

Políticas para combatir la pandemia



Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2020

COORDINADO POR

Victoria Nuguer | Andrew Powell



Políticas para combatir la pandemia

Coordinado por
Victoria Nuguer y Andrew Powell

Banco Interamericano de Desarrollo

2020

**Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo**

Políticas para combatir la pandemia / coordinado por Victoria Nuguer y Andrew Powell.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

“Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2020.”

1. Coronavirus infections-Economic aspects-Latin America. 2. Coronavirus infections-Economic aspects-Caribbean Area. 3. Fiscal policy-Latin America. 4. Fiscal policy-Caribbean Area. 5. Monetary policy-Latin America. 6. Monetary policy-Caribbean Area. 7. Emergency management-Economic aspects-Latin America. 8. Emergency management-Economic aspects-Caribbean Area. I. Nuguer, Victoria, coordinadora. II. Powell, Andrew (Andrew Philip), coordinador. III. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Investigación y Economista Jefe.

IDB-AN-212

Copyright © [año de la primera publicación] Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



Contenido

Prefacio	v
Agradecimientos	vii
Capítulo 1 El coronavirus en América Latina y el Caribe y más allá.	1
Capítulo 2 Cómo mitigar la crisis a través de la política monetaria	15
Capítulo 3 Cómo aprovechar los sistemas financieros para ayudar a familias y empresas.	27
Capítulo 4 Política fiscal en tiempos del coronavirus.	41
Capítulo 5 Conclusiones.	53
Referencias bibliográficas	57

Prefacio

América Latina y el Caribe, junto con el resto del mundo, se enfrenta a un desafío sin precedentes para contener la propagación del nuevo coronavirus y reducir al mínimo la pérdida de vidas. Los esfuerzos por contener el virus han dado lugar a un cambio completo en las perspectivas económicas y en el debate sobre políticas.

Aquí en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo, habíamos preparado un informe muy diferente, centrado en la macroeconomía y la desigualdad. Estaba totalmente maquettato y listo para ser publicado, pero al estallar este brote, tuvimos que cambiar de rumbo muy rápidamente para responder a la nueva situación.

Este informe consta ahora de cinco capítulos. El primero ofrece un resumen de la evolución de la economía mundial, de la forma en que puede repercutir en la región y de ideas sobre cómo la región puede responder. A continuación, hay tres capítulos más detallados sobre las políticas monetarias, el sector financiero y las políticas fiscales. En cada capítulo se examinan las condiciones iniciales, antes de producirse esta crisis, un análisis de las posibles respuestas de política y se incluye información sobre lo que están haciendo los países. Un último capítulo reúne las principales conclusiones de política. El presente informe adopta una perspectiva regional y se complementa con un conjunto de resúmenes que examinan estas cuestiones a nivel de cada país.

Esta crisis es un gran desafío para la región, como lo es para prácticamente todos los países del mundo. En los últimos años, la región ha avanzado en la recuperación del espacio fiscal y en el desarrollo de marcos monetarios y financieros sólidos, pero no existen condiciones macroeconómicas perfectas cuando se produce una emergencia como ésta y nos vemos obligados a gestionar la crisis con los recursos de los que disponemos. Será imperativo hacer el mayor uso posible de ellos, lo que significa diseñar bien los programas, pero también vigilar para asegurarse de que están haciendo lo que se pretende hacer. También significa calibrar las intervenciones de manera que se preserve la estabilidad macroeconómica y financiera tanto durante la crisis como cuando ésta comience a menguar.

Las crisis tienen un impacto desproporcionado en los pobres y vulnerables. Esto significa que las cuestiones de la desigualdad y la exclusión sólo serán más pertinentes y difíciles. Volveremos a estos importantes temas, aprovechando el conjunto de trabajo que ya hemos realizado, en un futuro próximo.

Las próximas semanas no serán fáciles y los encargados de la formulación de políticas se verán sometidos a una gran presión con muchas decisiones difíciles de tomar. Como siempre, el Banco Interamericano de Desarrollo está dispuesto a proporcionar apoyo financiero y técnico de la mejor manera posible. Confío en que las políticas adecuadas pueden reducir los costos humanos y económicos para una recuperación relativamente rápida. Esperamos que este informe sea una contribución útil para asegurar estos resultados.

Eric Parrado

Economista Jefe

Agradecimientos

Este informe fue elaborado por un equipo de economistas del Departamento de Investigación, la División de Gestión Fiscal y Municipal de la Vicepresidencia de Sectores y Conocimiento, y la Vicepresidencia de Países. El informe de este año fue producido bajo la dirección de Victoria Nuguer y Andrew Powell, ambos pertenecientes al Departamento de Investigación.

Los principales autores de cada capítulo son los siguientes:

Capítulo 1	Andrew Powell
Capítulo 2	João Ayres, Rodrigo Heresi y Victoria Nuguer
Capítulo 3	Juan Manuel Hernández, Victoria Nuguer y Andrew Powell
Capítulo 4	Luis Alejos, Leandro Andrian, Martín Ardanaz, Alejandro Izquierdo, Carola Pessino y Oscar Valencia
Capítulo 5	Andrew Powell

Eric Parrado, Economista Jefe y Gerente General del Departamento de Investigación, colaboró con numerosos comentarios y sugerencias.

Varios colegas proporcionaron comentarios e información sumamente útiles en diversas etapas de la producción de este libro, entre ellos: Fabiano Bastos, Juan Blyde, Matías Busso, Francesca Castellani, Eduardo Cavallo, Osmel Manzano, Marcos Robles, David Rosenblatt, Marta Ruiz Arranz y los 26 economistas de país del Banco Interamericano de Desarrollo.

Leonardo Barreto, Salim Syed Chanto, Marina Conesa, Carolina Correa, María José González, Jorge Hirs y Andrea Vilchez proporcionaron una valiosa ayuda en la investigación. Leonardo Barreto y Marina Conesa colaboraron con asesoría y una gran eficiencia a Victoria Nuguer y Andrew Powell durante todo el proceso.

Rita Funaro y Tom Sarrazin editaron el informe. Cathleen Conkling-Shaker, Federico Volpino, Sebastián Oliva, Aglae Parra, John D. Smith y Adela Torrente proporcionaron un valioso apoyo. Alberto Magnet realizó la traducción del informe al español. The Word Express elaboró el diseño de la portada y la composición del volumen.

CAPÍTULO 1

El coronavirus en América Latina y el Caribe y más allá

El crecimiento prácticamente se paralizó en 2019 para América Latina y el Caribe. En enero de 2020 se esperaba una recuperación del crecimiento hasta el 1,6% para el año en curso¹, pero ese panorama ahora ha cambiado radicalmente como resultado de la crisis humana y económica provocada por el novedoso coronavirus.² Los países de la región están adoptando medidas decisivas para evitar la propagación del virus. Estas medidas de contención equivalen a un cierre parcial y organizado de la economía y llevarán a una pérdida significativa del PIB. Se trata de una situación sin precedentes. Las fuertes caídas generalizadas del PIB tienen poco en común con los ciclos económicos o de negocios normales, y hay bastante incertidumbre sobre la forma en que esta crisis puede evolucionar. En la primera parte de este capítulo de un Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe abreviado se analizan los acontecimientos mundiales y algunos escenarios de crecimiento en la región. En la segunda parte se ofrece un panorama general de las posibles respuestas de política: se incluyen tres capítulos más detallados sobre la situación monetaria, en los que se analizan las medidas de política que están adoptando los bancos centrales, la situación del sector financiero y la forma en que puede emplearse como vehículo para proporcionar alivio a las empresas y los hogares, y un capítulo sobre la situación fiscal y las posibles medidas de política fiscal. El capítulo final reúne las principales conclusiones.

El panorama y algunos riesgos seleccionados

En enero de 2019 se esperaba que el crecimiento de América Latina y el Caribe fuera del 2% para ese año, pero las estimaciones recientes indican que el resultado fue casi nulo. La desaceleración fue provocada por un crecimiento mundial más lento y una serie de factores internos. En enero de 2020, se esperaba una modesta recuperación que se traduciría en un 1,6% para 2020 y un 2,3% para 2021. Estas estimaciones ahora han cambiado radicalmente debido al nuevo brote de coronavirus.

¹ IMF (2020b).

² El resto del informe utiliza el término coronavirus para referirse al nuevo coronavirus y a la enfermedad que provoca, COVID-19.

En enero de 2019, se esperaba que la producción mundial aumentara en un 3,5% durante ese mismo año, pero las estimaciones recientes la sitúan en sólo un 2,9% para 2019. Las tensiones comerciales y la incertidumbre política general fueron citadas como los principales culpables, empujando al mundo a una recesión manufacturera. Tras estos acontecimientos, se produjeron algunos hitos en el comercio, con la fase 1 del tratado comercial entre China y los Estados Unidos acordada, el acuerdo comercial entre los Estados Unidos, México y el Canadá ratificado por el Congreso de los Estados Unidos, y la salida relativamente ordenada del Reino Unido de la Unión Europea (frecuentemente denominada Brexit).

Pero la crisis del coronavirus ahora ha provocado costos humanos y económicos muy importantes en todo el mundo. A principios de abril de 2020, los casos seguían creciendo a un ritmo cada vez mayor, habiendo alcanzado más de 1.000.000 infectados en ese momento.³ Los modelos del equipo de respuesta de COVID-19 de los Estados Unidos sugieren que el número de muertes en los Estados Unidos puede superar los 100.000 y posiblemente incluso llegar a 240.000 o más.⁴ Para poner esto en contexto, unas 8.100 personas contrajeron el síndrome respiratorio agudo severo (SARS) en todo el mundo entre noviembre de 2002 y julio de 2003 y 774 murieron.⁵ Dada la naturaleza altamente contagiosa del coronavirus, los países se han visto obligados a recurrir a medidas extremas, entre ellas cuarentenas, confinamiento y cierres generalizados de empresas, para frenar su propagación, tratar de evitar que los hospitales se vean desbordados y salvar vidas.⁶ En la primera mitad de 2020 se producirá una fuerte disminución del PIB en todo el mundo. Mucho depende de la duración esperada de la crisis y de la forma y la velocidad de la recuperación. Varios de los principales bancos de inversión prevén un crecimiento negativo de la economía mundial para 2020, de entre el -1% y el -3% del PIB, pero con un alto grado de incertidumbre que acompaña a estas cifras.

El brote comenzó en Wuhan, una ciudad de 11 millones de habitantes en la provincia central china de Hubei. Hubo tres fases de respuestas políticas al brote en esa ciudad. En un análisis académico detallado dirigido por la Escuela de Salud Pública de Harvard se sostiene que sólo la tercera fase, un cierre muy agresivo, logró finalmente controlar el brote.⁷ La experiencia de Wuhan ilustra que medidas contundentes pueden cambiar la trayectoria en los grandes centros urbanos. Otros países, como Corea del Sur y Singapur

³ Las cifras provienen del Centro de Recursos del Coronavirus de Johns Hopkins: <https://coronavirus.jhu.edu/map.html>.

⁴ <https://www.nytimes.com/2020/03/31/world/coronavirus-live-news-updates.html>.

⁵ <https://www.cdc.gov/sars/index.html>.

⁶ Científicos del Imperial College modelaron el brote a partir de datos del Reino Unido y los Estados Unidos y, en influyentes informes, abogaron por estas fuertes medidas para frenar la propagación, “aplanar la curva” y reducir las muertes en general. Véase Walker et al. (2020) y Stein (2020) para un debate.

⁷ Véase <https://sites.sph.harvard.edu/china-health-partnership/event/wuhan-cases-prof-lin-xihong/> y Fang, Wang y Yang (2020) sobre el papel de las restricciones de movilidad en la propagación del coronavirus.

parecen haber tenido cierto éxito con medidas menos intrusivas a nivel nacional, como pruebas a mayor escala, localización de contactos y políticas de cuarentena. Podría decirse que estos países también estaban mejor preparados que muchos, dada su experiencia con el brote de SARS en 2002.⁸

Para enero de 2020 se preveía que la economía china se desacelerara del 6,1% en 2019 al 6,0% en 2020 y al 5,8% en 2021. Dados los acontecimientos de los últimos meses, es difícil predecir cuál será la tasa de crecimiento de China, pero parece probable que se produzca una gran reducción en el primer trimestre, seguida de una recuperación. Hay mucha incertidumbre tanto en cuanto a la magnitud de la disminución como a la velocidad del rebote. Los principales bancos de inversión sugieren que el crecimiento en China puede ser de entre el 1% y el 3% para 2020, pero hay incertidumbre en cuanto a este rango.⁹ La buena noticia es que hay señales de que la recuperación está en marcha.

La economía estadounidense entró en su undécimo año de expansión en 2020 (la expansión más larga registrada), con un desempleo inferior al 4%, un crecimiento esperado de alrededor del 2% para el año y una inflación que aumentaba lentamente hasta el objetivo del 2% de la Reserva Federal. En diciembre de 2019, el miembro medio del Comité de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal esperaba que el tipo de interés oficial se mantuviera constante para 2020 (con una minoría que esperaba una subida) y que aumentara un 0,25% en 2021. Sin embargo, este panorama ha cambiado ahora de manera bastante dramática, y en un período muy corto, dado el aumento de casos de coronavirus. En un intento por frenar la propagación, a finales de marzo de 2020 la mayoría de los estados de los Estados Unidos, Washington, D.C. y Puerto Rico tenían directivas de permanencia en el hogar que afectaban a cerca del 85% de la población, o unos 227 millones de personas, con todos los negocios no esenciales cerrados.¹⁰

Este cierre parcial ya ha tenido un impacto dramático en la economía, con un aumento inicial de pedidos de seguro de desempleo de 3,3 millones para la semana que termina el 21 de marzo, seguido de un segundo récord de unos 6,6 millones para la semana que termina el 28 de marzo. El récord anterior era de 695.000 en octubre de 1982.¹¹ Este rápido retroceso en el empleo borró el aumento de puestos de trabajo desde 2015 y puso fin a una década récord en la que se crearon unos 22 millones de puestos de trabajo. La tasa de desempleo de 4,4% registrada en marzo de 2020 es aproximadamente la de 2017, pero esto sólo tiene en cuenta la primera parte del mes y por lo tanto lo peor aún está por manifestarse.¹²

⁸ <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2020/03/26/how-singapore-and-south-korea-deal-with-coronavirus-quarantine-measures/>.

⁹ Esta declaración se basa en la encuesta Bloomberg de proyecciones de crecimiento.

¹⁰ <https://www.businessinsider.com/us-map-stay-at-home-orders-lockdowns-2020-3>.

¹¹ <https://www.dol.gov/ui/data.pdf>.

¹² <https://www.nytimes.com/2020/04/03/business/economy/coronavirus-jobs-report.html>.

El índice S&P 500 del mercado de valores amplio cayó un 23% desde finales de 2019 hasta el 1 de abril de 2020. La Reserva Federal redujo la tasa de política monetaria en un 0,5% el 3 de marzo, y luego en un 1% hasta cerca de cero el 15 de marzo, y anunció un conjunto de nuevas medidas extraordinarias para apoyar la economía. El Congreso de los Estados Unidos aprobó un paquete fiscal sin precedentes de US\$2,2 billones con un conjunto de medidas de alivio y apoyo adicional para el sector de salud. Nuevamente, es muy difícil predecir las tasas de crecimiento en estas circunstancias. Como en el caso de China, la mayoría de los analistas prevén una caída drástica del PIB, en particular en el segundo trimestre. Hay diversas opiniones sobre la rapidez y la magnitud de la recuperación, que están vinculadas a opiniones sobre qué tan rápido se puede contener la propagación del virus y qué tan rápido puede empezar a disminuirse el número de nuevos casos y muertes. Hay una gran variación en las proyecciones de los principales bancos de inversión, que van desde un crecimiento ligeramente negativo para el año hasta un crecimiento de alrededor del -3%, o peor.¹³

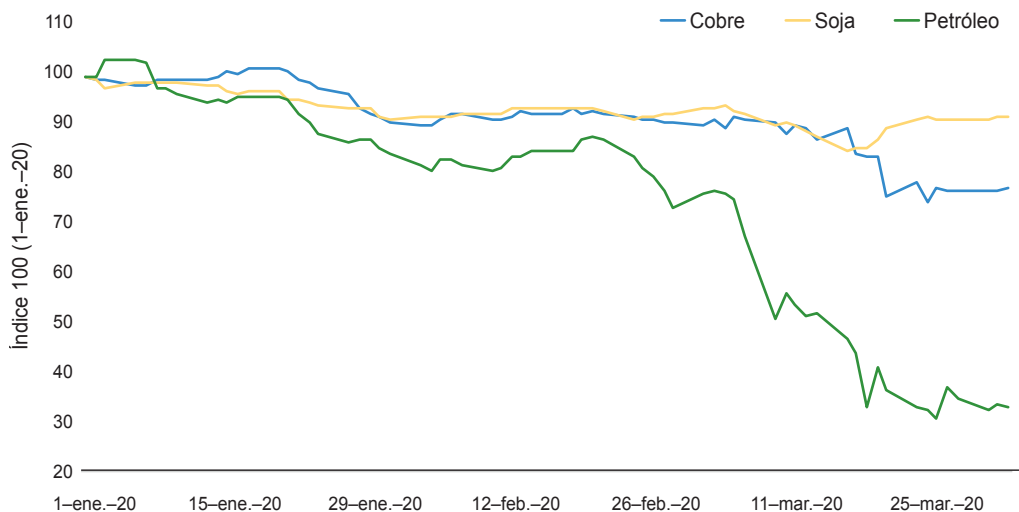
Para enero de 2020, también se esperaba que las economías de la zona euro crecieran, aunque a tasas bajas, con un crecimiento que se elevaría del 1,2% en 2019 al 1,3% y el 1,4% en 2020 y 2021, respectivamente. Asimismo, se esperaba que el crecimiento en el Reino Unido aumentara marginalmente del 1,3% en 2019 al 1,4% en 2020 y al 1,5% en 2021. Pero el coronavirus ha vuelto a cambiar esta perspectiva drásticamente. Italia ha sufrido uno de los peores brotes del mundo, junto con España y otros países. Los principales bancos de inversión proyectan para el 2020 tasas de crecimiento para la zona euro en el rango de -1.5% a -5% y aún peor en algunos casos.¹⁴

La fuerte caída de la demanda de China y luego del resto del mundo hizo bajar los precios de las materias primas (véase Gráfico 1.1). Además, el mercado del petróleo se vio afectado por el hecho de que los miembros de la OPEP no acordaron objetivos de producción. Los precios del petróleo crudo al contado de West Texas Intermediate cayeron de US\$61 por barril a finales de 2019 a US\$20 por barril para el 20 de marzo de 2020. El 1 de abril de 2020, la pendiente positiva de la curva de futuros del petróleo, que superaba unos tipos de interés muy bajos, indicaba que el mercado esperaba que los precios se recuperaran hasta superar los US\$30 por barril a finales de año y hasta alrededor de US\$35 por barril a mediados de 2021. Una pauta similar se observaba en los futuros de petróleo de Brent. Posteriormente, los rumores de nuevos objetivos de producción de la OPEP provocaron subidas de precios y volatilidad en el mercado.

La curva de volatilidades implícitas que se desprende de los precios de las opciones sobre futuros de petróleo también es de particular interés. Sugiere una incertidumbre muy sustancial a corto plazo con una volatilidad esperada extremadamente alta. Por ejemplo, el 1

¹³ Esta afirmación se basa en el estudio de Bloomberg sobre las proyecciones de crecimiento.

¹⁴ Esta afirmación se basa en el estudio de Bloomberg sobre las proyecciones de crecimiento.

Gráfico 1.1 Índices de precios de las materias primas

Fuente: Cálculos del BID en base a datos de Bloomberg.

Nota: El gráfico representa los precios al contado o spot de las materias primas del 1 de enero de 2020 al 1 de abril de 2020. El cobre se refiere a los precios de grado 1 de Nueva York, la soja se refiere al precio spot de Chicago y el petróleo se refiere a los precios spot WTI. El índice se calcula de manera que el 1 de enero de 2020 sea igual a 100.

de abril de 2020, la volatilidad implícita fue del 120% para las opciones sobre el contrato de futuros de mayo de 2020. Pero para las opciones sobre los futuros de diciembre de 2020, la volatilidad implícita fue de alrededor del 55% y del 40% para las opciones de futuros de febrero de 2021.¹⁵ Esto sugiere que existe una enorme incertidumbre a corto plazo, pero el mercado espera que esa incertidumbre se disipe sustancialmente a principios de 2021.

