



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

Declaración No. 44
Washington D.C., 29 de junio del 2021

Política Fiscal en Tiempos de Polarización: Abordando los Complejos Dilemas de América Latina

Para ver la presentación de la declaración, clique [aquí](#)

Resumen Ejecutivo

- Pese a que la resistencia política y social a las reformas, sobre todo a las fiscales, se ha intensificado, la región debe transformar el rebote esperado en la actividad económica (post-COVID) en una recuperación sostenida que facilite la creación de empleo.
- No se debe escatimar el uso de los recursos públicos para responder a la pandemia. Pero la respuesta, además de ser sustancial, también debe ser transitoria.
- Será clave que la expansión fiscal en el corto plazo se complemente con un compromiso sólido con la responsabilidad fiscal a mediano plazo. La respuesta fiscal de corto plazo debe ser acompañada por medidas proactivas que fortalezcan la posición fiscal estructural.
- Este es un momento en el que hay que evitar equivocaciones en materia de política económica que puedan ser muy costosas en el largo plazo: el riesgo de que se lleven a cabo respuestas miopes y populistas y políticas erróneas ha aumentado
- Las políticas públicas se deben enfocar simultáneamente en reducir la inseguridad y los riesgos y en mantener y mejorar las transferencias a las poblaciones de bajo ingreso.
- Los organismos multilaterales deben ofrecer los recursos que requieren los países con acceso limitado a los mercados internacionales de capital, con una condicionalidad que asegure que los recursos lleguen a los sectores a los que estén destinados y que no promueva las fugas de capital.
- El FMI debe continuar fomentando la responsabilidad fiscal y el uso eficiente de los recursos; más aún en el actual y complejo contexto político de la región. Promover una expansión fiscal general que vaya más allá de la indispensable (y transitoria) respuesta a la pandemia podría favorecer que se lleven a cabo políticas que son inconsistentes a lo largo del tiempo (*time inconsistent*).
- Los formuladores de política de América Latina deben permanecer alerta ante el riesgo de posibles interrupciones súbitas de los flujos de capital, y acumular colchones de liquidez para protegerse de dicho riesgo.

I. Introducción

En las últimas dos décadas el desarrollo económico de América Latina ha sido decepcionante, en especial si se compara con otras regiones emergentes como Asia. Esto se ha debido, al menos en parte, a una combinación de factores como la inestabilidad macroeconómica, un proceso incompleto de integración al comercio internacional y a los mercados financieros globales y debilidades institucionales y del estado de derecho que en algunos países frena la inversión y el crecimiento. En este difícil contexto, la pandemia del COVID-19 ha golpeado particularmente fuerte a la región y sus efectos probablemente serán persistentes. Por tanto, no debe descartarse una nueva “década perdida.” Además, debido a importantes retrasos en la vacunación y al uso de vacunas con bajos niveles de eficacia, varios países de la región están sufriendo una “segunda ola” de infecciones, que es considerablemente más rápida y potente que la inicial.

Pese a esta situación sin precedentes, en 2021 la mayor parte de los países de América Latina tendrán un rebote en su actividad económica. Gracias a la distribución global de vacunas y al fin de los confinamientos más estrictos, existe la oportunidad de transformar un rebote mecánico en una recuperación económica sostenida. Sin embargo, muchos países de la región continúan afrontando dificultades para obtener vacunas de calidad que permitan lograr la inmunidad de rebaño y para administrar sus escasas existencias disponibles de una manera eficiente y transparente.

Mientras lidia con estos desafíos, América Latina se ve favorecida por un entorno global más benigno debido a la expansión de la demanda global, la reanudación de los flujos de capital a los mercados emergentes y al auge de los precios de las materias primas. En este contexto, ***el Comité cree que, aunque comprensiblemente la oposición política y social a las reformas (sobre todo a las fiscales) se ha intensificado, la región debe dar un paso al frente y convertir el esperado rebote cíclico post-COVID en una recuperación prometedora que facilite la creación de empleo.***

La coyuntura actual genera riesgos significativos. Por un lado, dada la tremenda amenaza que supone esta crisis a nivel sanitario y económico para las familias, los gobiernos tienen la obligación de responder a las nuevas olas de la pandemia de manera contundente, con medidas de gasto y asistencia dirigidas a las poblaciones más vulnerables. Por otro lado, las condiciones externas favorables pueden inducir a los políticos de la región a subestimar los riesgos que suponen a largo plazo altos niveles de déficit y deuda pública. ***El Comité cree que el amplio sufrimiento y los retrocesos que ha generado la pandemia, reduciendo el bienestar social, han producido un incremento sustancial de la presión sobre el gasto público y ha dado lugar a un mayor riesgo de que se cometan errores en materia de política económica y se tomen medidas miopes y populistas. Este es el momento de estar alerta y evitar equivocaciones que pueden ser costosas en el largo plazo.***

