



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

**Declaración No. 42**

**Buenos Aires, 18 de Diciembre de 2019**

**América Latina: Un Velero en Aguas Turbulentas**

**I. Fragilidades estructurales de América Latina**

En la última década, América Latina ha experimentado una disminución significativa en su tasa de crecimiento económico. Aunque existen distintas causas posibles de este fenómeno, pueden identificarse en la región algunas fragilidades estructurales particularmente notorias en comparación a otras regiones.

En primer lugar, América Latina exhibe una baja tasa de ahorro en comparación a otras regiones. La tasa de ahorro de América Latina se sitúa aproximadamente en un 20% del PBI comparado, por ejemplo, a niveles superiores a 30% del PBI en Asia. Para el caso de Argentina la tasa de ahorro ha caído a niveles cercanos al 14%, el más bajo de la región.

En segundo lugar, una baja tasa de ahorro implica una alta dependencia de las economías del financiamiento externo. El persistente exceso de la tasa de inversión por sobre el ahorro doméstico se traduce en déficits de cuenta corriente del balance de pagos. Estos déficits se han reducido en los últimos años debido a la falta de inversión y crecimiento.

En tercer lugar, en comparación a otras regiones del mundo, América Latina exhibe un alto grado de apertura a los mercados internacionales de capitales y, a la vez, un bajo grado de apertura al comercio internacional. Más aún, la falta de diversificación de las exportaciones de algunas de las economías de la región puede contribuir a aumentar su vulnerabilidad externa, especialmente a cambios bruscos en los flujos de capitales.

En cuarto lugar, la vulnerabilidad de la región se ha visto agravada en tiempos recientes por un deterioro en las posiciones fiscales y un significativo aumento en las deudas pública y corporativa. El crecimiento del endeudamiento ya está comenzando a traducirse en una disminución del apetito de los inversores internacionales hacia activos latinoamericanos en favor de un crecimiento en la demanda de activos corporativos de alto rendimiento de EE. UU.

Estas debilidades estructurales están a su vez conviviendo con una mayor incertidumbre en la economía global derivada de la mayor conflictividad comercial entre los EE. UU. y China. Además, la disminución en la tasa de crecimiento de la economía china afecta directamente a los mercados de materias primas importantes para la región.

En quinto lugar, América Latina exhibe una baja productividad que explica en parte la disminución reciente en el crecimiento económico regional. La baja tasa de crecimiento económico convive además con otra característica preocupante: América Latina es una de las regiones del mundo con más alta desigualdad del ingreso, en niveles similares a los existentes en África.

La combinación de crecimiento económico anémico y alta desigualdad es uno de los factores que está impulsando una fuerte ola de descontento en la región. El descontento se ha manifestado de forma obvia en diversas protestas populares en Chile, Colombia, y Ecuador.

A su vez, con el rápido desarrollo y crecimiento de las redes sociales, el descontento social se ha hecho mucho más visible y las nuevas tecnologías han permitido que las protestas se retroalimenten con mayor facilidad.

Al mismo tiempo, existe cierta disociación entre la respuesta de los sectores políticos tradicionales y el fenómeno de protesta social. El sistema político no se ha modernizado al ritmo del desarrollo tecnológico de las redes sociales.

## **II. ¿Cómo debe responder la política económica?**

Frente a la dependencia de la región del financiamiento externo, la política fiscal debe propender a generar espacio fiscal para poder responder contracíclicamente frente a situaciones de frenazos bruscos en los mercados de capitales. Para poder generar espacio fiscal, es crucial lograr niveles de deuda pública a PBI que sean sostenibles en el tiempo bajo distintos escenarios de estrés macroeconómico.

Aunque existe discusión en la profesión acerca de qué niveles de endeudamiento público pueden cumplir con requisitos de sustentabilidad intertemporal, el Comité cree que las economías de América Latina deben propender a tener niveles de endeudamiento público significativamente menores a los actuales. Más aún, no es solamente el volumen de deuda que define su

sustentabilidad, sino algunas de sus características esenciales tales como su estructura de madurez y su grado de dolarización.

En la actualidad, países como Chile y Perú se encuentran con ratios de deuda pública a PBI que son saludables, pero varios países tales como Argentina, Brasil, Colombia, México y Uruguay exhiben ratios de deuda pública a PBI significativamente más altos. En promedio, la región tiene un ratio de deuda pública a PBI superior al 50%. Estos niveles exceden, en la opinión del Comité, a los niveles que permiten un amplio espacio fiscal. Más aún, el panorama regional de las calificaciones internacionales de riesgo refuerza esta percepción ya que muestra que la mayor parte de los países se encuentran calificados como de alto riesgo o, en el mejor de los casos, en los primeros escalones del grado de inversión.