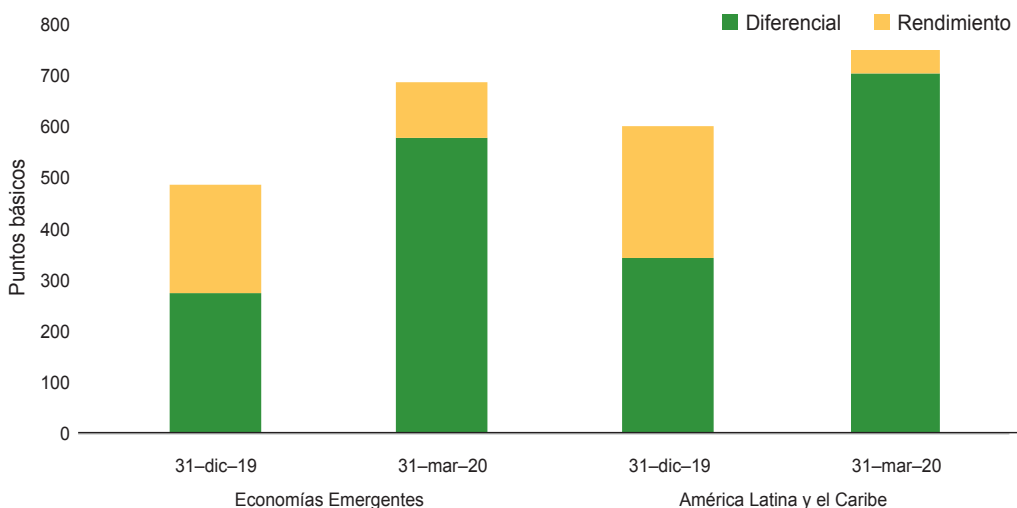
Los precios de otros productos básicos también han bajado, pero las disminuciones no han sido tan drásticas como las del petróleo. Los precios del cobre cayeron de US\$2,80 por libra a finales de 2019 a US\$2,17 por libra a finales de marzo de 2020.¹⁶ Los precios de la soja cayeron de US\$9,45 por bushel a tan sólo US\$8,07 por bushel el 17 de marzo de 2020, pero se recuperaron a US\$8,71 por bushel para el 1 de abril de 2020.¹⁷ A principios de abril de 2020, las curvas de los futuros de estos productos básicos se mantuvieron bastante planas.

Los mercados emergentes también han sufrido considerables aumentos de los diferenciales de los bonos, debido a un aumento de la aversión al riesgo entre los inversores y a una “huida hacia la calidad” en los mercados financieros. El diferencial del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés) para América Latina y el

¹⁵ Precios tomados de la Bolsa Mercantil de Chicago el 1 de abril de 2020. Véase también la herramienta de Estructura de Términos de Volatilidad del Grupo CME: <https://www.cmegroup.com/tools-information/quikstrike/volatility-term-structure.html>.

¹⁶ Cobre spot de grado 1 de Nueva York.

¹⁷ Precios spot de la soja en Chicago.

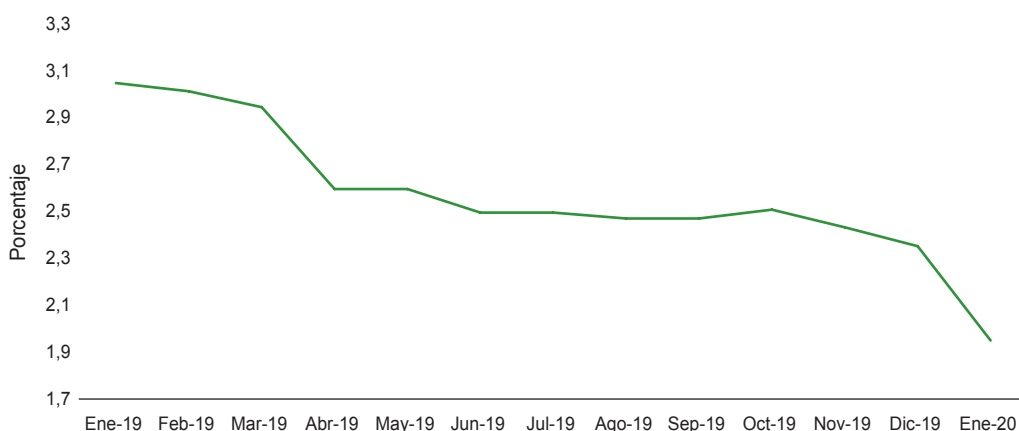
Gráfico 1.2 Rendimientos y diferenciales de bonos EMBI de mercados emergentes

Fuente: Cálculos del BID en base a datos de Bloomberg.

Caribe se duplicó, pasando de 346 puntos básicos a finales de 2019 a 703 puntos básicos a finales de marzo de 2020. Aun así, las tasas de interés de los Estados Unidos cayeron durante ese mismo período. Los rendimientos del EMBI siguieron aumentando, de 6,03% a 7,53% (un incremento de 150 puntos básicos) durante el mismo período, lo que indica un mayor costo de financiamiento. Pero estos promedios ocultan una variación considerable, con subidas muy pronunciadas de los rendimientos en Argentina y Ecuador y aumentos más moderados en Chile, Guatemala, Paraguay y Perú. En el Gráfico 1.2 se ilustra el incremento de los diferenciales y los rendimientos para las economías emergentes y los promedios de América Latina y el Caribe. La subida general de los márgenes y rendimientos de los bonos y la fuerte caída de los precios de las acciones ha ido acompañado de retiros de los fondos de acciones y bonos de los mercados emergentes y de una fuerte caída de la entrada de capitales. Esto puede ser un hecho particularmente preocupante para los países con importantes déficits en cuenta corriente. Estas cuestiones se examinan más a fondo en el Capítulo 2.

Los dramáticos acontecimientos en China, Europa y los Estados Unidos tendrán un impacto considerable en América Latina y el Caribe. Además, se producen en un momento en que el crecimiento de América Latina y el Caribe ha disminuido considerablemente, del 1,1% en 2018 al 0,1% en 2019, o del 1,8% al 0,8% si se excluye a Venezuela en el agregado.¹⁸ Gran parte de la desaceleración de la región se debió a factores más idiosincrásicos, en particular en las economías más grandes, como Argentina, Brasil y México. Además, las

¹⁸ Véase FMI (2020b).

Gráfico 1.3 El reclamo social y la disminución de las expectativas de crecimiento en 2020

Fuente: Cálculos del BID en base a encuestas de analistas privados realizadas por bancos centrales y publicadas en Revela BID y en Bloomberg.

Nota: Las expectativas de crecimiento se corresponden con el promedio simple en 2020 para Bolivia, Ecuador, Chile y Colombia.

previsiones de crecimiento en Bolivia, Chile, Colombia y Ecuador habían disminuido, en parte como resultado de las protestas sociales que aumentaron la incertidumbre. De mayo de 2019 a diciembre de 2019, la reducción media de las expectativas de crecimiento en 2020 para estos cuatro países fue de unos 0,25 puntos porcentuales del PIB, y de enero de 2019 a enero de 2020, de más de un punto porcentual (Gráfico 1.3). No obstante, considerando la región en su conjunto, en enero de 2020, antes de que estallara la crisis del coronavirus, se esperaba que el crecimiento económico para 2020 mejorara en comparación con el de 2019, debido en gran parte a las recuperaciones previstas en Argentina, Brasil y México.

Riesgos para el crecimiento en América Latina y el Caribe

La crisis del coronavirus está dominando las noticias y ha afectado dramáticamente las perspectivas económicas de la región. A finales de enero de 2020, el crecimiento previsto para el año era de aproximadamente el 1,5% para un grupo de 14 economías más grandes incluidas en un modelo estadístico de la economía mundial. Dados los acontecimientos globales expuestos anteriormente, este modelo puede emplearse para considerar cómo podrían repercutir en América Latina y el Caribe.¹⁹ Este ejercicio en particular se basa en la suposición de que el choque es externo y no tiene en cuenta ningún impacto adicional que pueda derivarse de la gama de medidas que están adoptando los países para controlar la propagación del coronavirus.

¹⁹ El modelo es una Auto-Regresión Vectorial Global o G-VAR, por sus siglas en inglés. El modelo incluye 14 países de la región así como los grandes bloques económicos, como los Estados Unidos, China y los países europeos. Para más detalles, por favor véase Powell (2012) y Cesa-Bianchi et al. (2012).

Se elaboraron cuatro escenarios de choque que se denominaron moderado, fuerte, severo y extremo, aunque cabe señalar que incluso el escenario de choque moderado corresponde a un cambio importante en el panorama. Cada choque incluye pérdidas de PIB en China y los Estados Unidos, principalmente en el primer y segundo trimestres de 2020, y luego una recuperación hacia finales de 2020, y en algunos casos hasta 2021. También se incluye un choque del precio de los activos para simular la dislocación de los mercados financieros y el impacto en los flujos de capital. El modelo contiene tres precios de productos básicos como variables endógenas: el petróleo, un índice de metales y un índice de productos agrícolas. Si los bajos niveles de los precios del petróleo persisten, pueden tener graves repercusiones negativas para los exportadores de petróleo, como Colombia, Ecuador, México y Venezuela, así como para Bolivia, que exporta gas natural mediante contratos vinculados a los precios del petróleo, y Trinidad y Tobago, que exporta ambos. Sin embargo, los bajos precios del petróleo beneficiarán a los importadores de petróleo, especialmente en Centroamérica y los países del Caribe, y compensarán, en cierta medida, la caída de los ingresos por el turismo y las remesas. La reducción de los precios del petróleo también puede beneficiar a los productores agrícolas, como Argentina y Brasil. Sin embargo, los precios agrícolas también han disminuido y ambos países también exportan productos derivados del petróleo, lo que seguramente tendrá un efecto general negativo en las exportaciones. Los bajos precios de los metales afectarán a Chile y Perú. Los precios del petróleo y de los metales tienden a afectar a la producción, la inversión y los ingresos del sector público, pero tienen menos repercusiones en el empleo y el consumo privado. Los precios agrícolas tienden a afectar al empleo, la producción y el consumo, así como a los ingresos públicos debido a los impuestos a la exportación, especialmente en el caso de Argentina. Estas características no están modeladas explícitamente, pero las relaciones estadísticas estimadas incorporan esos factores implícitamente.

El modelo se estima a partir de datos históricos y hay dos características que destacan. La primera es que la región suele tardar en recuperarse de choques fuertes, aunque el resto del mundo se recupere con relativa rapidez. En otras palabras, hay cierta persistencia en el modelo. La segunda es que, si bien puede haber cierto repunte en China o en las economías avanzadas y las tasas de crecimiento pueden superar la tendencia anterior durante algunos trimestres, esto no ocurre en ninguno de los escenarios para América Latina y el Caribe. Nuevamente, el modelo describe lo que podría pensarse como un comportamiento económico promedio dado el historial de crisis. Es posible que no capte todas las características muy particulares de esta situación sin precedentes.

En el Cuadro 1.1 se detallan los choques y los impactos en las tasas de crecimiento de la región en cada escenario de choque, junto con la pérdida de PIB. Otra forma de pensar en los choques de crecimiento es considerar las tasas de crecimiento de China y los Estados Unidos hasta 2020, que son esencialmente exógenas. En los cuatro choques se asume que China crecería 3,4%, 2,8%, 2,2% o 1,2% en 2020 a medida que los escenarios de choque

Cuadro 1.1 Impacto de los choques económicos globales negativos

Choques durante 2020 y el impacto en América Latina y el Caribe		Moderado	Fuerte	Severo	Extremo
Choque al PIB de EE.UU.		-1,9%	-2,7%	-3,2%	-4,4%
Choque al PIB de China		-1,5%	-1,5%	-1,5%	-2,0%
Choque al precio de los activos financieros		-10,0%	-15,0%	-18,0%	-20,0%
Crecimiento en 2020 en América Latina y el Caribe		-1,8%	-3,0%	-3,9%	-5,5%
Regiones/países	Crecimiento base (31-ene.-2020)	Pérdida anual estimada en el PIB en relación con el crecimiento base (Promedio 2020–2022)			
	Promedio (2020–2022)	Moderado	Fuerte	Severo	Extremo
América Latina y el Caribe	2,1%	-2,1%	-3,2%	-4,1%	-4,8%
Cono Sur excepto Brasil	1,4%	-3,1%	-4,5%	-5,5%	-6,7%
Región Andina	3,1%	-1,7%	-2,6%	-3,3%	-3,9%
Centroamérica y el Caribe	2,0%	-0,6%	-0,8%	-1,1%	-1,3%
Brasil	2,4%	-1,9%	-2,9%	-3,7%	-4,4%
México	1,6%	-2,3%	-3,4%	-4,5%	-5,3%

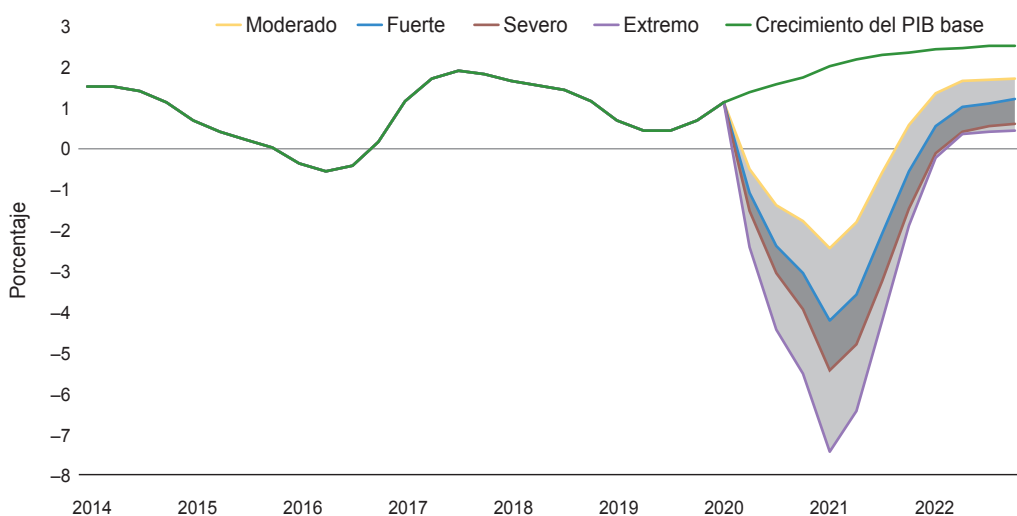
Fuente: Cálculos del BID.

Nota: Los resultados se derivan de un modelo G-VAR. Ver Powell (2012), Cesa-Bianchi et al. (2012) y Dees et al. (2007).

empeoren. Los Estados Unidos crecerían 0,1%, -0,7%, -1,3% o -2,1% en 2020 en los cuatro choques. Estas cifras se eligieron teniendo en cuenta las proyecciones de analistas, aunque cabe señalar que la mayoría de ellos también destacan la incertidumbre y la dificultad de hacer tales estimaciones. El choque del precio de los activos se modeló como una caída de los precios hasta 2020. Se estima que en todos los casos, salvo el del choque extremo, los precios de los activos se recuperan a medida que la incertidumbre se disipe hacia el final del año. Incluso el escenario extremo contempla una recuperación en los Estados Unidos y en China, aunque principalmente en el primer trimestre de 2021. La hipótesis aquí es que los precios de los activos se mantienen cerca de los valores bajos actuales hasta finales de 2020.

Como se observa en el Cuadro 1.1, la tasa de crecimiento resultante para la región en 2020, dependiendo del escenario, se sitúa entonces en un rango entre el -1,8% y el -5,5%, los choques fuerte y severo presentan rangos del -3,0% al -3,9%. Las tasas de crecimiento de la región se ilustran en el Gráfico 1.4. En el Cuadro 1.1 también se detalla que, según los choques moderado y extremo, la región podría perder entre el 6,3% y el 14,4% del PIB en los próximos tres años (asumiendo que las cifras de la tabla son el promedio anual por tres años).

Los países se verán afectados por los diversos canales mencionados. El Cono Sur (Argentina, Brasil, Chile, Paraguay y Uruguay) se verá afectado por los precios de los productos básicos; la actual dislocación de los mercados financieros y la caída de los flujos de entrada de capital pueden ser particularmente importantes, ya que los países

Gráfico 1.4 Crecimiento en América Latina y el Caribe en escenarios de choque alternativos

Fuente: Cálculos del personal del BID. El crecimiento base se extrae de las encuestas de Bloomberg y de FMI (2019).

tienden a estar integrados financieramente. En el Cuadro 1.1 se indica que esta subregión, con excepción de Brasil, se verá muy afectada en términos de pérdida de PIB. Brasil es una economía más grande, diversificada y cerrada, que tiene menor dependencia del financiamiento externo, al menos para el sector público, en este sentido es que se ve afectado algo menos que el promedio. La Región Andina (Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela) también se ve afectada algo menos, aunque incluye una variedad de casos diferentes. Ecuador, como exportador de petróleo, sufrirá por los bajos precios del petróleo y por sus necesidades de financiamiento relativamente altas, y no puede utilizar el tipo de cambio como amortiguador debido a su economía dolarizada. Colombia, como exportador de petróleo, se verá afectado y normalmente atrae una considerable inversión extranjera para financiar un déficit en cuenta corriente. Perú se verá afectado por los precios del cobre, pero tiene una deuda relativamente baja y un buen acceso a los mercados de capital para ayudar a suavizar los efectos.

En el caso de México, el Cuadro 1.1 muestra un grave impacto dada su estrecha asociación con los Estados Unidos y su alta integración en la cadena global de valor. Los bajos precios del petróleo también repercutirán en la posición fiscal consolidada de México, y el país ha registrado aumentos relativamente pronunciados de los rendimientos de los bonos. Centroamérica se verá afectada principalmente por su asociación con los Estados Unidos, aunque menos por el comercio de bienes y más por el turismo y las remesas. En el caso de los países del Caribe, no exportadores de productos básicos, estos canales también serán importantes. En cierta medida, los bajos precios del petróleo pueden compensar la

pérdida de flujos de entrada. Por último, Guyana, Trinidad y Tobago y Surinam se verán afectadas por la disminución de los precios de los productos básicos.

Es difícil para cualquier modelo global captar todos estos diferentes canales e impactos. En estos análisis también se consideran únicamente los choques externos y no se contemplan los choques de la oferta debidos a la cuarentena, el confinamiento y los cierres de empresas para frenar la propagación del virus en la región. La magnitud del choque de la demanda, la caída de los precios de los productos básicos y el aumento de los costos de financiamiento probablemente provoquen una subutilización mayor de los recursos en la región. No obstante, seguramente habrá repercusiones adicionales de esas medidas. Un conjunto de informes a nivel de país, publicados en coordinación con el presente informe, analiza cada caso particular con más detalle.

Impactos y políticas macroeconómicas en la era del coronavirus

El nuevo coronavirus ha tenido un grave impacto humano y económico a nivel mundial. Las cifras están aumentando en América Latina y el Caribe, y si hay una lección de otras regiones es que es crucial actuar rápidamente para detener la propagación del virus. Los costos económicos podrían contenerse en algunos países que son capaces de rastrear y poner en cuarentena a las personas afectadas y sus contactos, y realizar pruebas ampliamente. Pero en la mayoría de los países se han considerado necesarios el confinamiento, los cierres generalizados de empresas, las restricciones de viaje y otras medidas, y, en consecuencia, los costos económicos serán sin duda mucho mayores. Por cada día que no se tomen medidas, los eventuales costos económicos y humanos aumentarán, se incrementará la probabilidad de que los sistemas de salud se vean desbordados y habrá un mayor número de muertes a medida que el virus se propague.²⁰ Al 27 de marzo, 13 países miembros prestatarios del BID habían impuesto un bloqueo parcial y 12 habían impuesto un bloqueo total.²¹

Esas políticas frenan la propagación del virus y salvan vidas, pero pueden traer importantes costos económicos. Las medidas más agresivas pueden provocar un aumento de los costos a corto plazo, pero salvarán más vidas y reducirán la posibilidad de que los sistemas de salud se vean desbordados. Los países pueden pasar a adoptar medidas alternativas cuando comiencen a disminuir los casos y mejore la capacidad de realizar pruebas, localizar los contactos y aplicar cuarentenas focalizadas.²²

²⁰ Eichenbaum, Rebelo y Trabandt (2020) analizan el cronograma de los diferentes tipos de intervenciones y los costos económicos resultantes. Hevia y Neumeyer (2020) examinan también el vínculo entre las diferentes intervenciones para frenar la propagación del virus y los posibles costos económicos.

²¹ <https://blogs.iadb.org/efectividad-desarrollo/en/the-coronavirus-impact-dashboard-measuring-the-effects-of-social-distancing-on-mobility-in-latin-america-and-the-caribbean/>.

²² Véase Hevia y Neumeyer (2020) en relación a este punto.

No obstante, como se ha señalado anteriormente, es probable que la región tenga un crecimiento negativo este año. Pero no debe considerarse como una recesión típica. Cuando los países imponen un cierre organizado de gran parte de la actividad económica, no hay ninguna relación con las recesiones típicas o los ciclos de negocios.

La típica gestión contracíclica de la demanda, tanto fiscal como monetaria, es entonces inapropiada. De hecho, si un estímulo a la demanda reduce la política de distanciamiento social, será contraproducente para la salud. El objetivo de las políticas públicas debería ser más bien complementar los cierres, permitir a quienes pierden su fuente de ingresos adquirir alimentos y otros artículos de primera necesidad, y reducir al mínimo el número de empresas que despidan a sus trabajadores y se vean obligadas a liquidar. En resumen, las políticas deberían tener por objeto proporcionar alivio (no estímulo) y evitar una amplificación de los costos económicos. Luego, en la fase de recuperación, un estímulo podría llegar a ser relevante.

