho stock está denominada en moneda extranjera.

de referencia del banco central (la tasa de las Leliqs) muestra que la confianza en el peso es todavía débil. La recuperación de la credibilidad deberá estar acompañada por un descenso no inflacionario en las tasas de interés.

**El Comité cree que, en el contexto de política monetaria existente, el banco central podrá alcanzar un ritmo más rápido de desinflación. Ello podría requerir una reducción adicional en la tasa de ajuste de la banda de no intervención al 1% mensual a partir de abril de 2019.**

#### 4. Brasil

En enero de 2019, Jair Bolsonaro iniciará su mandato presidencial de cuatro años. El Comité cree que sus tres grandes retos serán implementar un fuerte ajuste fiscal para estabilizar la deuda pública interna, adoptar reformas estructurales para aumentar la productividad y crecimiento económico, y mejorar los servicios públicos relacionados a la seguridad, salud, y educación.

La nueva administración tendrá a su favor instituciones monetarias y financieras sólidas, lo que incluye una inflación baja y en la meta (4.0% anual). Brasil cuenta con una posición externa sólida, caracterizada por un déficit de cuenta corriente bajo (0.8% del PIB), un stock de reservas internacionales alto en relación con la deuda externa de corto plazo (US\$382bn), y un volumen manejable de necesidades de financiamiento externo para los próximos años. Además, Brasil tiene el potencial de experimentar una recuperación económica de corto plazo porque tiene un alto nivel de capacidad de subutilización industrial, una tasa de desempleo muy alta (12.2%), y sueldos reales bajos.

En su contra, el nuevo gobierno tendrá que enfrentar desafíos importantes. El principal es el grave problema fiscal que existe a todos los niveles de gobierno (federal, estadual, y municipal) y refleja un estado sobredimensionado e ineficiente. La deuda pública doméstica es alta, creciente, y de muy corta duración, aunque la participación de tenedores extranjeros es relativamente pequeña. Asimismo, el déficit fiscal es uno de los más altos del mundo, en el orden del 7.5% del PBI, del cual dos terceras partes son atribuibles al pago de intereses. Para estabilizar la deuda pública federal, el gobierno tendrá que implementar un ajuste primario de 5% a 6% del PBI.

El ajuste fiscal exigirá de inmediato la adopción de una difícil reforma de la seguridad social, cortes de subsidios, la eliminación de la indexación de salarios y pensiones, y la disminución en el grado de asignación específica de los ingresos federales. Todas estas reformas serán muy difíciles políticamente. Además, el gobierno tendrá que implementar un amplio programa de privatizaciones y concesiones, no solamente para generar ingresos como también disminuir el tamaño del estado y aumentar la calidad de los servicios públicos.

Un segundo gran desafío es la baja tasa de crecimiento, que refleja una insuficiente inversión y una baja productividad de la economía. Restablecer el crecimiento será clave para la viabilidad política del programa de Bolsonaro. Esto exigirá un conjunto de reformas políticamente difíciles,

que deberán privilegiar tres áreas: apertura comercial, reformas financieras para estimular el crecimiento del crédito y bajar el spread bancario, y reducción del “costo Brasil”. Este último proviene de una multiplicidad de factores, entre los cuales se destacan un sistema tributario costoso, complejo y distorsionante, un régimen laboral con altos costos unitarios del trabajo, y una maraña regulatoria que inhibe la competencia, la inversión y la eficiencia de los mercados.

El nombramiento de un equipo económico competente, que se espera que siga una línea pro-mercado y liberal, constituye una importante señal positiva inicial en materia económica. Sin embargo, uno de los grandes desafíos del nuevo gobierno será su capacidad de negociar con el Congreso un conjunto de reformas estructurales que son políticamente difíciles y potencialmente contractivas en el corto plazo. Muchas de estas reformas exigen la aprobación en Diputados y en el Senado en dos vueltas con una mayoría de por lo menos 60%. Esto será un desafío importante, porque el partido de Bolsonaro (PSL) no tiene más que 10% de Diputados y 5% del Senado. Esto exigirá negociaciones difíciles con un Congreso extremadamente dividido entre unos 30 partidos políticos distintos.

En este sentido, tener un buen programa y un buen equipo económico son condiciones necesarias aunque no suficientes para el éxito del gobierno. **El Comité cree que será sumamente importante coordinar la secuencia y la intensidad de las reformas y del ajuste con medidas que puedan recuperar la confianza de los mercados y del sector privado, para que el gobierno pueda ser capaz de estimular el crecimiento a través de la inversión privada y las exportaciones.** De igual importancia será la capacidad del gobierno para atraer capital externo hacia la reconstrucción de la infraestructura y el financiamiento de la inversión privada.

**El Comité cree que una lección importante de la experiencia argentina es que la gravedad del problema fiscal no le dará margen al nuevo gobierno en Brasil para adoptar un enfoque excesivamente gradual en la implementación del programa económico.** Esto es más importante aún en un escenario externo que será mucho más difícil para Brasil en el 2019 de lo que fue para Argentina en los años 2016-2017.