II. Un dilema clave: ¿cuánta respuesta y cuánta consolidación fiscal debe haber?

Por un lado, la respuesta sanitaria a la pandemia, en términos de testeo y vacunación, ha sido muy pobre en comparación con otras regiones. Chile y Uruguay son las excepciones a esta norma y países como Argentina y Brasil han tenido respuestas particularmente lentas e ineficientes. El acceso limitado a vacunas y la ineficiencia de las políticas sanitarias en varios países (como Argentina, Brasil, México y Perú, por ejemplo) requerirían una respuesta más fuerte del gobierno y, posiblemente, un mayor gasto. Mejorar la respuesta pública en materia sanitaria para poder relanzar la actividad económica de una manera rápida, segura y sostenible es, sin ninguna duda, una condición necesaria para lograr el crecimiento de América Latina.

Por otro lado, pese a implementar estímulos fiscales, en torno al 4% del PIB en promedio, que son significativamente menores a los de los países avanzados, América Latina enfrenta importantes desafíos fiscales. En un contexto de tasas de crecimiento muy bajas de forma sostenida desde antes de la pandemia, las debilidades fiscales se traducen en una mayor incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda. Mientras la pandemia continúe, los altos niveles de deuda pública se ciernen como la espada de Damocles en algunos países, en especial en aquellos donde la deuda está principalmente denominada en dólares y/o es particularmente sensible a variaciones en las tasas de interés.

La combinación de este bajo crecimiento y las debilidades fiscales producen un gran interrogante: ¿cómo responder a la pandemia de forma que se mantenga la sostenibilidad fiscal y, por tanto, el acceso sostenido a los mercados de capital internacionales con bajas tasas de interés? Algunos países, como Chile y Perú, que comenzaron la pandemia con una situación fiscal sólida, tienen la capacidad de emitir deuda en los mercados internacionales a tasas de interés que no dificultan la sostenibilidad fiscal. Sin embargo, hay otros países en la región donde la pandemia ha aumentado unos niveles de deuda que ya eran altos —por ejemplo, Brasil y Uruguay— y países que han perdido prácticamente todo acceso al mercado —como Argentina, Ecuador y Venezuela.

El Comité reconoce que, evidentemente, responder a la pandemia es necesario y que los gobiernos no deben escatimar el uso de sus recursos, siempre y cuando estos se utilicen de manera adecuada. A priori, la financiación mediante la emisión de deuda es apropiada ya que, si bien la respuesta fiscal a la pandemia puede ser grande, también debe ser transitoria. En el caso de los países cuya posición fiscal es más débil y cuyo acceso a la financiación externa es más limitado, los organismos multilaterales deberían facilitar el acceso a los recursos necesarios, y que no se puedan obtener en los mercados internacionales de capital, para lidiar con la pandemia.

Sin embargo, *el Comité también reconoce que la necesaria respuesta fiscal probablemente debilite los balances del fisco y la sostenibilidad de la deuda en el mediano y largo plazo. El Comité considera que la respuesta fiscal a corto plazo debe ser acompañada por medidas proactivas que fortalezcan la posición fiscal estructural.* Poner en riesgo la sostenibilidad fiscal y de la deuda a mediano plazo, en pos de la necesaria respuesta a la pandemia, puede ser políticamente atractivo hoy, pero socialmente costoso mañana. *El Comité cree que combinar la expansión fiscal en el corto plazo con un fuerte compromiso con la responsabilidad fiscal en el*

mediano plazo es clave para lograr mantener la credibilidad y el acceso al financiamiento externo en términos favorables, y para establecer los cimientos de un crecimiento saludable que incluya equidad social. Como se discute más abajo, nuevos riesgos que surgen del entorno global hacen este problema cada vez más importante.