Los países tendrán que invertir en salud para garantizar que los hospitales se vean menos desbordados, asegurándose de que haya suficientes trabajadores sanitarios con el equipo adecuado. Es probable que ese gasto tenga que financiarse mediante una mayor eficiencia (renunciando a otros gastos), mediante un mayor endeudamiento, si es posible, o mediante mecanismos excepcionales de financiamiento temporal. También habría que considerar la posibilidad de realizar transferencias bien dirigidas a las familias tanto del sector formal como informal que pierden sus ingresos. Esos programas deberían ir acompañados de cláusulas de caducidad para garantizar que sean de carácter temporal. El Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2019²³ incluyó un análisis del ajuste fiscal en la región, que en gran parte se debió a un impulso inadecuado del consumo permanente del gobierno tras la crisis financiera mundial. En el Capítulo 4 se ofrecen más detalles sobre las medidas fiscales para la actual crisis del coronavirus.

El alivio a las empresas puede brindarse de diversas formas; éstas incluyen el atraso en el pago de impuestos y el crédito subvencionado, el cual podría perdonarse si se dispone de espacio fiscal y las empresas pueden demostrar que no han despedido trabajadores. Nuevamente, los instrumentos deberían abarcar tanto el sector formal como informal con el fin de reducir al mínimo las costosas liquidaciones de empresas e intentar que el menor número posible de trabajadores pierda su empleo para reducir una amplificación de los costos. Los bancos de propiedad estatal pueden ser canales útiles para esos programas, pero, nuevamente, todas las medidas deben calibrarse cuidadosamente para no acumular grandes pérdidas.

Los bancos centrales también tienen un importante papel que desempeñar, ya que pueden reducir las tasas de interés, especialmente cuando hay una buena transmisión de esas políticas a las tasas de interés de los préstamos a los hogares y las empresas. Para los países con elevados requerimientos de reservas o de liquidez, podría ser el momento de

²³ Cavallo y Powell (2019).

disminuirlos. Y muchos bancos centrales tienen otros instrumentos a su disposición para proporcionar liquidez a los mercados y al sector financiero si es necesario. En el Capítulo 2 se examina con más detalle lo que pueden hacer los bancos centrales para proporcionar alivio y evitar una amplificación de la crisis.

Los supervisores bancarios querrán vigilar muy cuidadosamente las posiciones de liquidez y solvencia de los bancos. Es posible que haya una mayor demanda de liquidez y que aumenten los préstamos morosos. A finales de 2019, los bancos de la región se encontraban en buena forma, pero si la economía real sufre, también lo harán los balances bancarios. Lo mejor es detectar los posibles problemas desde el principio. En el Capítulo 3 se analizan los sectores financieros y el papel que pueden desempeñar los bancos para aliviar los problemas de la economía real.

La comunidad internacional también tiene un importante papel que desempeñar. El FMI, el Banco Mundial y el Grupo BID han anunciado financiación adicional para los países prestatarios. El Grupo BID recientemente anunció para este año US\$3.300 millones adicionales para préstamos soberanos, con lo que el programa total de préstamos para 2020 ascenderá a US\$12.000 millones, con otros US\$5.000 millones de BID Invest disponibles para apoyar al sector privado.

Las políticas macroeconómicas durante esta emergencia deben centrarse en cuatro áreas principales: (1) reducir la posibilidad de que aumenten los costos debido al cierre parcial forzoso de la economía; (2) apoyar a los bancos para que puedan seguir funcionando y ayudar a la economía; (3) ayudar a las empresas para que mantengan a los trabajadores en nómina y escapen a la liquidación y (4) compensar a los hogares que pierdan ingresos, especialmente a los pobres y vulnerables.

Si se puede garantizar la estabilidad económica y financiera y la capacidad productiva básica de la economía permanece intacta, la recuperación de esta crisis podría ser rápida. En 2009, la región cayó en una recesión de -2%, pero el año siguiente el crecimiento se disparó hasta el 6,1%. China ya se está recuperando y, en el momento de escribir este informe, tanto Italia como España están empezando a ver caídas en el número de nuevos casos como resultado de sus medidas de confinamiento. Si las economías avanzadas empiezan a recuperarse en la segunda mitad de 2020 y posteriormente en 2021 y la región puede superar esta emergencia conservando la estabilidad económica al tiempo que mantiene las empresas vinculadas a sus empleados y logra retener el capital, debería producirse un repunte similar. Por supuesto, hay muchos riesgos y puede haber muchos retrocesos en el camino. Pero también hay riesgos al alza, ya que se sigue trabajando para encontrar medicamentos para tratar a los pacientes y ya han comenzado los ensayos de posibles vacunas. Mientras tanto, las políticas adecuadas, junto con una buena comunicación sobre las metas y objetivos de las diferentes medidas, pueden reducir los costos económicos.

La región ha superado muchas crisis. Lamentablemente, son los más pobres y vulnerables los que más sufren. El Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe

2020 se concibió inicialmente para examinar, entre otras cuestiones, el persistente problema de la gran desigualdad, la falta de confianza y el nexo entre las preocupaciones ambientales y la pobreza. Una vez que esta crisis se haya remitido, las recomendaciones de política en esas esferas serán aún más pertinentes para que la región pueda mejorar los resultados para los más desfavorecidos e impulsar la inclusión.

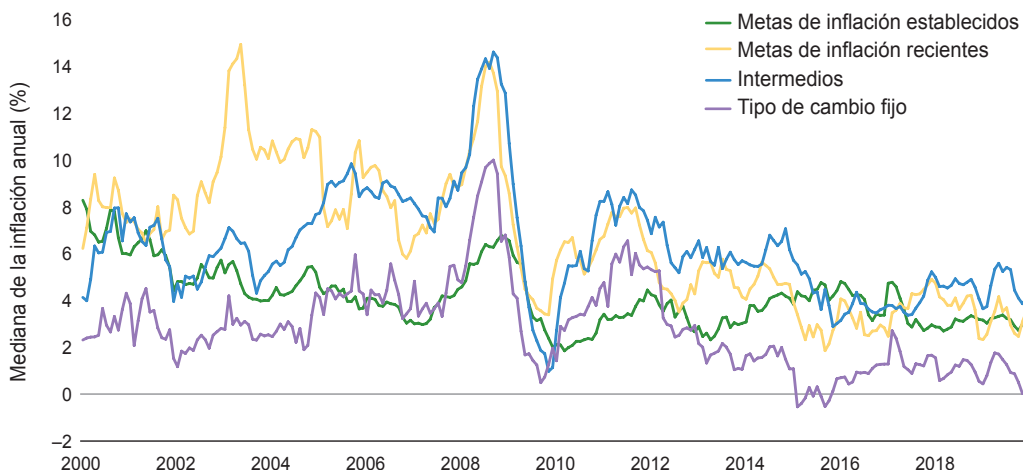
CAPÍTULO 2

Cómo mitigar la crisis a través de la política monetaria

La crisis del coronavirus traerá nuevos desafíos para los bancos centrales de la región. Las autoridades monetarias disponen de muchos instrumentos, entre ellos la política de tasas de interés, la intervención directa en los mercados mediante la compra de activos y el suministro de liquidez a los bancos y, en algunos casos, en función de la legislación local, incluso a las empresas no financieras.

Al estallar esta crisis, la región en general había logrado una inflación baja y estable. Ese entorno permitió a las empresas y los hogares planificar más eficazmente y tomar decisiones que no necesitaban ser revisadas continuamente. La eficiencia de la producción, la inversión y las opciones de empleo dependen de los precios actuales y esperados. Si la inflación general es baja y estable, las decisiones sobre estas variables clave serán mejores y la productividad y el bienestar de los hogares serán mayores. Además, los hogares pobres tienden a depender más de los salarios que de los rendimientos de las inversiones y consumen una mayor parte de esos ingresos. Así pues, la baja inflación tiende a beneficiarlos, ya que impide que se produzca una disminución significativa del poder adquisitivo de los consumidores más pobres, cuando los aumentos de los salarios no van a la par de los precios.

Sin embargo, la situación provocada por el brote de coronavirus está haciendo que los bancos centrales profundicen en sus herramientas para proporcionar alivio a las empresas, ayudándolas a evitar la costosa suspensión de sus empleados, y a las familias que corren el riesgo de perder empleo, ingresos y buena salud. Dada la magnitud de la crisis por el lado de la demanda y de la oferta, los bancos centrales deben ser agresivos en el uso de estas herramientas y están haciendo bien en enfrentar estos desafíos. Al mismo tiempo, las autoridades monetarias querrán asegurarse de que, a medida que esta crisis se vaya remitiendo, no pierdan la credibilidad que tanto les ha costado ganar y que ha garantizado una valiosa estabilidad de los precios. En este capítulo se presenta la evolución reciente de la inflación en la región y se analizan las actualizaciones de las brechas de producción e inflación. A su vez, estos factores definen el espacio que tienen las autoridades monetarias para reducir las tasas de interés con el fin de mitigar los efectos de la crisis del coronavirus. En la segunda parte del capítulo se analizan los diversos instrumentos de que disponen

Gráfico 2.1 Inflación anual en los distintos regímenes monetarios

Fuente: Cálculos del BID en base a Latin Macro Watch y Haver Analytics.

Nota: Se muestran las tasas de inflación medianas para diferentes regímenes monetarios. Metas de inflación establecidos: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Metas de inflación recientes: Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguay y Uruguay; Intermedios: Argentina, Bolivia, Haití, Honduras, Nicaragua y Trinidad y Tobago; Tipo de cambio fijo: Bahamas, Barbados, Belice, Ecuador, El Salvador, Guyana, Panamá y Surinam. Datos mensuales.

los bancos centrales para prestar asistencia a los hogares y las empresas durante esta emergencia, así como las políticas que se están aplicando.

Datos recientes en materia de inflación

La inflación siguió disminuyendo en América Latina y el Caribe. Excepto casos excepcionales, tanto el nivel como la volatilidad de la inflación alcanzaron cifras bajas récord en diez años, independientemente del régimen de política monetaria vigente (ver Gráfico 2.1). La inflación mediana para la región en su conjunto fue de sólo 2,9% en la segunda mitad de 2019.

Hay dos excepciones a esta tendencia: Argentina y Venezuela. En el caso de Argentina, a pesar de implementar un programa monetario respaldado por un acuerdo *standby* con el FMI en 2018, el país no ha podido reducir la inflación (la inflación promedio aumentó del 34% en 2018 al 54% en 2019) y el PIB disminuyó en 2018 y 2019. Venezuela sigue experimentando una profunda crisis económica y aunque la inflación ha disminuido, sigue siendo sumamente alta; la tasa de inflación anual en diciembre de 2019 superó el 9.000%.¹

A diciembre de 2019, 11 países de la región tienen como régimen monetario un Sistema de meta de inflación o están en el proceso de implementarlo. Las tasas de inflación de

¹ Fuente: Banco Central de Venezuela.

los últimos países que lo han adoptado (meta de inflación reciente en el Gráfico 2.1) han convergido rápidamente a las tasas de los regímenes de metas de inflación ya establecidos (meta de inflación establecidos). La inflación también ha sido baja en los países cuyo régimen de política monetaria se sitúa entre las metas de inflación y los tipos de cambio fijos (intermedios). Los países que se han dolarizado plenamente o han adoptado una paridad con la moneda de Estados Unidos (regímenes fijos) tienen las tasas de inflación más bajas. La inflación ha disminuido en parte debido a la disminución de los precios de las materias primas y al dólar estadounidense relativamente fuerte.

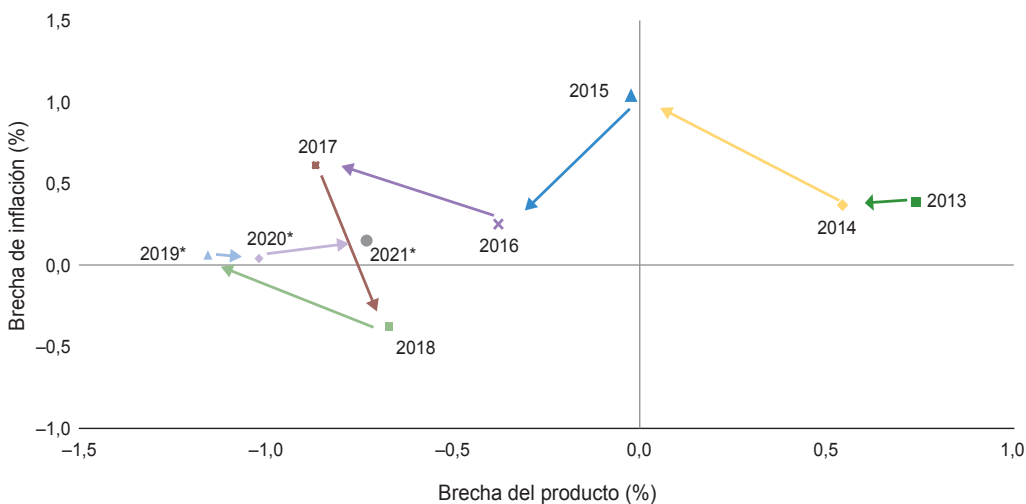
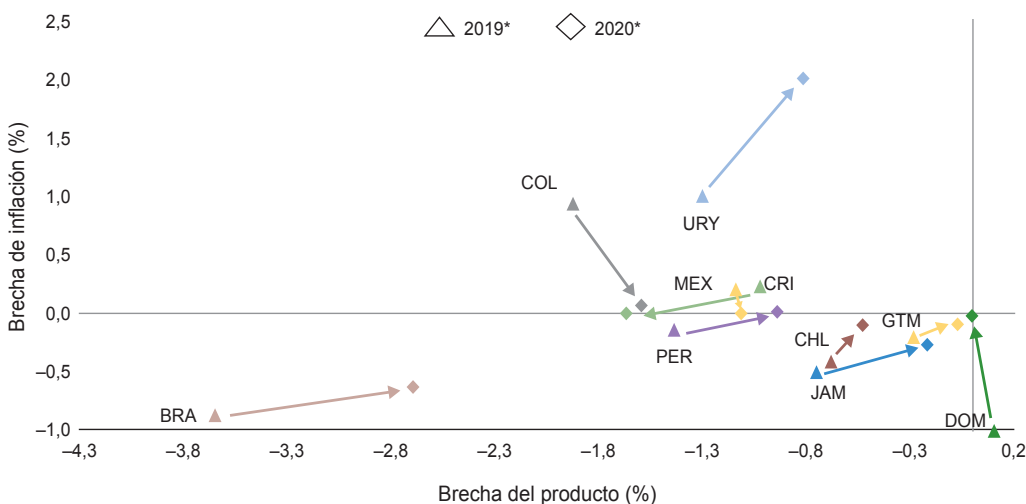
Estas condiciones iniciales son muy pertinentes, ya que pueden dictar los tipos de políticas que deben emplear los bancos centrales y el espacio que pueden tener para aplicarlas. Por una parte, los bajos niveles de inflación alcanzados en el último decenio, junto con el aumento de la credibilidad, ofrecen un mayor espacio para que los bancos centrales reduzcan los tipos de interés a fin de dar un alivio muy necesario a las empresas y los hogares por la crisis del coronavirus. Por otro lado, la reducción de las tasas de interés implica que los bancos centrales están más cerca del límite inferior de cero y es difícil pensar en tasas de interés de política negativas en la región. Además, una fuerte depreciación monetaria puede limitar la eficacia de la reducción de los tipos de interés oficiales dada la repercusión en la inflación, y el mecanismo de transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de mercado puede ser relativamente débil en algunos países. Estas últimas consideraciones sugieren que los instrumentos directos, frecuentemente denominados política monetaria no convencional, probablemente también desempeñarán un papel central.

Brechas del producto e inflación en los países con meta de inflación

Al mes de octubre de 2019, los países con meta de inflación habían experimentado un promedio de cinco años de crecimiento de la producción por debajo de su potencial y se esperaba que se mantuvieran en esa situación al menos hasta 2021, según las estimaciones del FMI (véase el gráfico 2.2, panel A).²

Para octubre de 2019, de diez países con buenos datos, se esperaba que ocho cerraran parcialmente sus brechas de producto e inflación en 2020 (ver Gráfico 2.2, Panel B). República Dominicana fue el único entre los países con meta de inflación que se estimaba que creciera por encima del potencial en 2019. Se pronosticaba que Costa Rica y Uruguay tendrían un crecimiento del producto más bajo o una inflación más alta en 2020 en comparación con 2019.

² Se espera que la previsión de crecimiento del producto se revise a la baja dada la crisis del coronavirus, véase el Capítulo 1 para más detalles. El pronóstico sobre la inflación no es claro. La disminución de los precios del petróleo conlleva una menor inflación, pero la falta de oferta de bienes podría hacer subir la inflación.

Gráfico 2.2 Brechas de inflación y producto en países con metas de inflación**A. Promedio simple entre países****B. Estimaciones por país**

Fuente: Cálculos del BID en base a FMI (2019).

Nota: La brecha de inflación es la diferencia de la inflación anual con la meta del banco central; la brecha del producto es la diferencia entre el producto anual y su nivel potencial. Paraguay no está incluido en este gráfico debido a falta de datos de brecha del producto. (*) pronosticado en 2019 y 2020 denota proyecciones de FMI (2019).

En muy pocos casos la inflación está por encima del objetivo pertinente, y en cada uno de esos casos se pronosticó que estaría por debajo del objetivo para 2020 antes de que se produjera el choque del coronavirus. Si bien el objetivo principal de los bancos centrales debería ser proporcionar alivio a las empresas y los hogares, en los casos en que se haya producido una fuerte depreciación de la moneda, los bancos centrales tendrán

que calibrar cuidadosamente el uso de los tipos de interés oficiales. Incluso es posible que en algún momento haya que aumentar los tipos de interés oficiales para limitar un aumento de la inflación que perjudicaría a los pobres, mientras que los bancos centrales también proporcionarían liquidez para garantizar el buen funcionamiento de los mercados. Como se ha argumentado en anteriores Informes Macroeconómicos de América Latina y el Caribe, ello no debería denominarse política monetaria procíclica, ya que la fuerte depreciación de la moneda puede implicar una fuerte postura anticíclica. Además, este ejemplo ilustra que los bancos centrales podrían verse en la necesidad de pensar en cómo se pueden perseguir diferentes objetivos con diferentes herramientas.

¿Qué pueden hacer los bancos centrales para mitigar los efectos del coronavirus?

Como se muestra en el Capítulo 1, las condiciones creadas por la propagación del coronavirus no tienen precedentes. Por consiguiente, exigen respuestas excepcionales de políticas por parte de las autoridades monetarias regionales. Además de instrumentos tradicionales como la reducción de la tasa de interés, los bancos centrales deberían adoptar medidas no convencionales para evitar consecuencias permanentes de un choque negativo que será transitorio, pero potencialmente muy severo. Desde la crisis financiera global de 2008, los bancos centrales han desarrollado nuevas herramientas que pueden desplegar para ayudar a las empresas y los hogares a navegar en la tormenta. No sólo los bancos centrales se encuentran en una situación diferente con respecto al periodo previo a la crisis financiera de 2008, sino también el choque al que se enfrentan tiene características distintas.

En la última década, los bancos centrales de la región han ganado credibilidad manteniendo niveles de inflación bajos. Las tasas de interés oficiales son más bajas en relación con el período 2003–2008, en gran parte debido a las expectativas de inflación ancladas a las respectivas metas. Sin embargo, y como respuesta a la crisis financiera mundial, los balances de los bancos centrales ya han crecido. Muchos países de la región también tienen cierto grado de flexibilidad en materia de tipos de cambio. Sin embargo, en los 12 meses anteriores a mediados de febrero de 2020, Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú experimentaron una depreciación del 24%, mientras que el año anterior al colapso de Lehman Brothers se habían apreciado un 3%. Esto ya presenta un punto de partida diferente de la crisis financiera de 2008. Además, si bien las posiciones de las reservas internacionales han aumentado, no coinciden con el aumento de las reservas óptimas estimadas, dados los mayores riesgos y los menores costos de oportunidad de mantener más reservas. Si bien los riesgos han aumentado, un factor clave de este resultado fueron los menores diferenciales que hicieron que mantener mayores reservas fuera menos costoso en los últimos tiempos (véase Cavallo y Powell, 2019). Durante el período 2003–2008, las reservas internacionales representaron el 13% del PIB, mientras que para

el período 2014–2019, las reservas internacionales fueron del 16% del PIB.³ Dado el reciente aumento de los diferenciales, el costo de mantener las reservas ha aumentado ahora sustancialmente. Por tanto, las condiciones iniciales no son necesariamente mejores que las de la crisis anterior (véase también Cavallo, 2020 para una comparación más general).

Dado que esta crisis implica tanto un choque de oferta como de demanda, la noción tradicional de gestión de la demanda contracíclica mediante la política monetaria es menos pertinente. Sin embargo, las empresas y los hogares probablemente sufrirán un estrés financiero importante. Disminuir la tasa de interés de política puede ser un instrumento útil en países donde dichas medidas se pueden traducir en un menor costo del financiamiento para las empresas y un menor pago de los préstamos para los hogares. Los bancos centrales se encuentran en posiciones diferentes con respecto al margen que tienen para reducir las tasas y a los potenciales beneficios de dichas políticas. El margen depende no sólo del nivel de la tasa oficial sino también del grado de anclaje de las expectativas de inflación. Muchos bancos centrales ya han reaccionado reduciendo los tipos de interés. En el Cuadro 2.1 se presentan más detalles sobre esta y otras políticas monetarias llevadas a cabo por los bancos centrales de América Latina y el Caribe. Dado que el brote de coronavirus reducirá tanto la oferta como la demanda, el impacto en los precios no es claro.