## 5. Más allá del ajuste

Una buena noticia es que tanto Argentina como Brasil tienen espacio para iniciar una etapa de recuperación cíclica de la actividad económica, siempre y cuando los programas macroeconómicos tengan credibilidad. El rebote en la actividad económica es altamente factible por el simple hecho de que ambos países vienen de un periodo recesivo. Sin embargo, recuperación no es sinónimo de una mayor tasa de crecimiento de mediano y largo plazo. El rebote es la parte relativamente fácil; el gran desafío es elevar consistentemente el estándar de vida de la población y cerrar la brecha con respecto al ingreso per cápita de los países avanzados. Esta es una agenda que va más allá de las políticas macroeconómicas y requiere grandes esfuerzos en reformas estructurales.

La agenda de reformas estructurales orientadas al crecimiento tendrá que ser definida en función a las circunstancias propias de cada país. No hay una receta única al respecto. Sin embargo, es clave que las reformas sean diseñadas de forma que mitiguen eficazmente los riesgos a la baja (i.e., reducir la probabilidad de que ocurran crisis macro-financieras con efectos adversos persistentes sobre el potencial de crecimiento), se exploten al máximo las oportunidades y no exacerbe la desigualdad de oportunidades que caracteriza a la región. En este sentido, se pueden identificar áreas comunes a los dos países que no pueden ignorarse.

En particular, es necesario promover una mayor y más profunda integración a los mercados internacionales de bienes, servicios y factores productivos. La evidencia histórica muestra que los países emergentes que han logrado un crecimiento alto y sostenido son aquellos con un desempeño vigoroso de su sector exportador que pudieron conectarse oportunamente a las grandes cadenas globales de valor y/o los países que son motores del crecimiento global.

En declaraciones anteriores, el Comité ha enfatizado el concepto de Regionalismo Abierto, entendido como un círculo virtuoso en el que el proceso de integración comercial al mundo esté diseñado como para potenciar las fortalezas de integración regional y las inversiones en bienes públicos regionales. En este contexto, **el Comité cree que el cambio de gobierno en Brasil, en conjunto con el gobierno argentino, ofrecen una oportunidad sin precedentes para promover una modernización sustantiva del Mercosur y la convergencia hacia la Alianza del Pacífico. Esto hará que la región avance hacia el Regionalismo Abierto.**

La integración comercial será más fácil cuando las políticas macroeconómicas domésticas sean más estables y, en especial, se consolide una mayor credibilidad de los bancos centrales. Y en América Latina, la credibilidad de los bancos centrales se ha fortalecido de manera considerable. No obstante las grandes ventajas de tener un banco central creíble y profesional, los países de América Latina, incluyendo Brasil y Argentina no emiten monedas de reserva, y esto ha motivado que se acumulen reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad a shocks provenientes del mercado internacional de capitales.

Algunos países emergentes han mitigado estos riesgos con arreglos de coordinación regional. Por ejemplo, el sur de Europa tiene acceso al Banco Central Europeo y al European Stability Mechanism (ESM). Los países asiáticos emergentes y Japón establecieron un fondo de liquidez llamado la Chiang-Mai Multilateralized Initiative. **El Comité cree que América Latina podría fortalecer su red de seguridad regional con base en una ampliación y modernización del Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR).<sup>2</sup>**

Esta declaración fue redactada conjuntamente por:

---

<sup>2</sup> CLAAF emitió una declaración sobre el rol del FLAR en Diciembre de 2012. Ver, [https://es.claaf.org/wp-content/uploads/sites/2/2016/06/27\\_Declaracion.pdf](https://es.claaf.org/wp-content/uploads/sites/2/2016/06/27_Declaracion.pdf)



**Guillermo Calvo**, profesor, Universidad de Columbia; ex economista jefe, Banco Interamericano de Desarrollo

**Augusto De La Torre**, Adjunt Professor, School of International Public Affairs, Columbia University, USA. Ex Presidente del Banco Central del Ecuador y Ex Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial.

**Roque Fernandez**, profesor de Economía, Universidad UCEMA; ex ministro de Economía, Argentina

**Pablo Guidotti**, profesor, Universidad Torcuato di Tella; ex viceministro de Finanzas, Argentina

**Paulo Leme**, Profesor de Finanzas, Universidad de Miami School of Business, USA, y ex CEO de Goldman Sachs en Brasil.

**Guillermo Perry**, investigador no residente, Center for Global Development; profesor, Universidad de los Andes; ex Ministro de Finanzas, Colombia; Ex-Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial

**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

*El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece al Centro para el Desarrollo Global (CGD) por su apoyo general; y al Banco de la Ciudad de Buenos Aires, el Banco Central de Chile y el Fondo de Reserva Latinoamericano (FLAR) por financiar sus actividades. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus Declaraciones.*