En algunos países, a pesar de los esfuerzos por desarrollar los mercados de capitales domésticos vía el crecimiento de inversores institucionales, tales como fondos de pensión y compañías de seguros, todavía existe un significativo grado de dolarización en los sistemas bancarios y en los mercados de deuda. La dolarización financiera magnifica las vulnerabilidades financieras aludidas y complican fuertemente el manejo de la política monetaria. Sin embargo, el proceso de disminuir la dolarización conlleva un sesgo cortoplacista en los mercados de deuda pública y privada.

Además del deterioro fiscal, el descontento social en América Latina también refleja una respuesta a un uso ineficiente de los recursos públicos, ya sea porque no se destinan suficientemente a la inversión en comparación al gasto corriente, o porque se han hecho más visibles los casos de corrupción en la asignación de los fondos públicos.

La consolidación fiscal requiere enfrentar dilemas difíciles en términos de la elección de los instrumentos a utilizar, en particular si se reduce el gasto público o se aumenta la presión tributaria. Evidencia empírica reciente tiende a mostrar que las experiencias de austeridad fiscal tienen efectos bien distintos sobre la actividad económica dependiendo de si la consolidación fiscal se instrumenta vía disminuciones de gasto o aumentos en la presión tributaria. En particular, dicha evidencia sugiere que la recuperación en el crecimiento económico es más rápida y más fuerte cuando la austeridad fiscal se basa en disminuciones en el gasto más que en aumentos de impuestos.<sup>1</sup>

La obtención de un mayor espacio fiscal requiere prestar mucha atención al diseño de los programas de gasto de manera que respondan claramente a políticas contracíclicas. Un programa transitorio de gasto público permite que éste tenga un impacto más expansivo sobre la actividad económica al reducir las expectativas del público de que el mayor gasto permanente debilite la sustentabilidad fiscal o se traduzca en mayores impuestos en el futuro.

---

<sup>1</sup> Alesina, A., Favero, C. y F. Giavazzi, "Austerity: When it Works and when it Doesn't", Princeton University Press, 2019.

La política monetaria y cambiaria es otro elemento central a la hora de enfrentar y disminuir la vulnerabilidad externa. El Comité reconoce que la mayoría de los países de la región consideran a la flexibilidad cambiaria como el mejor mecanismo para amortiguar los efectos de shocks externos sobre la economía doméstica. Sin embargo, también reconoce la importancia de acumular reservas internacionales por arriba de las necesidades de financiamiento externo y la conveniencia de intervenir en el mercado de cambios para evitar apreciaciones rápidas y profundas en el tipo de cambio.

Frente a una baja tasa de crecimiento los gobiernos pueden verse tentados a estimular la actividad económica por medio de estímulos al consumo, a veces focalizados especialmente hacia los sectores de menores recursos y hacia los beneficiarios del sistema de seguridad social. El estímulo de la demanda es muchas veces visto como un mecanismo válido para incrementar la oferta. Aunque en algunos casos esto puede ser válido, tres consideraciones son relevantes. En primer lugar, las políticas destinadas a fomentar el consumo pueden ir precisamente en contra del objetivo de aumentar la tasa de ahorro de la economía, una de las debilidades que aumentan la dependencia del financiamiento externo.

En segundo lugar, una política de estímulo al consumo mediante el gasto público deteriora a la situación fiscal y la sustentabilidad de la deuda pública. En este sentido, una política de estímulo de la demanda tiene sentido en situaciones donde el gobierno cuenta con espacio fiscal, como ocurrió en el caso de Chile durante la última crisis global, y puede responder con una política contracíclica. En estos casos, es importante que los programas de gasto estén específicamente diseñados como estímulos transitorios y que no depriman a la demanda vía la anticipación de una futura mayor presión tributaria.

En tercer lugar, el estímulo al consumo no se traslada automáticamente a mayor inversión. Para que ello ocurra, las decisiones de inversión deben contar con la expectativa de condiciones tributarias, regulatorias y financieras estables. Aquí también la percepción de que existe un espacio fiscal genuino, y que los estímulos fiscales no ponen en peligro la sostenibilidad fiscal es central a la hora de generar un círculo virtuoso que redunden en una mayor inversión.