Los hogares con trabajadores en el sector informal pueden ser los más afectados, no sólo porque podrían perder su fuente de ingresos sino también porque no recibirían prestaciones de desempleo y probablemente carecen de seguro de salud. Las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) que dependen de las ventas diarias y tienen escasas o nulas reservas de liquidez también pueden verse sometidas a un grave estrés financiero, y es posible que tengan que despedir trabajadores. Estas empresas están conectadas con otras del mismo tamaño, así como con empresas más grandes a través de las cadenas de suministro. Si bien puede que numerosas PyMEs no obtengan crédito directamente, las tasas de interés más bajas pueden ayudar a las empresas más grandes con las que están conectadas a través de las cadenas de suministro, y mantener funcionando a las empresas que de otra manera podrían tener que cerrar.

De manera similar a la crisis financiera global, las políticas monetarias no convencionales (o las medidas directas de política monetaria) también pueden contribuir a contrarrestar el choque negativo, sobre todo allí donde la transmisión de la política de tasa de interés (un mecanismo más indirecto) es débil. Los bancos centrales tienen diferentes instrumentos y mandatos legales, y puede que se enfrenten a obstáculos para ampliar la liquidez a diferentes tipos de agentes o para comprar diferentes tipos de activos. Puede que los bancos centrales tengan que considerar cuidadosamente cómo se pueden utilizar esos instrumentos y si es adecuado realizar ajustes en los marcos legales para adquirir

³ Los datos provienen de Latin Macro Watch, datos anuales sobre las reservas internacionales como porcentaje del PIB. Los promedios corresponden a los 26 países miembros prestatarios del BID.

Cuadro 2.1 Acciones de política monetaria tomadas por los bancos centrales

	Reducción en la tasa de interés de política	Intervención en el mercado cambiario	Provisión de liquidez en dólares a través de líneas swap	Compra de títulos privados o públicos
Argentina		X		
Bahamas				X
Barbados	X			
Bolivia				X
Brasil	X	X	X	
Chile	X	X	X	X
Colombia	X	X	X	X
Costa Rica	X			
Guatemala	X			
Haití	X			
Honduras	X			
Jamaica	X	X	X	X
México	X		X	
Paraguay	X	X		
Perú	X	X	X	
República Dominicana	X	X		
Trinidad y Tobago	X			
Uruguay		X		

Fuente: Elaboración propia del BID en base a BID (2020) y bancos centrales.

una mayor flexibilidad. Por ejemplo, el banco central de Colombia ya ha comenzado a comprar bonos del gobierno y del sector privado en los mercados secundarios, mientras que otros están evaluando la posibilidad de modificar la ley para poder hacer lo mismo.

Muchos bancos centrales en la región utilizan los encajes bancarios o requisitos de liquidez, y éstos se pueden reducir para dar a los bancos una mayor liquidez. Estas medidas y otras se abordan más adelante en el Capítulo 3. Asimismo, dichas autoridades monetarias también podrían ampliar la liquidez directamente a las empresas no financieras. En algunas circunstancias, puede que incluso tenga sentido considerar un aplazamiento de ciertos pagos de la deuda, aunque debería evaluarse rigurosamente el impacto en los balances de los bancos.

Como se expone en el Capítulo 4, los países sufrirán presiones presupuestarias extraordinarias y puede que se enfrenten a problemas de financiamiento tanto en el sector público como en el privado, lo cual se puede traducir rápidamente en problemas en el financiamiento de los déficits de cuenta corriente y problemas en la balanza de pagos. En casos en que las condiciones iniciales macroeconómicas no sean demasiado sólidas, debería considerarse seriamente un acuerdo tipo *stand-by* u otro tipo de acuerdo de

préstamo con el FMI. Estos acuerdos podrían abrir un mayor acceso al financiamiento de otros bancos multilaterales, e incluso posiblemente de fuentes bilaterales.

El 19 de marzo, la Reserva Federal de Estados Unidos estableció acuerdos tipo *swap* del dólar con varios bancos centrales, incluyendo los de Brasil y México, de hasta US\$ 60.000 millones por al menos seis meses. Estas líneas, que se aplicaron con éxito durante la crisis financiera global, pretenden mitigar los efectos en la oferta internacional de crédito a los bancos y a las empresas que participan en los mercados internacionales y tienen efectos indirectos en el crédito de manera más general.

Desde finales de febrero, los países con tipos de cambio flexible en la región se han enfrentado a una brusca depreciación de la moneda doméstica. Esto puede ejercer cierta presión en la inflación en el corto plazo en los países donde el traspaso todavía es alto, pero, aún más importante, puede ejercer presión sobre aquellas empresas con elevadas deudas en dólares. No sólo porque estas empresas se enfrentan actualmente a un aumento de su deuda, sino también porque se enfrentan a pérdidas en ingresos en dólares y en moneda nacional. Los bancos centrales deberían monitorear el sector corporativo para entender los problemas potenciales que podrían surgir.

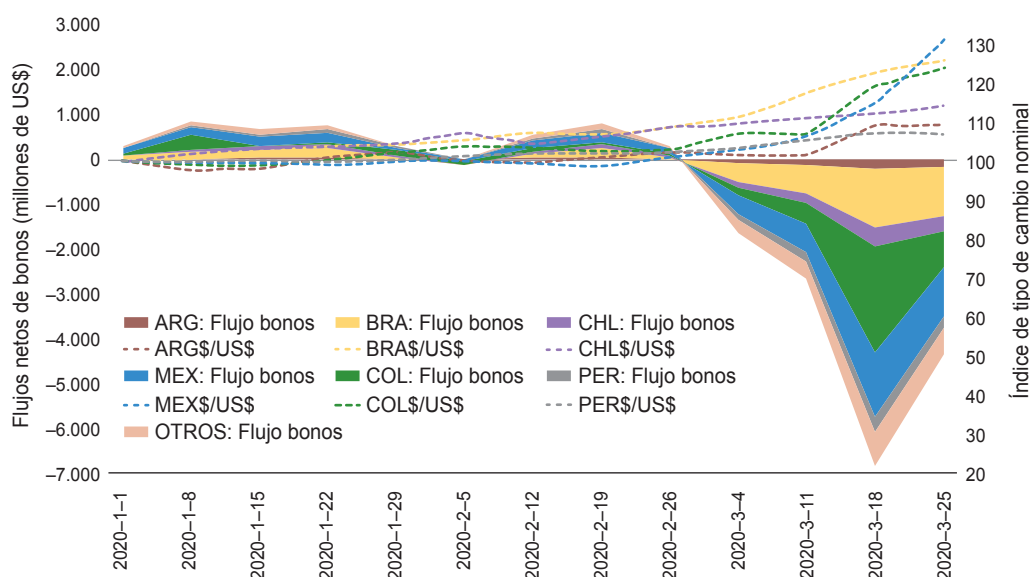
Además, el tipo de cambio se ha visto presionado por el rápido aumento de las salidas de capital a que se enfrenta la región. Esto conlleva el riesgo de una parada súbita para varios países con déficits en las cuentas corrientes (véase Cavallo, 2020). En el Gráfico 2.3 se muestran los flujos de salida semanales de bonos de algunos países de la región junto con sus tipos de cambio con el dólar estadounidense. Sólo del 1 al 25 de marzo hubo por lo menos US\$15.480 millones en salidas de bonos, lo que equivale aproximadamente al 3,8% del PIB mensual medio.⁴ Los tipos de cambio se depreciaron un 10%, solo un 3% menos que en las cuatro semanas que siguieron al colapso de Lehman Brothers.⁵ Algunos países que dependen en gran medida del turismo y las remesas pueden sufrir una disminución de las entradas no sólo de ingresos sino también de divisas, lo que ejerce una mayor presión sobre su tipo de cambio. En algunos casos este impacto puede ser compensado por la disminución de los precios del petróleo, pero como se expuso en el Capítulo 1, la curva de los futuros del petróleo tiene una pronunciada pendiente positiva que indica que el mercado espera que los precios del petróleo aumenten.

Todos estos factores se reflejan en la heterogeneidad existente entre los países, que depende principalmente de sus fundamentos,⁶ sus condiciones iniciales y el grado de propagación del coronavirus. Es probable que en las próximas semanas continúen las salidas netas de bonos y acciones.

⁴ El promedio incorpora datos de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

⁵ Esto corresponde a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

⁶ Entre los fundamentos está la característica de si un país es exportador o importador de petróleo. Dados los precios históricamente bajos del petróleo, los exportadores de petróleo se enfrentaron a mayores salidas que los importadores de petróleo.

Gráfico 2.3 Flujos Netos de Bonos y Tipo de Cambio Nominal

Fuente: Cálculos del BID en base a datos de EPFR Fund Flows y Haver Analytics.

Nota: Se incluye a Argentina (ARG), Brasil (BRA), Chile (CHL), Colombia (COL), México (MEX) y Perú (PER). La categoría "OTROS: flujo bonos" corresponde a la suma de los flujos netos de los siguientes países: Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Honduras, Jamaica, Panamá, Paraguay y Uruguay. El índice del tipo de cambio nominal está normalizado a 100 para la primera semana de enero de 2020 y es el ratio entre la moneda doméstica y el dólar estadounidense.

Dado el carácter extraordinario de la situación actual, puede que a las autoridades monetarias les convenga trabajar con las autoridades fiscales para evaluar la posibilidad de proporcionar liquidez al sistema de salud (véase el Capítulo 4). Al final, se trata seguramente de un problema fiscal, pero los bancos centrales pueden proporcionar liquidez rápidamente a cambio de un bono del gobierno por una fracción de la inyección de liquidez que se puede requerir.

Por último, y como se ha demostrado en períodos de incertidumbre anteriores, los bancos centrales deberían tener una clara estrategia de comunicación con el público general, y no sólo con los expertos, con respecto a sus medidas y objetivos. Esto contribuirá a reducir la incertidumbre en todos los niveles de la sociedad. El Banco Central de Chile hace de esto una prioridad explícita al comunicar públicamente la posible trayectoria futura de la tasa de política monetaria.

Conclusiones

La región ha hecho grandes progresos a la hora de conseguir una inflación baja y estable en una variedad de regímenes monetarios. Esta es una buena noticia en la lucha contra el coronavirus. Dadas estas condiciones iniciales, hay un menor riesgo de que el conjunto

de intervenciones que se están considerando lleven a condiciones inflacionarias que perjudiquen aún más a los pobres.

Los bancos centrales tienen muchas herramientas a su disposición y deben pensar cuidadosamente en combinarlas de manera que proporcionen el máximo alivio. La política de tipos de interés puede ser más apropiada en los países en que las expectativas de inflación están bien ancladas, en que la transmisión de cualquier depreciación monetaria a la inflación es limitada y en que el mecanismo de transmisión a los tipos de interés del mercado es relativamente fuerte. Los países que no cumplan esas condiciones tal vez deseen centrar más su atención en instrumentos directos (a veces conocidos como política monetaria no convencional), como la reducción de los requisitos de reserva y liquidez, la compra de activos y el suministro de liquidez a los bancos y otras entidades financieras. Si las condiciones se deterioran y existe el marco jurídico y normativo adecuado, tal vez deseen considerar la posibilidad de ampliar la liquidez a otras entidades. Además, estos diferentes instrumentos pueden utilizarse para tratar de alcanzar diferentes objetivos, reduciendo los tipos de interés para aliviar los pagos de los préstamos y asegurando que haya una liquidez adecuada.

No obstante, se debe tener mucho cuidado para asegurar que esas políticas se calibren correctamente y que haya una supervisión adecuada. La experiencia del pasado sugiere que debe ejercerse un alto grado de cautela. Sin embargo, según cómo se desarrolle esta crisis, es posible que los bancos centrales tengan que adoptar medidas temporales agresivas en algunos países para limitar las posibilidades de que se produzcan quiebras generalizadas de empresas.

La prioridad debería ser tratar de mitigar los efectos de la crisis del coronavirus. A este respecto, es fundamental una buena comunicación. Si el sector privado entiende la intención de cada medida de política anunciada y aprecia la coherencia de cualquier conjunto de políticas que se adopte, es más probable que esas políticas tengan éxito.

Los bancos centrales que han logrado obtener un alto nivel de credibilidad también tenderán a tener más espacio para llevar a cabo intervenciones temporales agresivas, sin provocar fuga de capitales, presiones inflacionarias u otras reacciones negativas. Una lección que se desprende de la gestión de crisis anteriores es la importancia de comunicarse claramente y ganar credibilidad actuando de manera coherente con esas comunicaciones y compartiendo una visión creíble de cómo se superará la crisis.

Muchos países de la región han hecho grandes progresos en el establecimiento de marcos macroeconómicos coherentes. Los bancos centrales ganaron credibilidad, lo que se tradujo en una baja inflación y en expectativas de inflación ancladas. La forma en que se gestione la crisis actual determinará si la región puede construir sobre esta base y seguir mejorando los marcos monetarios una vez que la crisis haya remitido, aumentando la independencia del banco central y profundizando la separación entre las decisiones de política monetaria y los procesos políticos. También se requiere una buena coordinación con las autoridades fiscales y financieras para garantizar un marco de políticas coherente.

Como se expuso en el Capítulo 1, el coronavirus tendrá sin duda un gran impacto en las economías de la región. Los bancos centrales pueden ayudar a mitigar la magnitud de este choque reduciendo los tipos de interés y suministrando liquidez para mantener abiertas las cadenas de suministro y reducir al mínimo la pérdida de empleo y las quiebras. Estos pueden ser tiempos muy difíciles que pueden requerir medidas temporales extraordinarias.

CAPÍTULO 3

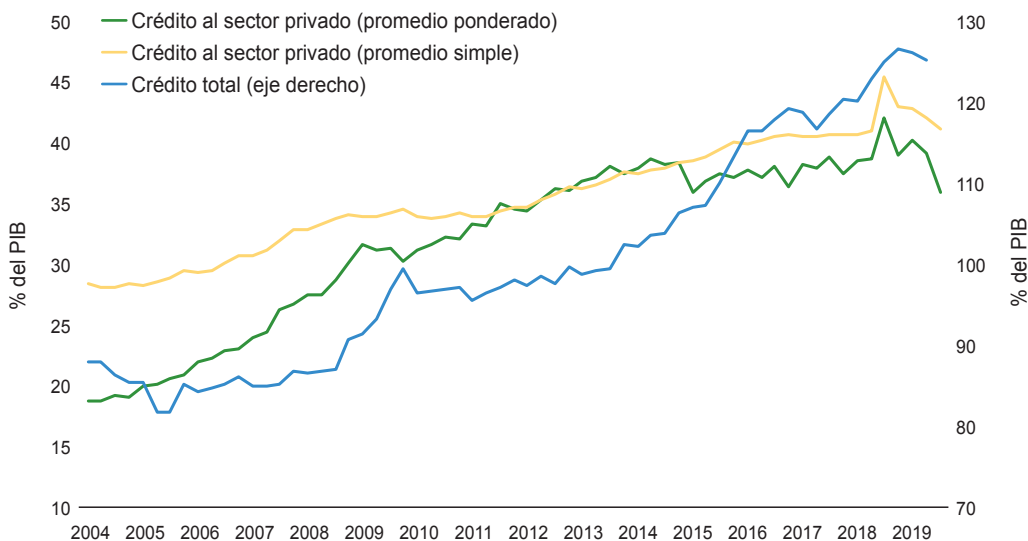
Cómo aprovechar los sistemas financieros para ayudar a familias y empresas

Los sistemas financieros son un reflejo de las economías subyacentes. El choque mundial y regional del coronavirus puede tener importantes repercusiones en los sistemas financieros locales. Es probable que haya una mayor demanda de liquidez y que las empresas y los hogares traten de obtener más préstamos o utilicen al máximo las líneas de crédito existentes para enfrentar los deliberados cierres parciales de sus economías, y que aumenten los préstamos morosos. Esta crisis se produjo en un momento en que el crecimiento del crédito se había ralentizado en América Latina y el Caribe al disminuir el crecimiento económico. Los bancos habían mantenido coeficientes de solvencia relativamente altos y estables antes de la crisis, con una reducción del riesgo medido, lo que reflejaba en parte el aumento de las tenencias de deuda pública. La evidencia sugiere que los bancos se comportan de manera procíclica y pueden restringir el crédito o reducir el riesgo en los malos tiempos. Pero la otra cara de la moneda es que, en las crisis, los bancos actúan para defender sus balances. En la primera parte de este capítulo se presenta información seleccionada sobre el sistema financiero antes de que se produjera la crisis del coronavirus. La segunda parte trata del impacto de la crisis del coronavirus y de las medidas políticas que los países podrían adoptar.

El crecimiento del crédito en la región

Durante la década del 2000, el crédito interno al sector privado no financiero como porcentaje del PIB regional creció notablemente, pero posteriormente experimentó un crecimiento más lento e incluso negativo (ver Gráfico 3.1).¹ El crédito interno al sector privado no financiero se mantiene estable, en torno al 40% del PIB, y la región todavía carece de

¹ El crecimiento más lento del crédito puede reflejar una demanda más débil y regulaciones más estrictas como Basilea III y medidas anti-lavado de dinero. Estas últimas pueden haber restringido relaciones bancarias en países pequeños (Beck y Rojas-Suárez, 2019).

Gráfico 3.1 Crédito al sector privado no financiero

Fuente: Cálculos del BID en base a Latin Macro Watch y el Banco de Pagos Internacionales.

Nota: El crédito al sector privado no financiero es el crédito doméstico otorgado por bancos e incluye a los 26 miembros prestatarios del BID. El crédito total incluye préstamos y bonos a empresas, hogares y al gobierno, incorpora financiamiento doméstico e internacional, y es el promedio ponderado de 5 países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

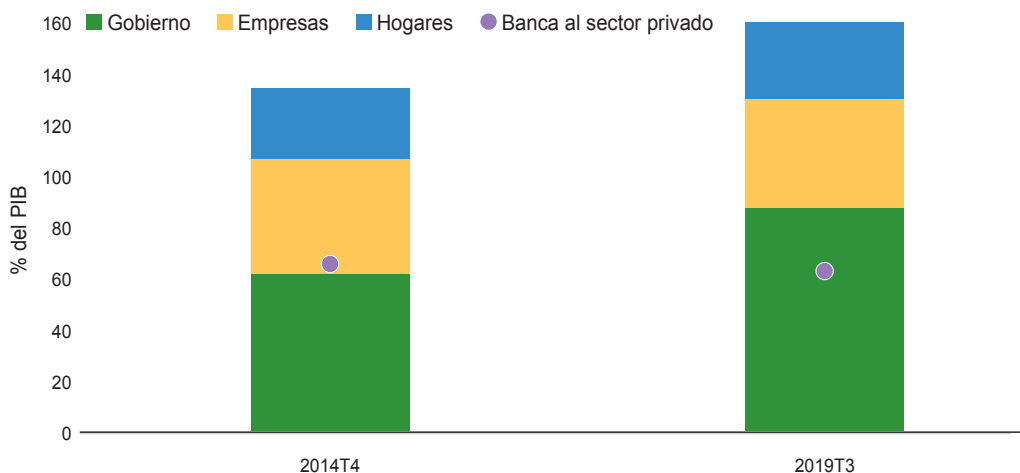
profundidad financiera.² La historia es diferente cuando se considera el crédito total, que incluye tanto los bonos como el financiamiento al sector privado, al sector público y el crédito transfronterizo. El crédito total es casi el 130% del PIB y hasta 2018 seguía creciendo.

Brasil es un caso interesante donde, como porcentaje del PIB, el total del crédito de los hogares y las empresas se ha mantenido más o menos constante y, sin embargo, el crédito total siguió creciendo hasta más del 150% del PIB, en gran parte debido al aumento del financiamiento al sector público (ver Gráfico 3.2). El financiamiento total de los bancos al sector privado, que incluye los préstamos bancarios internos y transfronterizos, se ha mantenido relativamente constante.

El desempeño de los bancos

Si bien el crecimiento del crédito al sector privado en la región se ha desacelerado, los bancos siguen teniendo altas tasas de rentabilidad; evaluando los países de la región, la rentabilidad media simple de los activos alcanza un máximo de 1,9% y se sitúa por encima del 1,5% en la mayoría de los casos. En Argentina, en 2018, la rentabilidad sobre los activos

² Arcand, Berkes, y Panizza (2015) sostienen que demasiado financiamiento puede perjudicar el crecimiento, si bien esto no parece aplicarse a los países en América Latina y el Caribe dado su nivel actual de desarrollo financiero. Čihák y Sahay (2020) analizan la relación entre financiamiento y desigualdad.