El COVID-19 ha impactado de una forma muy desigual a distintos sectores económicos y segmentos de la población. Como resultado, la pandemia ha aumentado la desigualdad de ingresos en todo el mundo. *El Comité considera que es fundamental evitar una recuperación que agrave la desigualdad y la pobreza. ¿Deberían usarse los impuestos como un instrumento que contenga la desigualdad y limite un mayor deterioro fiscal? El Comité cree que, aunque hay margen para aumentar la presión impositiva en algunos países, esta es muy alta en otros (sobre todo en Argentina y Brasil) y, en estos países, un incremento de los impuestos podría ser perjudicial, afectando negativamente a la inversión privada, que es clave para la recuperación.* Por un lado, como demuestra el caso de Colombia, incluso cuando hay margen para incrementar la base impositiva y reducir la evasión de impuestos, estas son políticas de mediano-largo plazo que pueden generar una considerable oposición política si se las trata de implementar durante la pandemia. Por otro lado, medidas que serían más populares políticamente, como “subir los impuestos a los ricos,” probablemente tengan un impacto muy limitado a la hora de incrementar los ingresos públicos y podrían aumentar la incertidumbre que enfrentan los inversionistas. *Por tanto, el Comité cree que es momento de diseñar nuevos mecanismos mediante los cuales el Estado pueda abordar las principales preocupaciones que enfrenta la sociedad al tiempo que garantiza la estabilidad fiscal y de la deuda soberana.*

¿Cómo se podría lograr esto? Una de las principales preocupaciones desde el inicio de la pandemia ha sido el incremento en la inseguridad de la población relacionada con la dificultad para conseguir empleo, mantener sus niveles de ingreso y acceder a los servicios públicos. Aún más, en algunos países la pandemia ha evidenciado las severas debilidades de los servicios de salud, que se reflejan en la falta de doctores, que a su vez no están bien remunerados, y en la insuficiencia de la infraestructura hospitalaria y de equipo médico. *En este sentido, el Comité considera que las políticas públicas deben estar dirigidas a reducir la inseguridad y el riesgo, así como a mantener y mejorar los programas de transferencias dirigidas a los individuos de bajo ingreso. Uruguay es un muy buen ejemplo de cómo un sistema de seguridad social integral y bien desarrollado ha facilitado una respuesta eficiente a la pandemia y limitado las exigencias de políticas populistas.* Es cierto que los programas de asistencia social han mejorado sustancialmente en la mayor parte de la región en términos de enfoque y de eficacia y han ayudado a reducir la pobreza. Estos programas han canalizado alrededor del 70% de las ayudas relacionadas con el COVID. Sin embargo, América Latina necesita reformas significativas y “músculo” fiscal para alcanzar los estándares de Uruguay. A diferencia de la asistencia social, que entra en funcionamiento *ex-post*, los sistemas de seguridad social son especialmente relevantes para ayudar a los ciudadanos que viven por encima de la línea de la pobreza y que necesitan protección *ex-ante* contra la pérdida del empleo, el envejecimiento y los shocks sanitarios. Los sistemas de seguridad social serán, por tanto, un componente cada vez

más importante del pacto social y, en consecuencia, de la legitimidad del funcionamiento de las democracias representativas de la región.

Un punto clave a considerar es si una preocupación excesiva por la sostenibilidad fiscal por parte de los gobiernos puede facilitar el aumento del populismo en la región. ***Aunque el Comité reconoce la importancia de asegurar que la respuesta a la pandemia sea consistente con la sostenibilidad fiscal, sería contraproducente ignorar las nuevas tendencias políticas de la región, que son resultado tanto de la debilitación de las instituciones y de la polarización como de las dificultades económicas que enfrentan, en especial, los segmentos de menor ingreso de la sociedad.*** Los momentos de cambio estructural ofrecen oportunidades para que se produzcan, también, cambios en la sociedad que puedan conducir a reformas estructurales y un crecimiento renovado. Por desgracia, estos cambios también pueden llevar a populismos que son económicamente insostenibles e, incluso, a cataclismos institucionales, como es el caso de Venezuela. Las experiencias de la región en los años 70 son un doloroso testimonio de estos descarrilamientos.

En este contexto, ¿debería tener el FMI un rol que facilite la resolución de los desafíos señalados? Si es así, ¿desempeña el FMI este rol eficazmente? En la [Declaración número 43](#), el Comité hizo un llamamiento a que el FMI incrementara su apoyo a la región ofreciendo recursos que estimamos deberían estar entre 200 y 300 mil millones de dólares. Es más, en la Declaración número 43 se decía: ***“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.”***

En el actual contexto de cambios y desafíos políticos, ***el Comité considera que el FMI debe continuar fomentando la responsabilidad fiscal y el uso eficiente de unos recursos escasos. El FMI no debe promover de manera mecánica en los países emergentes la implementación de políticas que funcionan en las economías avanzadas.*** El espacio fiscal es más limitado e incierto en los mercados emergentes. Estos tienen menores ratios de impuestos sobre el PIB, sus ingresos fiscales están relacionados con las materias primas, por lo que son más volátiles, y enfrentan tasas de interés más elevadas y curvas de rendimiento más empinadas. Además, se ven obligados a lidiar con la alta volatilidad de los flujos de capital que dependen no solo de la evaluación de los inversores de la sostenibilidad de la deuda, sino también de factores fuera del control de los países: los shocks relacionados con la política monetaria en el resto del mundo y con el apetito por el riesgo de los inversores.