El bajo crecimiento económico de la región refleja en gran parte una baja tasa de productividad. Parte de las causas de la baja productividad es, en algunos casos, producto de políticas que intentan favorecer a las pequeñas y medianas empresas que son identificadas como sectores vulnerables, pero a la vez como importantes generadores de empleo. Un buen ejemplo de este tipo de distorsiones se presenta en el caso de México. A pesar de que a lo largo de los años México expandió y diversificó su sector transable en base a una sólida base manufacturera, ese crecimiento no se trasladó al resto de la economía. Esta falla es principalmente atribuida a las significativas y crecientes distorsiones microeconómicas que inhiben la asignación eficiente de los recursos domésticos y proveen incentivos para la mayoría de las empresas de permanecer pequeñas y a ser mayormente familiares. Estos incentivos se basan en sistemas impositivos y regulatorios segmentados que colocan la mayor parte del gravamen en las empresas más grandes

y eficientes, mientras que protege a las más pequeñas de los impuestos y de las contribuciones al seguro social, aunque proveyéndoles escasa seguridad social y beneficios de salud.

En otros casos, el énfasis en favorecer a las pequeñas unidades económicas es contraproducente en términos del aprovechamiento de economías de escala y de una mayor eficiencia en general y contribuye a una mayor informalidad laboral e impositiva.

### **III. La Importancia de las Redes de Seguridad Financiera**

Las políticas domésticas deben ser complementadas por una red de seguridad financiera tanto a nivel internacional como a nivel regional. El Fondo Monetario Internacional (FMI) constituye la principal red de seguridad financiera global con la que cuenta América Latina. Durante 2018 y 2019, el FMI ha participado de manera importante como prestamista de última instancia a países que lo han requerido. El caso más sustantivo de apoyo financiero ha sido el de Argentina que ha recibido hasta la fecha una asistencia de USD 44 mil millones bajo la modalidad de acceso excepcional, equivalente a aproximadamente el 6% de la capacidad prestable del organismo, excluyendo el uso del General Agreement to Borrow (GAB). Luego de una renegociación en el año 2018, el programa ha sido interrumpido en el contexto del cambio de gobierno luego de las elecciones presidenciales de Noviembre de 2019 y se encuentra en la actualidad a la espera de una renegociación. Asimismo, el Ecuador ha alcanzado un Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI en 2018 que acaba de ser renegociado exitosamente.

De estas experiencias surge que la capacidad del FMI de actuar como prestamista de última instancia en la región es sin duda considerable a nivel de países individuales, aunque su capacidad prestable parece aún algo limitada en el caso de generarse situaciones de frenazos bruscos en los movimientos de capitales a nivel sistémico. Además, el Comité nota que la asistencia financiera del FMI requiere, además del cumplimiento de los criterios de condicionalidad establecidos en el acuerdo, una determinación del organismo sobre la probabilidad de cumplimiento futuro y sobre la sustentabilidad de la deuda pública. Esta situación genera la probabilidad que, en casos de cambios de gobierno, la asistencia del FMI pueda interrumpirse, como ha ocurrido en el caso argentino.

El Comité cree que situaciones como las descritas son buenos ejemplos de porqué es conveniente que la región siga profundizando el desarrollo de una red de seguridad regional. El organismo que en la actualidad encabeza dicha tarea es el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR). El FLAR ha cumplido precisamente un rol muy complementario al jugado por el FMI. En particular, ha intervenido brindando un apoyo financiero puente a países que se encontraban en negociaciones para alcanzar acuerdos con el FMI, tal como en el caso de Colombia.

El Comité cree que para fortalecer y expandir la capacidad prestable y dotar de mejores instrumentos a la red de seguridad financiera regional organizada por el FLAR, es necesario que las principales economías de la región ingresen a formar parte de la membresía del organismo, en

particular Argentina, Brasil, Chile y México. El Comité cree que una red de seguridad financiera regional fuerte, en complemento con el FMI, constituye no solo una protección de interés individual de sus miembros, sino que contribuirá a reducir la probabilidad de crisis financieras sistémicas en América Latina.

*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 2019. El Comité es totalmente independiente y autónomo en redactor sus declaraciones.*

Esta declaración fue redactada conjuntamente por:

**José De Gregorio**, Decano del Departamento de Economía de la Universidad de Chile. Ex Presidente del Banco Central de Chile.

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

**Roque B. 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, Miami Business School, Universidad de Miami

**Liliana Rojas-Suarez**, presidente, CLAAF; Directora de la Iniciativa Latinoamericana y Senior Fellow del Center for Global Development; ex economista jefe para América Latina, Deutsche Bank