Gráfico 3.2 Crédito total al sector no financiero en Brasil

Fuente: Cálculos del BID en base al Banco de Pagos Internacionales.

llegó a un máximo de 5,4%. Y los préstamos morosos sólo han aumentado marginalmente los últimos años, hasta aproximadamente 2,6% del total de los préstamos en el país típico.³

Los bancos mantienen ratios de capital regulatorios relativamente estables, muy por encima de los niveles regulatorios mínimos, a pesar de condiciones macroeconómicas volátiles.⁴ Aun cuando los ratios regulatorios puedan superar los niveles mínimos estipulados, los cambios en las regulaciones todavía pueden tener un impacto. Si los bancos desean mantener un amortiguador de capital concreto más allá de los requisitos regulatorios, puede que busquen aumentar los niveles de capital si las regulaciones se vuelven más estrictas.⁵

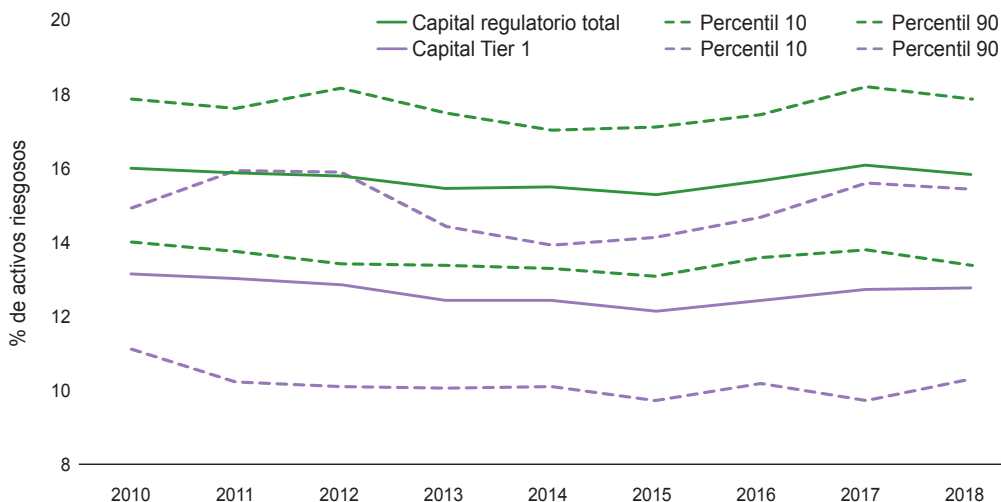
El Gráfico 3.3 ilustra el Tier 1 promedio y el ratio regulatorio de capital total en relación con los activos de riesgo en diferentes países de la región. El capital total promedio era casi del 16% de los activos de riesgo en 2018, cerca del doble del mínimo recomendado por Basilea II, y el ratio promedio de Tier 1 era casi del 13% —superior a los niveles recomendados en Basilea III. Dichos ratios promedio se han mantenido relativamente estables, aunque disminuyeron entre 2010 y 2015, y aumentaron algo posteriormente.

Aun así, estos promedios pueden ocultar ratios más bajos en las instituciones individuales. El Gráfico 3.4, Panel A, ilustra los ratios de capital de Tier 1 de los bancos individuales. La región se encuentra en el proceso de adoptar Basilea III y es notable cómo han aumentado los ratios de Tier 1 en los últimos años. Las distribuciones para Brasil (Gráfico 3.4, Panel B) y Colombia (Gráfico 3.4, Panel C) indican que hay menos instituciones con ratios de Tier 1 más bajos en 2018 que en 2014.

³ Datos de los Indicadores de solvencia financiera del FMI.

⁴ Ver el debate en Powell (2014) y Powell (2019a).

⁵ Ver Aliaga Díaz, Olivero y Powell (2018).

Gráfico 3.3 Ratios de capital altos y relativamente estables

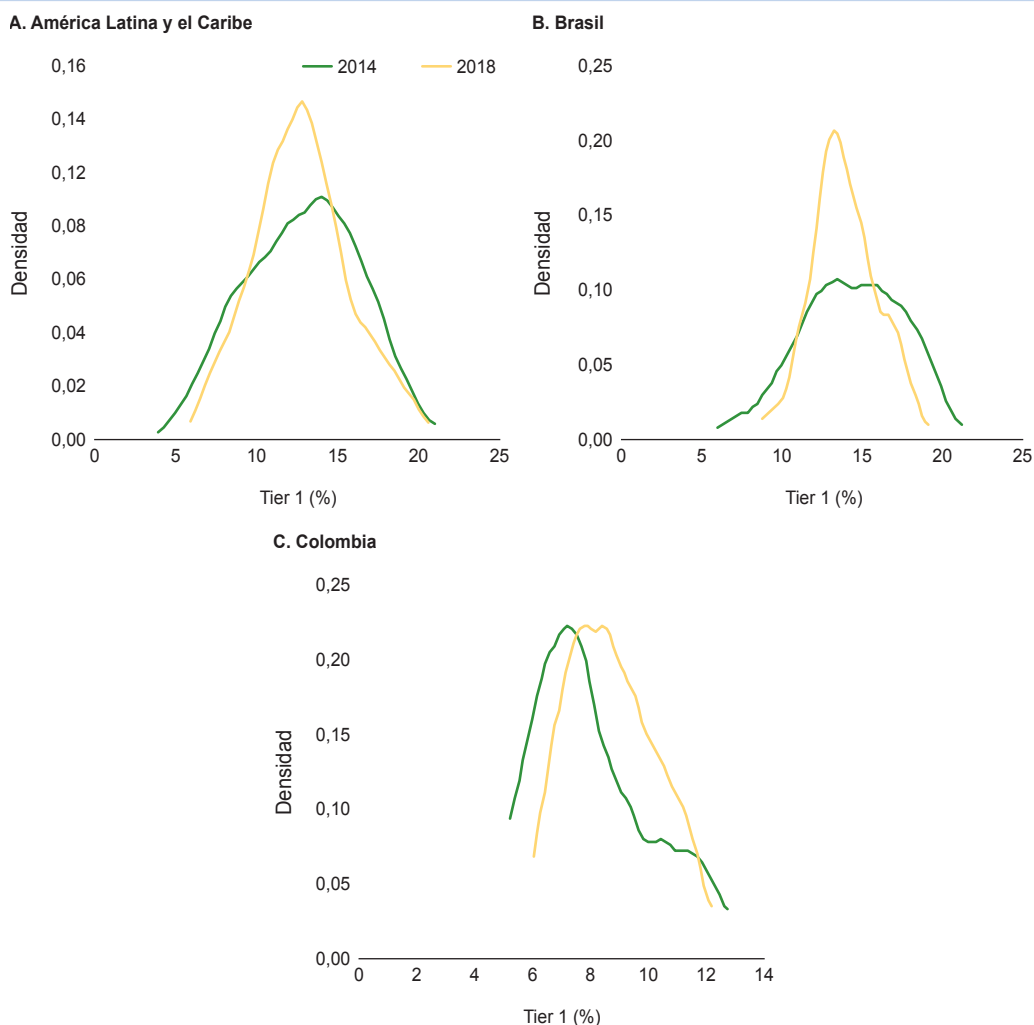
Fuente: Cálculos del BID e Indicadores de solidez financiera del FMI.

Nota: Promedio simple del capital regulatorio total y capital Tier 1 como porcentaje de los activos en riesgo en los países de América Latina y el Caribe. El gráfico también ilustra los percentiles 10 y 90 de la distribución entre países.

Un importante rol de la supervisión bancaria (que incluye tanto la disciplina de los supervisores como de mercado) consiste en asegurar que los bancos que sufren choques y que tienen como resultado ratios de capital más bajos, adopten medidas para mejorar la solvencia en lugar de aumentar el riesgo y “apuesten por la resurrección”. Los ratios de solvencia de los bancos pueden verse golpeados por choques en el desempeño de los préstamos (como un aumento de los préstamos morosos), por cambios en la valoración de mercado de los activos financieros, así como cambios imprevistos en la demanda de préstamos -un aumento de los préstamos reduce los ratios de capital. Si un choque reduce la solvencia de los bancos, una institución puede responder emitiendo más capital, pagando menos dividendos, restringiendo el crecimiento del crédito o cambiando los activos de riesgo mayor a activos de riesgo menor (incluida la tenencia de más bonos del Estado) para aumentar el ratio de capital.⁶

A través de un análisis econométrico de los ratios de capital bancario, se muestra que hay evidencia sólida de que los ratios de capital son estacionarios y que los bancos toman medidas para revertir esos ratios, de forma que converjan a un valor promedio a largo plazo. En esos bancos donde los ratios de capital caen a los niveles regulatorios mínimos estipulados, la velocidad del ajuste para volver al nivel de más largo plazo (que en general es muy superior al valor mínimo regulatorio) parece ser todavía mayor. Estos

⁶ Las recomendaciones de Basilea sobre niveles mínimos de capital para los bancos tradicionalmente han incluido cero capital requerido para los bonos en una cuenta no comercial y emitidos por el gobierno del país en cuestión en moneda nacional (ver Beck y Rojas-Suárez, 2019, y Powell, 2019).

Gráfico 3.4 Ratios Tier 1 en bancos

Fuente: Cálculos del BID en base a SNL Financial (S&P Global Market Intelligence).

resultados sugieren que la supervisión bancaria está efectivamente disciplinando a los bancos en la región (ver Recuadro 3.1).

¿Cómo mantienen los bancos ratios de capital estables?

Los ratios de capital bancario, en relación con los activos ponderados por riesgo, se han mantenido notablemente estables. ¿Cómo se ha logrado esto? En tiempos de fuerte crecimiento económico, los activos junto con el riesgo tienden a aumentar, pero los bancos también pueden aumentar el capital (con ganancias retenidas más altas y menos necesidad de provisiones) para mantener ratios de capital relativamente estables. En una crisis

RECUADRO 3.1**Trayectoria del ratio de capital de los bancos como indicador de disciplina**

Se ha observado un interés considerable en la literatura sobre la banca en relación a si la disciplina de mercado o de los supervisores es efectiva. Una visión es que si el capital bancario disminuye, con menos capital en riesgo (y especialmente si está apoyado por políticas de red de seguridad) los bancos pueden aumentar el riesgo de “apostar por la resurrección”. La perspectiva alternativa es que, con menos capital, puede que los bancos se enfrenten a un costo más alto de financiamiento y a la posibilidad de una huida de los acreedores. Además, el supervisor puede imponer restricciones al pago de dividendos o puede ordenar al banco reducir los activos o suspender las operaciones. Esta “disciplina” puede llevar a los bancos a reducir riesgos ante los choques negativos.^a

Un análisis de regresión de panel sobre cómo se comportan los ratios del capital bancario a lo largo del tiempo puede ayudar a entender este debate. Concretamente, en este análisis el cambio en el ratio de capital (ya sea el Tier 1 o el ratio de capital total) se explica por el rezago de esa variable y un segundo término que mide la distancia entre el nivel de ratio de capital en el período anterior y el requisito regulatorio mínimo de capital en el país en cuestión. El Cuadro 3.1.1 detalla los resultados.

Las diferentes columnas del Cuadro 3.1.1 muestran diferentes especificaciones para esta regresión utilizando ya sea el ratio de Tier 1 o el ratio de capital regulatorio total (ambos divididos

Cuadro 3.1.1 Análisis de cómo los ratios de capital convergen a su nivel de largo plazo

Variables	Ratio Tier 1		Ratio de capital total	
	(1) Cambio logarítmico	(2) Cambio porcentual	(3) Cambio logarítmico	(4) Cambio porcentual
Rezago del ratio de capital Tier 1 (T1)	-0,0286*** (0,011)	-0,0270** (0,012)		
Rezago del ratio de capital total (TC)			-0,0283*** (0,008)	-0,0222*** (0,008)
Diferencia logarítmica entre el ratio de capital (T1 o TC) y el ratio de capital mínimo regulatorio en el país	-0,1758** (0,068)	-0,1822** (0,074)	-0,0800** (0,038)	-0,1022** (0,042)
Observaciones	203	203	318	318
R-cuadrado	0,442	0,423	0,484	0,464
EF de banco	Yes	Yes	Yes	Yes
Número de bancos	29	29	44	44
Número de países	3	3	5	5
Ratio promedio	11,92	11,92	13,95	13,95
Ratio regulatorio de capital (Min./Max.)	4/6	4/6	8/11	8/11

*** indica significativo al nivel del 1% y ** indica significativo al nivel del 5%. Los errores estándar están entre paréntesis debajo de los valores de los coeficientes.

Fuente: Cálculos del BID en base a SNL Financial (S&P Global Market Intelligence) y la Encuesta de regulación y supervisión del banco, Banco Mundial.

Nota: El ratio Tier 1 es el capital Tier 1 dividido por los activos en riesgo, el ratio de capital total es el capital regulatorio total dividido por los activos en riesgo. Las regresiones incluyen a los bancos que representan el 95% de los sistemas financieros de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

(continúa en la página siguiente)

RECUADRO 3.1*(continuación)*

por los activos de riesgo) y especificaciones ligeramente diferentes para la variable dependiente.^b Una ventaja de utilizar datos de panel es que los efectos fijos de los bancos se pueden añadir para controlar por variables que no varían a lo largo del tiempo y que pueden ser no observables.

En primer lugar, nótese que el coeficiente sobre el intervalo del ratio de capital pertinente es negativo y significativo.^c La segunda variable es el logaritmo natural de la distancia entre el ratio de capital real y el ratio mínimo regulatorio en el país en cuestión.^d Dado que se emplea el logaritmo natural, esto significa que la variable es negativa cuando la distancia disminuye por debajo de uno. Dado que el coeficiente siempre es negativo y significativo, esto indica que a medida que la distancia se acerca a cero, el ratio de capital en el próximo período tiende a aumentar a un ritmo más rápido. Si el logaritmo natural es igual a -1 de manera que la distancia es 0,4, el ratio de capital aumenta otro 18% en el caso de los ratios de Tier 1 y un 8% a 10% adicional en el caso de los ratios de capital total.

Estos resultados sugieren que si los ratios de capital disminuyen, los bancos actúan para restablecer esos ratios a valores (estacionarios) de largo plazo. Además, si esos ratios caen hasta acercarse a los valores mínimos regulatorios estipulados, los bancos actúan más enérgicamente para restablecer los niveles de capital. Sin embargo, cabe formular algunas advertencias. En particular, el supuesto subyacente es que el ratio de capital a activos de riesgo es un indicador significativo de solvencia. En segundo lugar, la regresión resume los resultados promedio de diferentes bancos. Esto no significa que todos y cada uno de los bancos se comporten de esta manera. Aun así, los resultados sugieren que, en promedio, para un conjunto de bancos grandes en los países considerados, los bancos no asumen más riesgo cuando tienen menos capital y que la supervisión o disciplina de mercado funciona de tal manera que los bancos actúan para reducir los riesgos después de choques negativos a los ratios de capital.

^a Existe una abundante literatura sobre la disciplina en relación con los bancos. En relación con las economías emergentes, Calomiris y Powell (2001) estudian el rol complementario de la disciplina supervisora y de mercado, y Martínez-Peria y Schmuckler (2002) se enfocan en la disciplina de mercado.

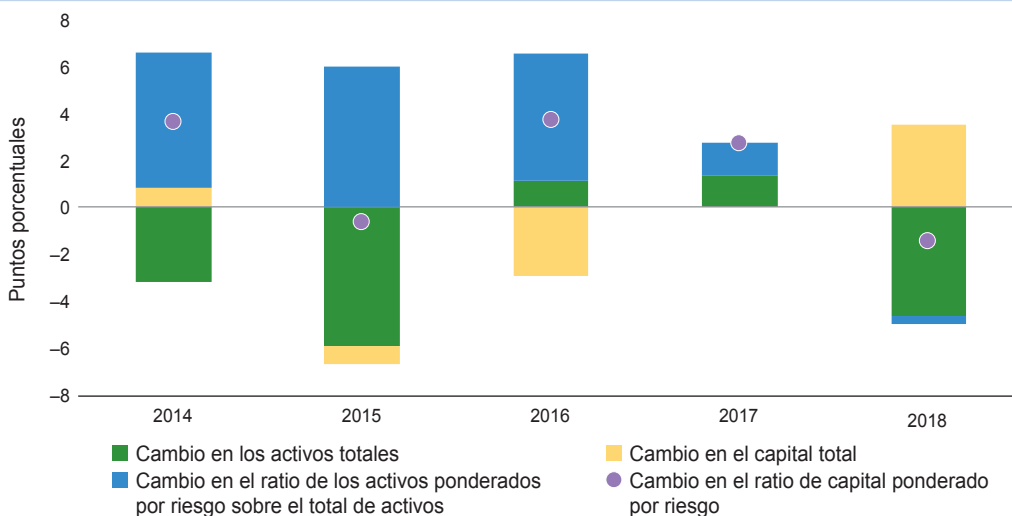
^b Los datos provienen de la base de datos SNL de Standard & Poor's. Sólo se incluyen los países con un número mínimo de bancos.

^c Esto es similar a una prueba de Dickey Fuller para regresiones de estacionariedad y, de hecho, en regresiones separadas se confirma que la estacionariedad no se puede rechazar.

^d Esta distancia siempre es positiva. Los datos sobre requisitos de capital regulatorio mínimo provienen de la Encuesta sobre regulación del Banco Mundial.

económica, los ratios de capital tienden a caer, dadas las menores ganancias retenidas y la necesidad de provisionar más contra los préstamos en mora. Los bancos también pueden emitir más capital, pero durante una crisis eso puede ser difícil o muy caro. Por lo tanto, los bancos pueden reducir los activos o reducir el riesgo para intentar mantener estable sus ratios de capital. Desde la perspectiva de la estabilidad financiera, esto se puede considerar como una conducta responsable de los bancos para mantener los niveles de solvencia. Sin embargo, esto implicaría que los bancos están exacerbando el ciclo económico.

Un desglose de los cambios en los ratios de capital sobre los activos de riesgo es útil para revelar cómo los bancos en la práctica mantienen ratios de capital estables (ver Gráfico 3.5). En 2014 y 2015, después de una caída de los precios de las materias primas, mientras los activos bancarios aumentaban, los bancos disminuyeron el riesgo y, por lo tanto, mantuvieron ratios de capital relativamente estables. En 2016, el capital disminuyó, y

Gráfico 3.5 Descomposición de los cambios en los ratios de capital bancarios

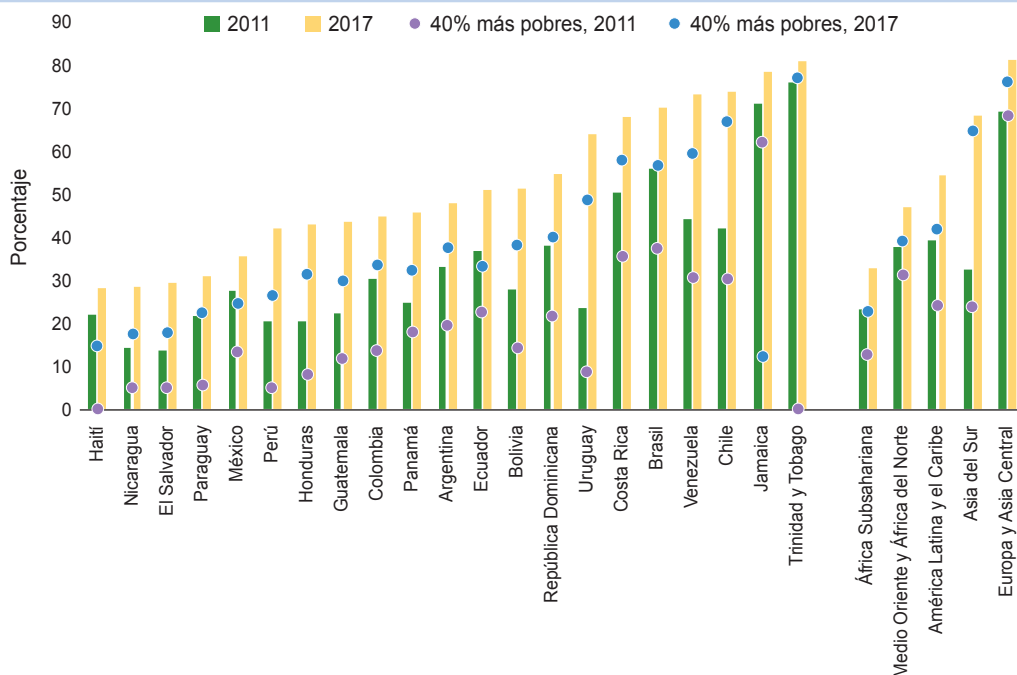
Fuente: Cálculos del BID en base a SNL Financial (S&P Global Market Intelligence).

Nota: Todas las variables están ponderadas por los activos en dólares de los bancos de cada país. Los países incluidos son: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

también disminuyeron el riesgo y los activos. Así, los bancos pudieron aumentar los ratios de capital. La reducción de activos y del riesgo se prolongó en 2017 y los ratios de capital aumentaron. Las noticias fueron mejores en 2018 porque el crédito comenzó a crecer y la toma de riesgo aumentó ligeramente. Los bancos pudieron aumentar el capital, con el resultado de que los ratios de capital sólo disminuyeron modestamente. A lo largo de este período de cinco años de bajo crecimiento económico para la región, los activos apenas cambiaron, el capital disminuyó ligeramente y el riesgo cayó significativamente, a medida que los bancos tenían montos más grandes de títulos del Estado; todo esto resultó en que los ratios de capital se mantuvieron estables. La conclusión de este análisis para la situación actual es que los bancos de la región tienen importantes reservas de capital y tienden a comportarse de manera conservadora para mantener estables los ratios regulatorios de capital. Es probable que algunos bancos tengan que recurrir a estos colchones antes de que la crisis del coronavirus se calme.