El Comité cree que, si el FMI promueve una expansión fiscal general que vaya más allá de la indispensable (y transitoria) respuesta a la pandemia podría incentivar a que se llevaran a cabo políticas que son intertemporalmente inconsistentes, o sea promesas de bienestar social que quedarán incumplidas. Aunque en el corto plazo incluso los mercados de capital, debido a sus propios intereses, financien amplias expansiones fiscales, si estas no están adecuadamente diseñadas, pueden conducir a una ola de reestructuraciones de deuda pública en el futuro. Para

América Latina, esto tendría unas consecuencias económicas y políticas trágicas, que podrían revertir los avances que muchos países han logrado construyendo instituciones financieras y fiscales sólidas en las últimas décadas.

Cuando la pandemia retroceda gracias a la vacunación y la demanda agregada se expanda, los déficits de cuenta corriente probablemente aumenten. La historia nos ha enseñado que déficits de cuenta corriente sustanciales y persistentes son ingredientes esenciales en los episodios de *sudden stops* (interrupciones súbitas de los flujos de capital). Es posible que, tras muchos años en los que las tasas de interés internacionales han sido inusualmente bajas y en los que ha habido una gran inyección de liquidez, la economía global experimente una normalización de las tasas de interés en un futuro próximo. Las políticas de la Reserva Federal de los EEUU han sido extraordinariamente expansivas durante la pandemia y los agregados monetarios han alcanzado niveles récord, mucho mayores que los que se dieron durante la Crisis Financiera Global.

Desde el año pasado, además, Estados Unidos se ha embarcado en una política fiscal muy expansiva. Esto es preocupante porque el aumento del gasto público puede causar un sobrecalentamiento de la economía estadounidense, ya que se espera que el *output gap* (la brecha entre el PBI observado y el potencial) se cierre antes del fin del año. Con la reapertura de la economía estadounidense, el consumo privado y la inversión pueden incrementarse significativamente y amplificar el efecto del masivo estímulo fiscal. El Comité considera que, sin una respuesta preventiva de la Reserva Federal y sin un control del gasto público, las expectativas de inflación de EEUU podrían aumentar y llevar a la Reserva Federal a adoptar una política excesivamente restrictiva en el futuro.

La política monetaria expansiva de la Reserva Federal puede estar, además, causando una “nueva” inflación, la de los precios de los activos. Cabe decir que la fortaleza de la bolsa de valores podría estar sostenida, al menos en parte, por la significativa expansión de liquidez y los récords de ingresos de algunas empresas, que justifican así sus altas valoraciones. Pero, si la razón principal de los elevados precios de los activos es la actual política monetaria super expansiva, estos mismos precios serán muy sensibles a la necesaria normalización de la política monetaria. Además, debido a las tasas de interés reales cercanas a cero o negativas y la búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), el *margin borrowing* ha aumentado. También, más recientemente, un número mayor de pequeños inversores han comenzado a invertir en bolsa usando sus ahorros y parte de las transferencias que han recibido de los gobiernos. Todo esto sugiere que las fragilidades financieras han aumentado considerablemente. En este contexto, ***el Comité cree que los formuladores de políticas de América Latina deben permanecer alerta ante la evolución de los déficits de cuenta corriente y tratar de acumular colchones de liquidez para poder lidiar con las posibles interrupciones súbitas de los flujos de capital y minimizar el impacto sobre las primas de riesgo-país. Al mismo tiempo, deben enfatizar políticas que atraigan inversión extranjera directa estable y de largo plazo en vez de flujos de capitales de corto plazo.***

El Comité Latino Americano de Asuntos Financieros (CLAAF) reconoce agradecidamente el apoyo financiero del Center for Global Development, el Banco Central de Chile, y FLAR por financiar sus actividades durante el 2021. El Comité es totalmente independiente y autónomo al redactar 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.

Ernesto Talvi, ex Director de la Iniciativa para América Latina, Brookings Institution. Ex Director Académico, CERES. Ex Canciller, Uruguay.

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