La inclusión financiera en los tiempos del coronavirus

El sistema financiero puede desempeñar un papel importante como vehículo de políticas destinadas a proporcionar alivio a los hogares y las empresas frente al choque del coronavirus, pero su efectividad depende de quiénes puedan ser alcanzados por esos esfuerzos. En América Latina y el Caribe, la mitad de la población mayor de quince años no tiene una cuenta bancaria, en comparación con el 20% en Europa y Asia Central (ver

Gráfico 3.6 Porcentaje de la población mayor a 15 años con una cuenta en una institución financiera

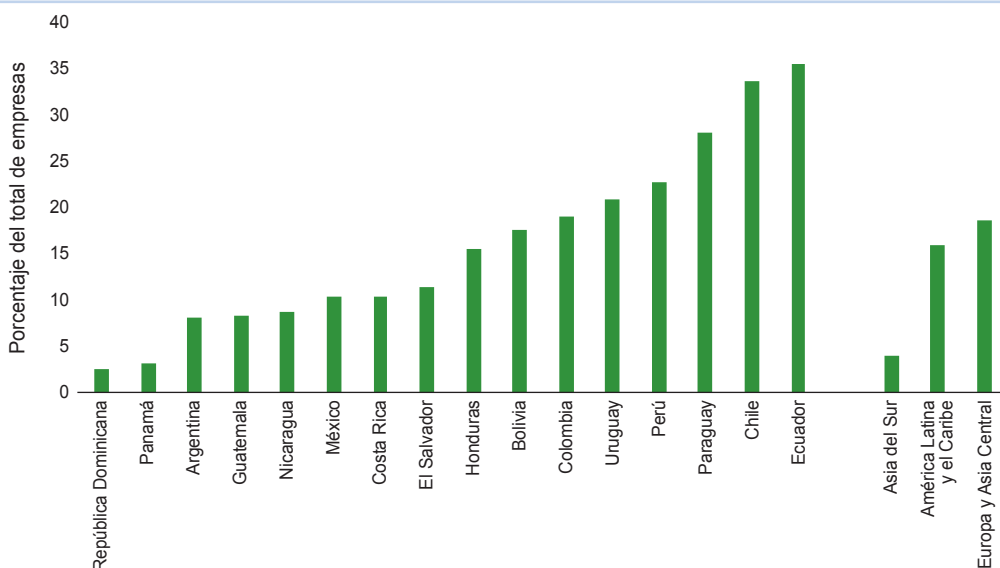
Fuente: Cálculos del BID en base a Findex.

Nota: Para Jamaica, el valor correspondiente al año 2017 es el valor de 2014. El 40% más pobre se refiere a los dos quintiles más bajos de la distribución del ingreso familiar.

Gráfico 3.6). La insuficiencia de fondos y los altos costos son los motivos que se mencionan de manera más común para no tener una cuenta.⁷ Los sistemas financieros en América Latina y el Caribe son relativamente pequeños y concentrados, y los márgenes son altos, lo que sugiere una falta tanto de escala como de competencia.⁸ A pesar de los avances tecnológicos y los esfuerzos para impulsar la inclusión financiera, persisten una baja participación y bajas tasas de utilización de los servicios bancarios modernos. La región tiene una utilización más baja de pagos online y un uso más alto de pagos en efectivo para los suministros que cualquier otra región del mundo.

⁷ La base de datos Global Findex del Banco Mundial es una encuesta a hogares representativa a nivel mundial sobre indicadores financieros. Los datos están disponibles para 2011, 2014 y 2017 para más de 140 economías (Demirgüç-Kunt et al., 2018).

⁸ La mayoría de los estudios encuentran economías de escala considerables en la banca, de modo que los sistemas financieros pequeños pueden traducirse en altos costos. Dicho esto, los sistemas financieros en la región también están concentrados, de modo que algunas instituciones pueden lograr cierta escala pero los márgenes son altos y la competencia es débil, ver Cavallo y Serebrisky (2016) para un debate general, y Hansen y Urbina (2018), Canón, Cortés y Guerrero (2019), Gomez-Gonzalez, Tamayo y Valencia (2019) y Ornelas, da Silva y Van Doornik (2020) sobre los márgenes y los asuntos relativos a la competencia.

Gráfico 3.7 Proporción de empresas con una línea de crédito

Fuente: Cálculos del BID en base a la encuesta empresarial del Banco Mundial.

Nota: Los datos corresponden al último año con información para cada país. Asia del Sur es el promedio de Bangladesh, India y Nepal. Europa y Asia Central es el promedio de Albania, Armenia, Polonia, Rusia, Serbia y Turquía.

Los países de la región varían en gran medida en términos del acceso de las empresas al crédito (ver Gráfico 3.7). En algunos países menos del 5% de las empresas (formales e informales) tienen acceso al crédito, mientras que en otros países el acceso supera el 30%. Teniendo en cuenta el promedio, la región no es tan diferente de Europa Central y Asia Oriental. Un rol importante de los sistemas financieros consiste en dirigir el crédito a las empresas más productivas de modo que puedan crecer, y disminuir el crédito a las empresas que tienen probabilidades de quebrar. Para poder realizar este tipo de intervenciones, es crucial tener buena información sobre las empresas para evaluar el riesgo de crédito. Si bien el acceso irrestricto al crédito para todas las empresas sin duda no es óptimo, numerosos estudios sugieren que el acceso al crédito podría estar demasiado limitado. Puede que exista una disyuntiva entre los bancos individuales que protegen sus balances y lo que más conviene a la economía agregada.

Cuando el coronavirus infecta al sector financiero

El coronavirus puede tener un grave impacto en la actividad económica, las empresas y los hogares. Inevitablemente, habrá efectos en cadena en los sistemas financieros. Al desatarse esta crisis, los sistemas financieros en general se encontraban en buen estado, con indicadores de alta solvencia y liquidez. Aún así, la creciente demanda de liquidez,

los pagos más cuantiosos de cualquier deuda pendiente en moneda extranjera, dadas las depreciaciones de las monedas, y un aumento de los préstamos improductivos podría llevar a algunas instituciones financieras a una posición de estrés. Los bancos centrales y los supervisores bancarios tendrán que monitorear muy atentamente cómo evoluciona la crisis y adoptar las medidas correspondientes que fueran necesarias.

Dado que la crisis del coronavirus es a la vez un choque de la oferta y la demanda que puede amenazar la liquidez y las posiciones de solvencia de las empresas y las familias, los impactos en la oferta y demanda de crédito no están claros. Puede que algunas empresas pidan más créditos o utilicen las líneas existentes al máximo para seguir operando durante el choque. En el sector de la salud o en el caso de otros suministros cruciales donde las importaciones se sustituyen por el suministro interno, puede que aumente la demanda de crédito. Otras empresas, que se enfrentan a la disminución de la actividad o incluso al cierre, podrían demandar menos crédito. Puede que algunos hogares pidan nuevos préstamos debido a una emergencia médica o para complementar sus ingresos, cuyos niveles han disminuido, pero la demanda de bienes de consumo durables y de hipotecas probablemente disminuirá. Las buenas comunicaciones con los bancos y otras instituciones y empresas financieras, así como los datos en tiempo real, que tendrán su costo, entendiendo que la dinámica del crédito será importante para orientar las políticas.

Detener la propagación del virus es acertadamente la primera prioridad cuando se trata de la posición general de las políticas, y eso implica que la actividad económica disminuirá. El objetivo de las políticas en el sector financiero debería ser impedir cualquier amplificación de este resultado e intentar ayudar a las empresas y hogares durante este choque. En esas circunstancias, es clave mantener la liquidez en los mercados de crédito y poder satisfacer cualquier aumento de la demanda de liquidez y del crédito. Según se expone en este capítulo, los bancos tenderán naturalmente a defender la solvencia y los ratios de liquidez y puede que restrinjan el crédito pero, al actuar de esta manera, es probable que cada uno de ellos individualmente agudice la crisis.

Los bancos tienen importantes amortiguadores de capital y liquidez que se pueden utilizar en caso de emergencia. Algunos países han desarrollado amortiguadores más fuertes dado que han implementado las directrices de Basilea III. Dependiendo de la situación en cada país y en cada mercado en lo que respecta al crédito (el capital de trabajo para las empresas, los créditos al consumo, etc.), a los supervisores bancarios les convendría comunicar a los bancos que no deberían reducir las líneas de crédito y pensar en adoptar temporalmente una posición algo menos severa con respecto a las normas regulatorias. En lo que respecta a los préstamos al consumo y a los propietarios de pequeños negocios, los bancos deberían intentar trabajar con los clientes que se enfrentan a una pérdida pasajera de ingresos. Algún tipo de ayuda, como las ampliaciones de los plazos de los vencimientos, podría ser beneficioso para ambas partes, con el fin de evitar retrasos en los pagos e impagos costosos. En los países que prevén un problema más grave de morosidad de los

préstamos, las autoridades tal vez deseen considerar la posibilidad de adoptar un enfoque coordinado, como una moratoria temporal de algunos reembolsos de préstamos, para proporcionar alivio, especialmente en el caso de los préstamos a los hogares más pobres o a las empresas más pequeñas. En el Cuadro 3.1 se enumeran los países de la región que han aplicado estas y otras medidas. Las autoridades de esos países desearán vigilar el probable impacto en los balances bancarios o en las cuentas fiscales si se compensa a los bancos.

Independientemente de las medidas que se adopten, los supervisores deberían seguir recopilando información que sea comparable a lo largo del tiempo, y posiblemente con una mayor frecuencia que en tiempos normales. Esto no implica una relajación de las normas vigentes, aun cuando se flexibilicen algunas normas regulatorias. De esta manera, los supervisores pueden seguir monitoreando de cerca las instituciones financieras para estimar la dinámica de los amortiguadores con que cuentan los bancos y para asegurar que se mantenga la estabilidad financiera.

Cuadro 3.1 Acciones de política tomadas por los países para mejorar el crédito y la liquidez

	Moratoria temporal de préstamos	Aumento de liquidez/ crédito a PyMEs	Liquidez y requisitos de reservas
Argentina	X	X	X
Bahamas	X	X	
Barbados	X	X	X
Belice	X	X	X
Bolivia	X	X	X
Brasil	X	X	X
Chile	X	X	X
Colombia	X	X	X
Costa Rica	X	X	
El Salvador	X	X	X
Guatemala	X	X	
Haití	X		X
Honduras	X	X	X
Jamaica		X	X
México	X	X	X
Paraguay	X	X	X
Perú	X	X	X
República Dominicana	X	X	X
Trinidad y Tobago	X	X	X
Uruguay	X	X	X

Fuente: Elaborado por el personal del BID en base a BID (2020).

Además, los bancos centrales, las autoridades fiscales y los bancos públicos podrían trabajar juntos para desarrollar líneas de crédito adicionales con el fin de proporcionar una mayor liquidez a las empresas y los hogares. La arquitectura de las instituciones económicas de cada país dictará la manera más conveniente de desarrollar esos productos. Numerosos países tienen experiencia en el desarrollo de este tipo de líneas durante la crisis financiera global, y algunos tienen productos similares para promover el crecimiento de las pequeñas o medianas empresas. Los bancos públicos pueden ser canales muy útiles para esos productos en el caso de los préstamos a los hogares y las empresas. Algunos países ya han anunciado planes de este tipo. Los bancos privados también se pueden utilizar como vehículos de dichos programas. En ambos casos, la buena información y el monitoreo adecuado de cómo se utilizan los fondos será importante, desde la perspectiva de la diligencia debida, pero también para conocer las dificultades a las que se enfrentan las empresas.

Esas líneas adicionales podrían centrarse en sectores estratégicos, en empresas que suministran bienes intermedios cruciales en las cadenas de suministro, y se pueden dirigir más hacia las pequeñas y medianas empresas que normalmente no tienen reservas en efectivo. Sin embargo, si hay más empresas que parecen sufrir dificultades financieras, relajar las restricciones muy estrictas probablemente tendrá sentido para mantener las empresas abiertas y a los trabajadores empleados. Las empresas que acceden a esos créditos, sobre todo si éstos están subsidiados, pueden tener que proporcionar evidencia de que no están incurriendo en despidos, y abstenerse de pagar o incluso aumentar dividendos, recomprar acciones o sacar dinero de las empresas por otros medios. En los Estados Unidos, un plan incluido en el paquete de alivio fiscal permite perdonar los préstamos si las empresas pueden demostrar que no han perdido mano de obra durante un período de tiempo determinado. También en este caso, esos planes deben calibrarse cuidadosamente dados los probables costos fiscales. En algunos países donde los mercados de crédito están bien desarrollados, un sistema para garantizar los préstamos otorgados a los bancos privados podría reemplazar las líneas de crédito, o se podrían emplear los sistemas de factorización o los préstamos garantizados con bajas tasas de interés. También se podrían ofrecer líneas adicionales a los hogares que se enfrentan a emergencias médicas o a pérdidas de ingreso pasajeras. En el caso de los hogares más pobres que reciben transferencias monetarias condicionadas u otro tipo de transferencias, los bancos públicos y otras instituciones financieras podrían ofrecer crédito basado en las transferencias futuras y bajo condiciones estipuladas -tasas de interés y montos. Los gobiernos podrían contemplar garantizar esos préstamos más pequeños.

Si la crisis se profundiza y los bancos privados sufren estrés, puede que el volumen de esas líneas tenga que ser grande. Será importante desarrollar esos productos de una manera que se minimicen las pérdidas potenciales por el monto del crédito otorgado. El pago de las líneas se podría incentivar con algún otro tipo de ayuda, y las empresas que

están contrayendo crédito por primera vez y pagan según los términos podrían utilizar ese historial de pagos para obtener créditos comerciales en el futuro.

Las instituciones financieras internacionales, incluido a la vez el lado privado y de créditos soberanos de los bancos multilaterales de desarrollo, pueden ayudar a los países a diseñar y financiar esas líneas. El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) otorgó préstamos a entidades soberanas y bancos centrales para financiar el apoyo a la liquidez en el sector productivo durante la crisis financiera global, y tiene un instrumento conocido como el *programa de crédito global* que normalmente utiliza bancos de segundo nivel como vehículos para otorgar préstamos y garantías, generalmente destinados a las pequeñas y medianas empresas. Los brazos para el sector privado de los bancos multilaterales de desarrollo, como BID Invest del Grupo BID y la Corporación Financiera Internacional del Grupo del Banco Mundial, otorgan préstamos de manera regular directamente al sector privado, incluidos los bancos privados. El Grupo BID anunció recientemente un paquete de US\$3.300 millones de recursos disponibles para préstamo soberanos, lo que lleva al programa de préstamos totales para 2020 a aproximadamente US\$12.000 millones, con otros US\$5.000 millones de BID Invest disponibles como apoyo al sector privado.

Conclusión

Los sistemas financieros de la región están dominados por bancos que gozaban de una liquidez estable y elevada y de reservas de capital cuando estalló la crisis del coronavirus. El impacto negativo en las economías de la región afectará sin duda alguna a los balances de los bancos, y los bancos centrales y los supervisores bancarios querrán seguir muy de cerca la evolución de la situación. Es probable que aumenten la demanda de liquidez y los préstamos morosos. Si bien algunos bancos podrían tener que utilizar sus reservas, el mantenimiento de la estabilidad financiera debería ser un objetivo primordial. Si se pone en grave peligro la estabilidad financiera, la crisis se amplificará y la recuperación podría retrasarse.

Al mismo tiempo, los bancos públicos y privados pueden ser vehículos útiles para proporcionar alivio a los hogares y las empresas. Varias políticas podrán proporcionar liquidez principalmente a las empresas formales en lugar de las informales, y a los hogares de clase media en lugar de los más pobres, dados los niveles persistentemente bajos de inclusión financiera en la región. Las innovaciones en Fintech están cambiando este panorama (véase BID/Finnovista 2018) y pueden aprovecharse para aumentar la inclusión financiera y proporcionar alivio en el contexto de esta crisis. No obstante, las políticas deben tener como objetivo mantener vivas las empresas y pagar a sus trabajadores, incluso si esas empresas están actualmente cerradas. Si las empresas retienen a sus empleados y mantienen su capital, pueden continuar donde lo dejaron produciendo bienes o prestando servicios para satisfacer la demanda acumulada una vez que la tormenta haya pasado.

CAPÍTULO 4

Política fiscal en tiempos del coronavirus

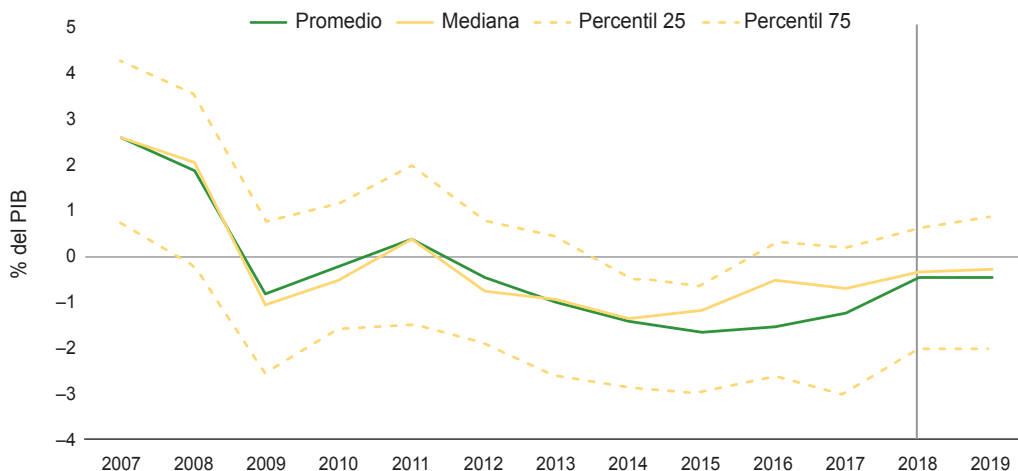
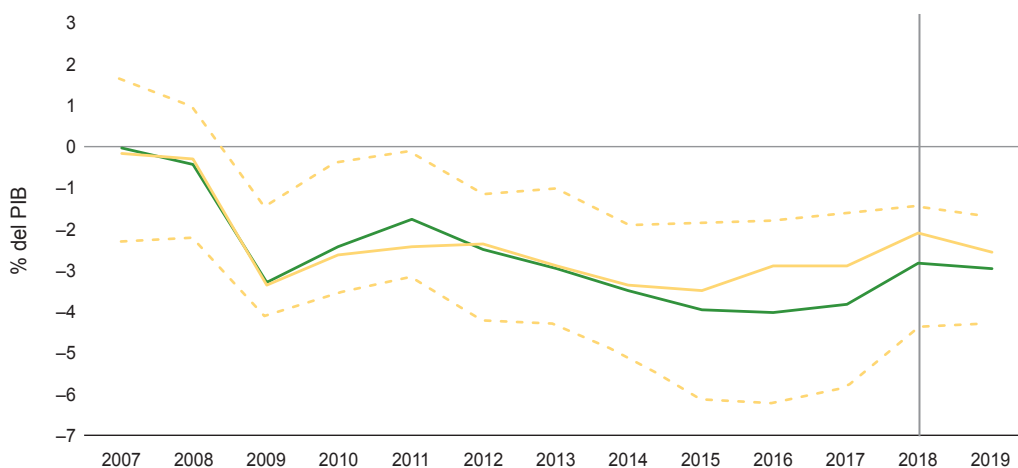
La región ha vivido un ajuste fiscal considerable debido a mayores déficits y al aumento de la deuda. En anteriores Informes macroeconómicos de América Latina y el Caribe se detalló cómo el proceso de ajuste, que comenzó con la fuerte caída de los precios de los productos básicos en torno a 2013, se produjo tras un importante aumento del consumo público después de la crisis financiera mundial. Si bien el crecimiento durante esa crisis siguió una trayectoria en “V” y fue de carácter temporal, la respuesta de la política fiscal en varios países incluyó un fuerte impulso a los salarios y las transferencias de carácter más permanente.

El coronavirus tendrá importantes repercusiones en los balances fiscales en el futuro y los países de la región están adoptando medidas de política fiscal para proporcionar alivio a las empresas y los hogares. En las dos primeras partes de este capítulo se analizan las tendencias de los saldos fiscales y la deuda hasta la fecha, mientras que en la tercera parte se plantean otras medidas de espacio fiscal y se propone un amplio conjunto de políticas para aliviar los efectos del coronavirus. Si bien existe incertidumbre con respecto a la duración de esta crisis y las autoridades fiscales están intentando, acertadamente, apoyar a las empresas y los hogares durante esta emergencia, querrán asegurarse de que las intervenciones se conciben como temporales y no socaven la estabilidad macroeconómica a largo plazo.

La política fiscal en el marco del aumento de la deuda pública

El proceso de consolidación fiscal en América Latina y el Caribe se desaceleró en 2019. El déficit primario promedio disminuyó de 0,47% del PIB en 2018 a 0,44% del PIB en 2019, mientras que el déficit general aumentó marginalmente de 2,9% a 3% del PIB. Estos resultados contrastan con años anteriores, donde los ajustes anuales eran considerablemente más pronunciados (ver Gráfico 4.1).

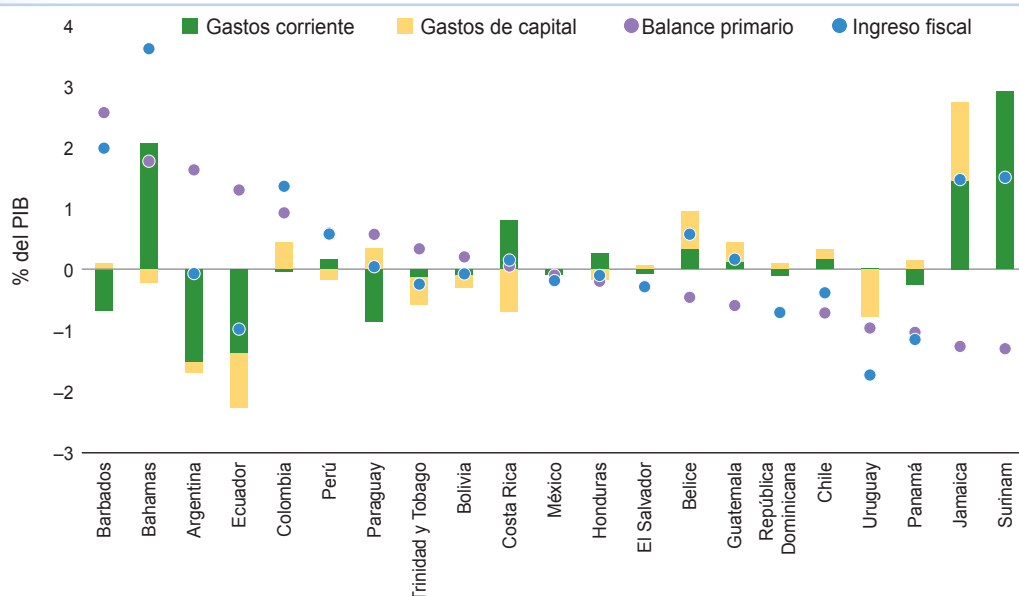
Aunque en 2019 los ingresos fiscales de los países aumentaron en promedio 0,2 puntos porcentuales del PIB, la expansión se vio contrarrestada por un aumento similar del gasto corriente. Además, en la mitad de los países de la región los ingresos fiscales de hecho disminuyeron durante 2019, a pesar de las medidas para aumentar dichos ingresos

Gráfico 4.1 Ajustes fiscales más leves**A. Balance primario****B. Balance global**

Fuente: Cálculos del BID en base a fuentes nacionales y FMI (2019).

en varios países. En el país típico, el gasto de capital se mantuvo estable en comparación con años anteriores (ver Gráfico 4.2).

Los déficits fiscales, que fueron de un promedio del 3% del PIB, y la depreciación del tipo de cambio contribuyeron al aumento del ratio de deuda a PIB (ver Gráfico 4.3). Los déficits fiscales relativamente altos también contribuyeron al incremento de la deuda. Además, aunque el balance primario promedio de la región mejoró en 0,04 puntos porcentuales del PIB, en comparación con 2018 el ratio de la deuda a PIB disminuyó en sólo 4 países: Bahamas, Barbados, Belice y Jamaica. En otros países de la región, la deuda

Gráfico 4.2 Cambio en los saldos, ingresos y gastos primarios 2018–2019

Fuente: Cálculos del BID en base a fuentes nacionales y FMI (2019).

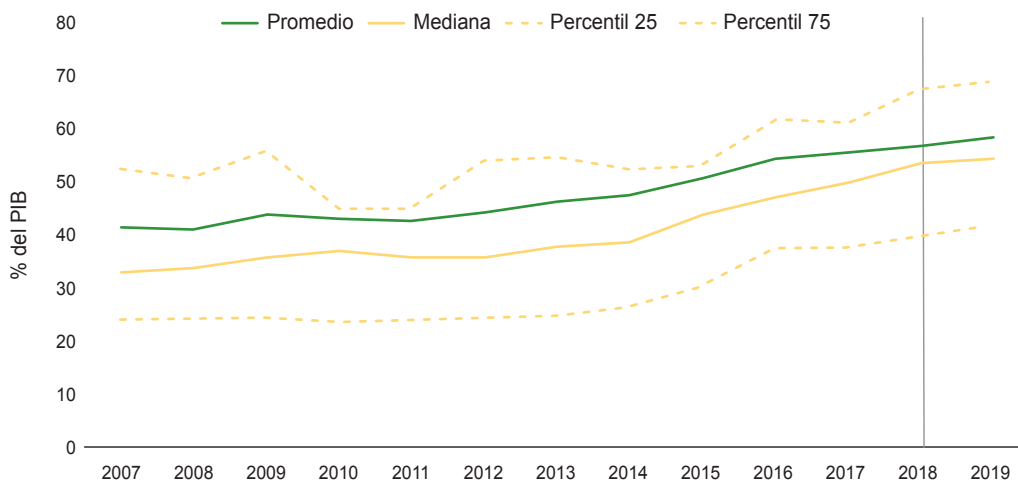
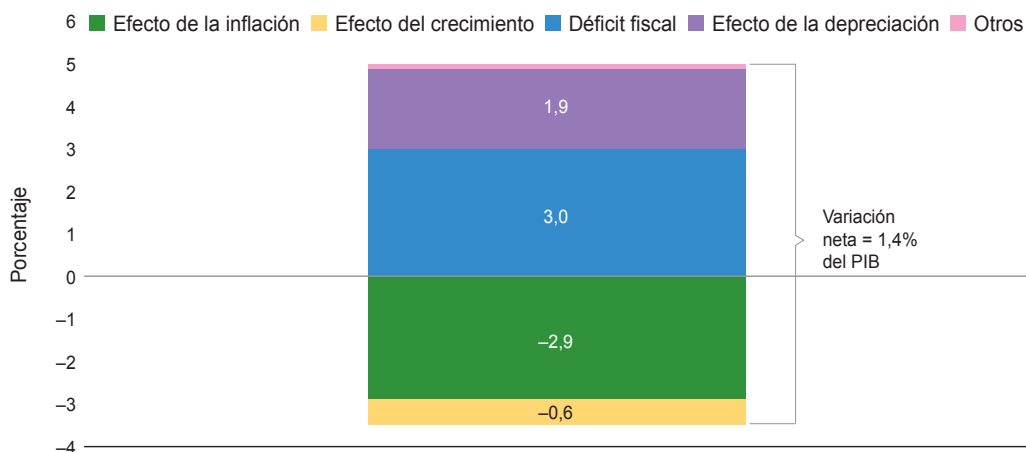
aumentó en 2,4 puntos porcentuales del PIB. Adicionalmente, el efecto de balance¹ de la depreciación del tipo de cambio representó aproximadamente 1,9% del PIB. Estos efectos se vieron parcialmente contrarrestados por el crecimiento y tasas de inflación moderadas, lo que generó un aumento del PIB nominal. Por lo tanto, el ratio de deuda pública a PIB para la región en su conjunto subió 1,4 puntos porcentuales del PIB entre 2018 y 2019, aun cuando la *asequibilidad de la deuda* se mantuvo cercana a los niveles del año anterior, con el 12% de los ingresos fiscales (ver Gráfico 4.3, panel B).²

Ajuste fiscal y sostenibilidad de la deuda

Para una selección de países, el promedio del ajuste fiscal necesario para mantener constante el ratio de deuda a PIB (de alrededor del 57%) fue de alrededor del 1,6% del PIB. Sin embargo, este estimado varía mucho de un país a otro, como se muestra en el Gráfico 4.4. Un primer grupo de países con niveles de deuda por debajo del 40% del PIB (Chile, Guatemala, Paraguay y Perú) han tenido déficits primarios promedio en los últimos dos años del orden del 0,5% del PIB. Para este grupo, el ajuste fiscal requerido para estabilizar

¹ Una depreciación del tipo de cambio aumenta el valor de la deuda emitida en dólares cuando se valora en moneda local; por lo tanto, las depreciaciones del tipo de cambio aumentan la deuda en los países con deudas considerables en dólares.

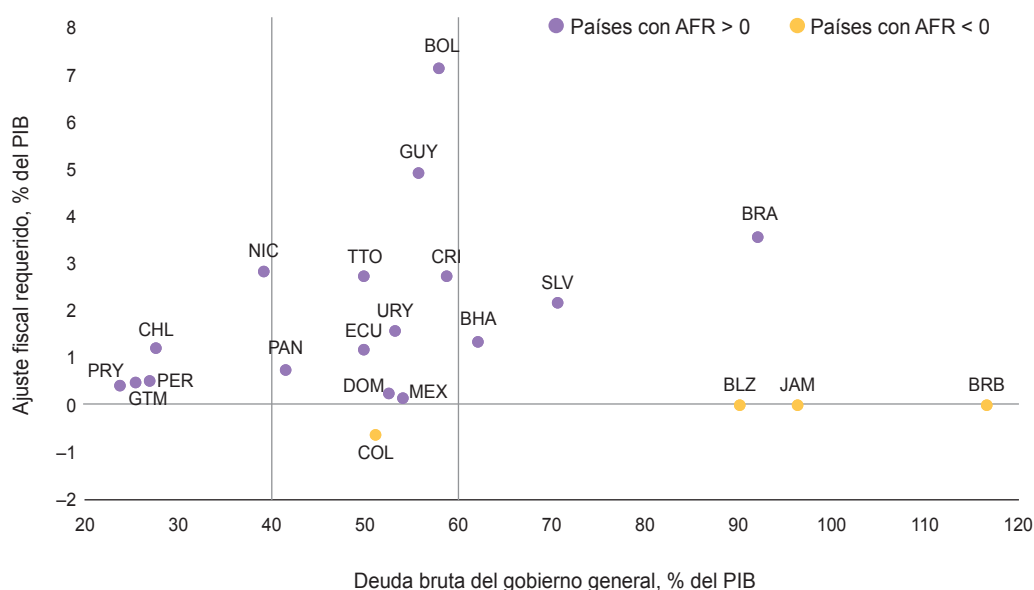
² La asequibilidad de la deuda se define como el ratio del pago de la deuda en relación con los ingresos fiscales totales.

Gráfico 4.3 Impulsores del cambio en la deuda bruta**A. Ratio de deuda bruta a PIB****B. Cambios promedio del ratio de deuda bruta a PIB 2018–2019**

Fuente: Cálculos del BID en base a FMI (2019).

el ratio de deuda a PIB es sólo del 0,7% del PIB. Un segundo grupo comprende Bolivia, Costa Rica, Ecuador, Guyana, Nicaragua y Trinidad y Tobago; a pesar de los niveles de deuda moderados, requieren un ajuste fiscal más alto de aproximadamente 2,5% del PIB, en promedio. Colombia y México no necesitan más ajustes para mantener niveles de deuda estables.³ Por último, Barbados y Jamaica registran superávits fiscales considerables para disminuir los niveles más altos de deuda.

³ Dada la regla fiscal vigente en Colombia, la deuda debería estabilizarse y luego comenzar a disminuir a medida que el ajuste fiscal continúa.

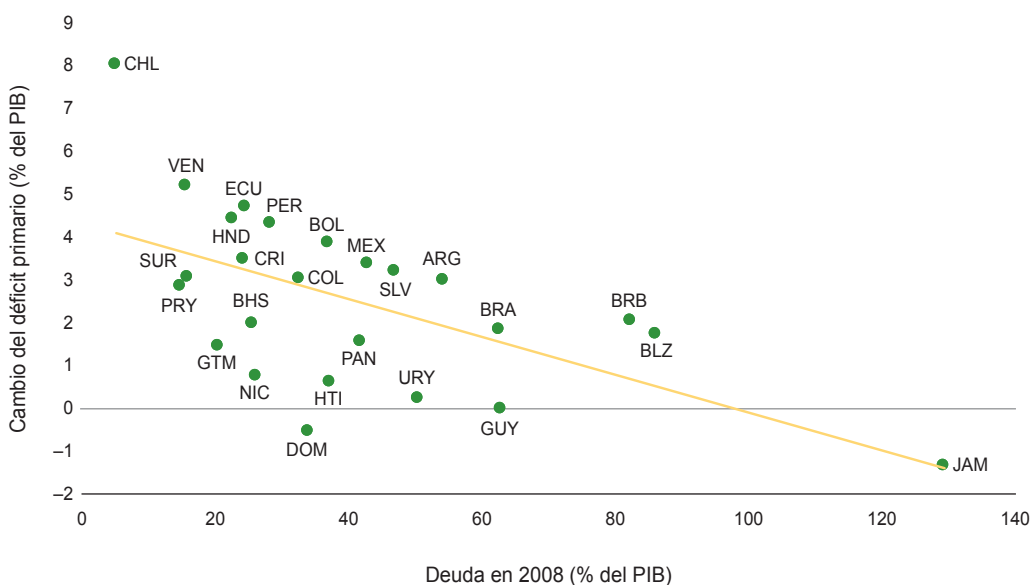
Gráfico 4.4 Ajuste fiscal requerido (AFR) estimado y nivel de deuda

Fuente: Cálculos del BID en base a FMI (2019).

En estas estimaciones no se tienen en cuenta los gastos fiscales adicionales que los países están realizando en respuesta al cierre parcial de las economías, debido a la emergencia del coronavirus. Sin embargo, las estadísticas sí proporcionan información valiosa sobre el espacio fiscal para impulsar el gasto a medida que estalla esta crisis. Los países que requieren un alto grado de ajuste fiscal tienen menos espacio que los que no lo requieren y es probable que les resulte más caro emitir deuda para financiar gastos adicionales o compensar la pérdida de ingresos. Los países con deudas elevadas y grandes superávits primarios para reducir los coeficientes de endeudamiento pueden considerar la posibilidad de adoptar un ritmo de ajuste más lento para dar cabida a las medidas extraordinarias. En la sección siguiente se ofrecen más detalles sobre el espacio fiscal comparando la situación actual con la crisis financiera mundial.

La política fiscal bajo restricciones financieras

La crisis del coronavirus ha propinado un duro golpe a América Latina y el Caribe en múltiples frentes, como se explica en el Capítulo 1. ¿Qué características debería tener la política fiscal en este contexto? Los gobiernos deben pensar cuidadosamente antes de actuar en vista de la debilidad de las posiciones fiscales. Dado que las medidas sanitarias incluyen un cierre parcial de las economías y el distanciamiento social, no es el momento de aplicar la típica política fiscal contracíclica, y las opciones de financiación de muchos países pueden ser limitadas.

Gráfico 4.5 Nivel inicial de deuda y expansión fiscal en 2009

Fuente: Cálculos del BID basados en FMI (2019) y fuentes nacionales.

Un primer paso consiste en comparar las posiciones fiscales con la crisis financiera global de 2008–2009 como referencia. En 2008, el balance primario promedio en la región era del 1,9% del PIB, en comparación con el -0,4% del PIB en 2019, una diferencia del 2,3%. Se observa un cuadro similar en el balance general promedio, que era del -0,4% en 2008 y es de un -3% en 2019. Además, los niveles de la deuda pública parten de una posición diferente. En 2008, la deuda pública promedio se situaba en torno al 40% del PIB. Esta cifra ha crecido considerablemente hasta el 62% del PIB. Las cuentas fiscales se han deteriorado claramente, como se ha señalado previamente.

Durante la recesión de 2009, se recomendó a la mayoría de los países de la región aumentar el gasto público o reducir los impuestos para sostener la demanda agregada. La región respondió rápidamente debido a sólidas posiciones fiscales y a niveles de deuda relativamente bajos. Mientras que el tamaño del estímulo fiscal (calculado indirectamente aquí como el deterioro del balance primario entre 2008 y 2009) era de un promedio del 3% del PIB, no era el mismo para todos los países y dependía en gran parte de los niveles de deuda iniciales. Los países con bajos niveles de deuda al comienzo de la crisis pudieron implementar expansiones fiscales considerables, mientras que aquellos con niveles muy altos tuvieron que contraer el gasto.⁴ Esto es evidente en el Gráfico 4.5, que muestra una

⁴ Véase Ardanaz e Izquierdo (2020) para más información sobre esta comparación y un análisis más detallado de las políticas fiscales en este momento.

relación negativa entre los niveles de deuda vigentes y la expansión fiscal llevada a cabo en 2009, representada por la variación del déficit primario entre 2008 y 2009.

Dado que los niveles de deuda son mucho mayores ahora, el espacio para las políticas expansivas es menor. Teniendo en cuenta las cifras del período de 2008-2009, y utilizando la relación entre los niveles de deuda y la expansión fiscal que se muestra en el Gráfico 4.5, el país medio actual podrá aumentar el déficit sólo aproximadamente en la mitad debido a los niveles de deuda actuales. Sin embargo, hay un importante grado de heterogeneidad en la región que debería tenerse en cuenta cuando se decide el tamaño de los paquetes de medidas fiscales. Chile y Perú son dos países que en el pasado construyeron arsenales fiscales y tienen niveles de deuda más bajos. Como resultado, tendrán más espacio para gastar que Argentina y Ecuador, por ejemplo. Además, este volumen de medidas de alivio sólo será posible si los mercados permanecen abiertos para los mercados emergentes, algo que sí ocurrió en 2009.

Otra lección fundamental de la expansión fiscal de 2009 es que la calidad de la asignación del gasto en el paquete de estímulos es clave para determinar la sostenibilidad fiscal en el futuro. Practicar unas políticas fiscales verdaderamente contracíclicas o excepcionales implicaría incurrir sólo en gastos temporales, como en infraestructura o transferencias temporales, con claras cláusulas con fecha de expiración. En este sentido, la experiencia del pasado no es demasiado alentadora. En la expansión fiscal de 2009, casi las dos terceras partes del estímulo se destinaron a salarios y transferencias. La región entró en posiciones de déficit fiscal una vez que el auge llegó a su fin porque los gastos inflexibles adoptados durante la expansión fiscal implicaban que la región no podía reducir el gasto posteriormente, lo que provocó un mayor endeudamiento.⁵

Actualmente, los gobiernos se enfrentan a dos limitaciones para proporcionar un mayor alivio mediante la política fiscal. En primer lugar, puede que el tamaño de los paquetes fiscales tenga que ser más pequeño, o se pueden correr mayores riesgos macroeconómicos. Izquierdo, Pessino y Vuletin (2018) observan que hay ineficiencias técnicas considerables en el gasto público que representan hasta el 4,4% del PIB regional. Sin embargo, no queda claro que estas ineficiencias puedan abordarse rápidamente. Una estrategia posible consiste en permitir la expansión fiscal del gasto en salud y otros gastos necesarios inmediatamente, mientras simultáneamente se implementan políticas para reducir las ineficiencias, que rendirá resultados más tarde y asegurará la sostenibilidad.

La segunda limitación es la capacidad de aprovechar los mercados financieros. Los márgenes EMBI se han duplicado en los últimos tres meses, y aunque los tipos de interés de los Estados Unidos han disminuido, los rendimientos del mercado secundario han aumentado en unos 150 puntos básicos, por lo que a los países les resultará más caro emitir deuda si los mercados están abiertos. Una simple mirada a los actuales diferenciales del

⁵ Este tema está cubierto en detalle en Izquierdo, Loo-Kung y Navajas (2013) y Powell (2015).

EMBI revela que los países se enfrentan a limitaciones desiguales en este ámbito. Brasil, Chile, Colombia, Panamá, Perú y Uruguay están pagando actualmente menos de 400 puntos básicos y tendrán más margen de financiación que otros países que pagan entre 400 y 900 puntos básicos, como Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Jamaica, México, República Dominicana y Trinidad y Tobago. Otros países, como Argentina, Belice, Ecuador y Venezuela, han quedado fuera de los mercados de crédito. Los flujos de salida de capital desde el pasado enero son de una magnitud mayor que en los episodios de estrés “regulares”, según se expone en el Capítulo 2. En el caso de los países que han quedado fuera del mercado crediticio, es posible que no dispongan de financiamiento adicional de acreedores privados externos o que éste tenga un costo prohibitivo, por lo que se les aconseja que busquen apoyo multilateral lo antes posible.

Teniendo en cuenta estas dos limitaciones, ¿qué pueden hacer los gobiernos de la región para combatir los problemas creados por el coronavirus? La primera línea de ataque debería ser la contención y la mitigación del coronavirus reactivando el gasto en salud para una prevención, detección, tratamiento y contención efectivas.⁶ El principal desafío es evitar un colapso de la infraestructura de salud. Los tiempos para el crecimiento vendrán más tarde. Dadas las limitaciones presupuestarias existentes, no deberían priorizarse las políticas de estímulo macroeconómico estándar, sobre todo porque muchas pueden no ser efectivas debido a la naturaleza de la crisis del coronavirus. La inversión en infraestructura debería focalizarse estrictamente en el sector de la salud.

Dado que los servicios de salud pública son gestionados fundamentalmente por los gobiernos locales, será importante proporcionarles rápidamente recursos. Puesto que la capacidad de las instituciones y de implementación es más baja en este nivel de gobierno, los recursos adicionales deberían ir acompañados de ayuda técnica de los gobiernos centrales (federales) para que estos recursos sean efectivos.

Por otro lado, numerosas personas perderán sus ingresos mientras permanezcan confinadas en casa. Esto vuelve imperativo diseñar programas de subsidio que estén bien focalizados en los grupos vulnerables, sobre todo en los trabajadores pobres e informales. Teniendo en cuenta la experiencia del pasado, es clave que estos programas se diseñen como temporales, con cuentas separadas de otros programas de transferencia estructurales, e incluyendo cláusulas de expiración. La transparencia en la administración de esta política es también esencial.

Otras medidas posibles para los gobiernos que tengan la suficiente capacidad comprenden políticas de alivio fiscal para las regiones, personas y empresas golpeadas con más fuerza por el choque. Los sistemas de seguridad social que hayan proporcionado préstamos a los pensionistas podrían temporalmente aplazar los pagos por vencer. En todos los casos, es fundamental que estas medidas se apliquen como aplazamientos y

⁶ Para más detalles sobre este aspecto, ver Gaspar y Mauro (2020).

no como subvenciones permanentes para no poner en peligro la sostenibilidad fiscal. Estas políticas deben considerarse como medidas de alivio de la liquidez, pero no deben convertirse en un pasivo para los gobiernos. Es fundamental que las políticas sean lo más sostenibles posible si los gobiernos quieren tener una fuerte recuperación una vez que haya pasado la peor parte de la crisis del coronavirus. Cuanto más sostenibles sean, mayores serán sus posibilidades de obtener financiación para el crecimiento más adelante.

Por último, los gobiernos que disponen de suficiente espacio fiscal deberían ayudar a mantener el buen funcionamiento de los mercados de crédito. Con el aumento de la incertidumbre, a varias empresas les resulta difícil refinanciar incluso los préstamos a corto plazo, y existe el riesgo de que se produzcan despidos masivos si los problemas de liquidez se convierten en problemas de solvencia para empresas que, por lo demás, son sólidas. Los gobiernos pueden intervenir, ya sea directamente mediante programas de compra de bonos o indirectamente respaldando los programas de compra de activos aplicados por los bancos centrales. Los gobiernos también pueden proporcionar capital de operaciones mediante préstamos o financiamiento parcial de los salarios para evitar despidos masivos. Estos fondos generalmente se vincularían a restricciones en el despido de trabajadores. Una preocupación fundamental en este caso es que las empresas formales, que cuentan con los empleados más productivos, podrían llegar a quebrar. Puede llevar mucho tiempo recuperar empleos formales y productivos, que son cruciales para la región.⁷ De nuevo, es importante que esta ayuda se preste como apoyo a la liquidez, no como subsidios permanentes. Estas políticas se están llevando a cabo en el mundo desarrollado, donde los recursos son abundantes y permiten la aplicación de enormes paquetes de medidas que, si tienen éxito, pueden llevar en última instancia a bajos costos fiscales. El desafío para los mercados emergentes es hacerlo en cantidades suficientemente grandes para que estas políticas sean exitosas, y de una manera transparente que se refleje en las cuentas fiscales, con programas claramente dirigidos y priorizados. Si estas políticas no se llevan a cabo adecuadamente, gran parte del apoyo de liquidez corre el riesgo de convertirse en subvenciones, algo que la región no puede permitirse.

Varios países de la región han avanzado rápidamente en esta dirección, con medidas como las transferencias a los hogares, las líneas de crédito a las empresas, las compensaciones salariales a los trabajadores cuyas empresas han visto disminuir sus ingresos y las reducciones o aplazamientos de los impuestos laborales y otras contribuciones a la seguridad social. El tiempo dirá si estas medidas habrán funcionado como apoyo a la liquidez —con una menor carga para la sostenibilidad— o como subsidios —con una presión sustancialmente mayor sobre las ya tensas cuentas fiscales. En el Cuadro 4.1 se presenta un resumen de las medidas aplicadas a nivel de país.

⁷ Véase Levy (2020).

Cuadro 4.1 Medidas de política fiscal tomadas por países

	Transferencias a familias	Reducción/ postergamiento de impuestos laborales y contribuciones a la seguridad social	Reducción/ postergamiento de otros impuestos	Líneas de crédito a las firmas	Postergamiento de Servicios de Deuda	Compensaciones salariales a empleados
Argentina	X	X		X	X	X
Las Bahamas		X	X	X	X	X
Barbados	X	X		X	X	X
Belice		X		X	X	X
Bolivia	X		X	X	X	
Brasil	X	X	X	X	X	X
Chile	X	X	X			X
Colombia	X		X		X	
Costa Rica	X	X	X		X	
Ecuador	X	X	X		X	
El Salvador	X		X		X	
Guatemala	X	X	X	X		
Haití	X		X		X	X
Honduras	X		X		X	
Jamaica	X		X	X		X
México			X		X	
Panamá	X		X			
Paraguay	X		X	X	X	
Perú	X		X	X	X	
República Dominicana	X		X	X		X
Trinidad y Tobago	X			X	X	X
Uruguay	X	X	X	X	X	X
Venezuela	X			X		

Fuente: Blackman et al. (2020).

Dado el contexto actual y la larga lista de necesidades, América Latina y el Caribe tiene que moverse decididamente para buscar fondos con el fin de financiar un conjunto muy estricto de políticas en coordinación con las políticas monetarias y financieras, como se explica en los Capítulos 2 y 3. Si se dispone de ella, la primera opción es recurrir a los mercados de crédito, pero también hay que buscar préstamos de las entidades multilaterales. Los países más grandes y sistémicos pueden tratar de obtener líneas *swap* de la

Reserva Federal de los Estados Unidos, como ya Brasil y México lo han hecho. Los países más pequeños tienen más posibilidades de obtener préstamos de las multilaterales que encontrarán útiles por su tamaño. Esto será más difícil para los países más grandes, dados los limitados recursos de las multilaterales.

Conclusiones

La región estaba en medio de realizar un importante ajuste fiscal, pero el año pasado ese esfuerzo se estancó y la deuda aumentó aún más. Además, es probable que los niveles de deuda empeoren con el actual brote de coronavirus. Once países con planes de ajuste tenían previsto mejorar los saldos primarios en un promedio del 0,8% del PIB en los próximos años, quedando un poco por debajo (0,3% del PIB) de lo necesario para mantener constante la deuda. Sin embargo, el enfoque en la región ha cambiado, pasando de las demandas de una mayor atención a la reducción de la pobreza y la desigualdad a la lucha contra la crisis del coronavirus. Los programas fiscales excepcionales para proporcionar alivio ejercerán una mayor presión sobre los balances fiscales.

En este nuevo escenario, es fundamental mejorar la eficiencia del gasto, dirigiendo ese gasto de manera más precisa para beneficiar a los pobres, a los trabajadores informales y a los necesitados durante esta crisis. Los programas de subsidios y transferencias son necesarios en estas circunstancias, pero se requieren cláusulas de caducidad u otras técnicas para asegurar que ese financiamiento excepcional sea temporal, a fin de garantizar que no se repitan los errores del pasado. Al proporcionar ayuda a las empresas privadas y, al mismo tiempo, salvaguardar los mercados laborales, los gobiernos deberían considerar la posibilidad de aplicar medidas que funcionen como apoyo a la liquidez, incluyendo las analizadas en el Capítulo 3, en lugar de las transferencias. La crisis sanitaria y los cierres parciales forzados de las economías exigen esas políticas en la actualidad, pero los formuladores de políticas también deben considerar cómo salir de esas políticas a medida que la crisis se vaya remitiendo. Esas políticas deben estar diseñadas para ayudar principalmente a los pobres y los más vulnerables y, por consiguiente, reducir los efectos de la crisis en la pobreza y la desigualdad por cada dólar gastado. No obstante, no cabe duda de que la pobreza y la desigualdad aumentarán. La región se enfrenta actualmente a enormes desafíos, pero mirando hacia el futuro se encontrará al persistente reto de cómo reducir la desigualdad y mejorar la inclusión.

CAPÍTULO 5

Conclusiones

El novedoso coronavirus está cobrando un número enorme de vidas humanas. En el momento de escribir este informe, el virus continúa propagándose a un ritmo cada vez mayor y, a principios de abril de 2020, se habían registrado más de 1.000.000 de casos conocidos y más de 50.000 muertes en todo el mundo. Prácticamente todos los países están teniendo que hacer frente a esta emergencia. En un estudio reciente del Imperial College London se estima que, sin políticas para suprimir la propagación del virus, se producirían hasta 3,2 millones de muertes en América Latina y el Caribe.¹ Pero los países están tomando fuertes medidas para contener la propagación del virus. Se espera que este informe sirva de orientación a los hacedores de políticas a medida que naveguen por el inexplorado territorio macroeconómico resultante.

América Latina y el Caribe superó relativamente bien la crisis financiera mundial del 2008, evitando las crisis bancarias en las economías más grandes y logrando una rápida recuperación. Varios países respondieron a ese choque temporal con una expansión fiscal más permanente que impulsó el aumento de los niveles de deuda al finalizar el auge de las materias primas. Posteriormente, países de la región llevaron a cabo un importante ajuste para recuperar el espacio fiscal. Muchos países de la región también han establecido acuerdos monetarios sólidos con una inflación baja y tipos de interés relativamente bajos. Once países han establecido (o están en proceso de adoptar) regímenes de metas de inflación con flexibilidad cambiaria, los sectores bancarios en general son sólidos y la mayoría de los países han acumulado reservas internacionales. Los amortiguadores ganados y los marcos monetarios, financieros y fiscales sólidos y equilibrados serán sumamente importantes para hacer frente a la crisis actual.

No obstante, el coronavirus tendrá importantes repercusiones en el equilibrio fiscal y ejercerá presión sobre las monedas y otros indicadores monetarios y financieros. La mayoría de los países de la región son relativamente pequeños y abiertos tanto en términos comerciales como financieros. China, los Estados Unidos y Europa sufrirán grandes pérdidas en el PIB, lo que sin duda repercutirá en nuestra región. China parece estar ahora en la fase de recuperación, pero para los Estados Unidos y Europa la guerra aún está por ganarse. En muchos países se están aplicando ahora medidas de distanciamiento social agresivas

¹ Walker et al. (2020).

y, a principios de abril de 2020, se observaron algunas señales positivas de que el número de casos estaba empezando a disminuir en algunos países europeos.

No obstante, si se tiene en cuenta únicamente el choque externo de la demanda, la caída de los precios de las materias primas y el choque de los mercados financieros, la región sufrirá este año una importante recesión que probablemente supere la registrada en 2009 (alrededor del 2% del PIB). El escenario más extremo considerado en este informe resultaría en una recesión de más del 5% del PIB.

Si bien existe incertidumbre sobre la evolución de la crisis sanitaria, es importante considerar las prioridades de política y la secuenciación adecuada. La primera prioridad debería ser detener la propagación del virus, evitar que el sector de salud se vea desbordado, garantizar que cuente con los recursos adecuados y salvar vidas. Una segunda prioridad debería ser proporcionar alivio a los hogares más vulnerables que han perdido sus fuentes de ingresos como resultado del distanciamiento social y otras medidas. Y una tercera prioridad debería ser apoyar a las empresas para reducir al mínimo el aumento del desempleo, tratar de evitar la separación entre las empresas y sus empleados y las costosas quiebras y liquidaciones. La estrecha vigilancia del sector financiero debería ser una prioridad adicional para garantizar la estabilidad financiera y permitir que los bancos comerciales ayuden a las empresas y los hogares. En cada esfera, la mayoría de las políticas deberían diseñarse y comunicarse como medidas temporales y extraordinarias. Debería haber una estrecha vigilancia para asegurar que las intervenciones lleguen realmente a los beneficiarios previstos, y los hacedores de políticas deberían considerar *ex ante* cómo esas políticas luego se irán eliminando para poder mantener los sólidos marcos fiscales, monetarios y financieros establecidos antes de la crisis. En coordinación con el presente informe se publicará una serie de informes más detallados a nivel de país, en los que se describirán los puntos de partida de cada país y las medidas de política que están adoptando.

En el sector de salud, la propagación del coronavirus mismo dictará la respuesta de política apropiada. Los países han estado implementando confinamientos y cierres de todos los negocios no esenciales. Si bien las políticas agresivas rápidas de la actualidad pueden tener importantes costos a corto plazo, las pruebas indican que pueden frenar la propagación del virus y salvar vidas. A medida que disminuya el número de casos, y a medida que aumenten los recursos para la realización de pruebas y el rastreo de contactos y se puedan hacer cumplir las medidas de cuarentena, volviéndolas más sofisticadas y menos intrusivas y económicamente costosas, se podrán contemplar otras estrategias menos agresivas.

Las economías avanzadas con tasas de interés históricamente bajas pueden sostener sus economías durante un período prolongado de tiempo con programas fiscales muy grandes y sin amenazas significativas a su estabilidad económica. Muchas economías emergentes no están en una posición tan privilegiada. Por lo tanto, será extremadamente

importante priorizar las medidas y asegurar que se obtenga el mayor rendimiento por cada peso de apoyo. El volumen total de los paquetes fiscales dependerá del financiamiento disponible. En primer lugar, se pueden identificar las eficiencias tanto en los ingresos como en los gastos. En segundo lugar, se pueden ahorrar recursos en algunas esferas y transferirlos a las necesidades prioritarias. En tercer lugar, algunos países pueden acceder a los mercados y pueden pedir más préstamos sin sacrificar la sostenibilidad, aunque es probable que tengan que hacer frente a costos de financiamiento más elevados. Los países de la región se encuentran en distintas posiciones en cuanto al espacio fiscal del que disponen, dadas estas distintas fuentes de financiamiento. Los países también pueden buscar recursos adicionales en las instituciones multilaterales y bilaterales. Informes recientes indican que un gran número de países está hablando con el FMI para obtener financiamiento rápido y programas de préstamos más amplios, y los bancos de desarrollo multilaterales, como el Banco Interamericano de Desarrollo, ya han anunciado programas de préstamos de mayor envergadura.² Algunos países tienen acceso a líneas swap y otros acuerdos de financiamiento. La Reserva Federal ha ampliado las líneas swap para proporcionar liquidez en dólares a algunas de las mayores economías emergentes, como Brasil y México, y algunos países tienen líneas swap o de crédito con otros países, como China.

También se pueden aprovechar los balances de los bancos centrales. En este contexto, una vez más, las economías emergentes tienden a estar en desventaja en comparación con muchas economías avanzadas, en las que una demanda de dinero más estable, una menor volatilidad y una mayor credibilidad pueden permitir mayores inyecciones de liquidez sin alimentar la fuga de capitales, la fuerte depreciación de la moneda, los posibles problemas de los balances y la inflación. Si bien los bancos centrales de algunas economías emergentes tienen margen para realizar importantes operaciones temporales y extraordinarias de financiamiento y liquidez, éstas deben calibrarse cuidadosamente para preservar la estabilidad económica. Los bancos comerciales también pueden ser parte de la solución. La mayoría de los bancos de la región cuentan con importantes reservas de capital y liquidez precisamente para resistir grandes choques negativos. Si pueden mantener líneas de crédito y, con el apoyo de las autoridades fiscales o monetarias, extender la liquidez a las empresas manteniendo al mismo tiempo normas prudenciales adecuadas, los costos de la propagación del coronavirus pueden reducirse al mínimo. Sin embargo, si la crisis sanitaria se transforma en una crisis macroeconómica generalizada, ello acarreará costos humanos y económicos aún mayores, lo que pone de relieve la necesidad de diseñar las intervenciones de manera que también se proteja la estabilidad financiera.

China ya ha comenzado a recuperarse y, si bien se han registrado grandes pérdidas en el PIB, la producción manufacturera ha comenzado a aumentar y el crecimiento del consumo debería seguirle. Cabe esperar que los países europeos y otros países avanzados

² <https://www.ft.com/content/756d85fa-6fad-412f-9aaf-c3f476415ae1>.

también empiecen a ver disminuciones en los casos en las próximas semanas y luego puedan volver a poner en marcha sus economías. También habrá grandes pérdidas de PIB, pero los programas fiscales masivos y el apoyo sin precedentes de los bancos centrales ayudarán a promover la recuperación. Esta evolución sería positiva para la demanda mundial, los precios de los productos básicos y los mercados financieros.

En América Latina y el Caribe, los países también están aplicando políticas agresivas de distanciamiento social que deberían dar fruto para ayudar a contener el virus. Durante este período, las políticas económicas deberían estar dirigidas a garantizar que los sistemas financieros se mantengan fuertes para que puedan actuar como un vehículo de apoyo a las empresas. También deberían seguir ayudando a las empresas e incentivarlas para que conserven el trabajo, y ayudar a las familias más pobres y vulnerables del sector formal e informal que podrían perder sus fuentes de ingresos. Las fuentes de financiamiento pueden estar restringidas, por lo que es esencial utilizar los recursos de manera eficiente. El mantenimiento de la estabilidad económica y financiera será fundamental para evitar mayores costos. Los programas extraordinarios deben ser establecidos de manera estrictamente temporal. Si se puede preservar el corazón de la economía, mantener los vínculos entre las empresas y los trabajadores, y mantener bajas las liquidaciones de empresas, minimizando la destrucción de capital, entonces la recuperación debería producirse a medida que la crisis de salud disminuya.

En el presente informe se han examinado las posibles consecuencias del coronavirus para la región, junto con las posibles respuestas de política. Pero aún hay mucha incertidumbre. Todavía hay información imperfecta sobre la naturaleza del propio virus y sobre la mejor manera de contener su propagación. También es necesario seguir trabajando para determinar el mejor conjunto de políticas económicas y su secuencia para acompañar los esfuerzos de apoyo a la economía durante la pandemia. A medida que los gobiernos de América Latina y el Caribe buscan respuestas a estos problemas, el Banco Interamericano de Desarrollo está llevando a cabo un amplio programa de investigación para ayudar y apoyar sus esfuerzos.

Referencias bibliográficas

- Aliaga-Díaz, R., M. P. Olivero y A. Powell. 2018. "Monetary Policy and Anti-Cyclical Bank Capital Regulation." *Economic Inquiry* 56(2) abril: 837-58.
- Arcand, J.-L., E. Berkes y U. Panizza. 2015. "Too Much Finance?" *Journal of Economic Growth* 20(2) junio: 105-48.
- Ardanaz, M. y A. Izquierdo. 2017. "Current Expenditure Upswings in Good Times and Capital Expenditure Downswings in Bad Times? New Evidence from Developing Countries." Documento de trabajo del BID no. 838. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- . 2020. "Política fiscal en tiempos del coronavirus: restricciones y opciones de política para los países de América Latina y el Caribe." *Ideas que cuentan* (blog), Banco Interamericano de Desarrollo, 31 de marzo. Disponible en <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/politica-fiscal-en-tiempos-del-coronavirus-restricciones-y-opciones-de-politica-para-los-paises-de-america-latina-y-el-caribe/>. Consultado en abril de 2020.
- Beck, T. y L. Rojas-Suárez. 2019. "Making Basel III Work for Emerging Markets and Developing Economies: A CGD Task Force Report." Informe. Center for Global Development, Washington, DC.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). 2020. "Resumen principales medidas de política económica, monetaria y financiera de cara a la emergencia causada por la pandemia global COVID-19." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Documento inédito.
- Blackman, A., A. M. Ibáñez, A. Izquierdo, P. Keefer, M. Mesquita Moreira, N. Schady y T. Serebrisky. De próxima publicación. "Fiscal Policy Facing Covid-19: Recommendations for Latin America and the Caribbean." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Calomiris, C. W. y A. Powell. 2001. "Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina, 1992-99." En F. S. Mishkin, ed., *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Cañón, C., E. Cortés y R. Guerrero. 2019. "Bank Competition and the Price of credit: Evidence Using Mexican Loan Level Data." Documento presentado en la 24ª Reunión Anual de LACEA, del 7 al 9 de noviembre, Puebla, México.
- Cavallo, Eduardo. 2020. "Latin America has experienced sudden stops in the past. The coronavirus takes the challenge to a new level." *Ideas que cuentan* (blog), Banco

- Interamericano de Desarrollo, 24 de marzo. Disponible en <https://blogs.iadb.org/ideas-matter/en/latin-america-has-experienced-sudden-stops-in-capital-flows-in-the-past-the-coronavirus-takes-the-challenge-to-a-new-level/>. Consultado en abril de 2020.
- Cavallo, E. y A. Powell, coords. 2019. *Construir oportunidades para crecer en un mundo desafiante*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2019. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Cavallo, E. y T. Serebrisky, eds. 2016. *Ahorrar para desarrollarse: cómo América Latina y el Caribe puede ahorrar más y mejor*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo; y Nueva York, NY: Palgrave Macmillan.
- Cesa-Bianchi, A., M. H. Pesaran, A. Rebucci y T. Xu. 2012. "China's Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America." *Economía* 12(2) primavera: 1-75.
- Čihák, M. y R. Sahay (con A. Barajas, S. Chen, A. Fouejieu y P. Xie). 2020. "Finance and Inequality." IMF Staff Discussion Note no. 20/01. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Datt, G. y M. Ravallion. 1992. "Growth and Redistribution Components of Changes in Poverty Measures: A Decomposition with Applications to Brazil and India in the 1980s." *Journal of Development Economics* 38(2) abril: 275-95.
- Dees, S., F. Di Mauro, M. H. Pesaran y L. V. Smith. 2007. "Exploring the International Linkages of the Euro Area: A Global VAR Analysis." *Journal of Applied Econometrics* 22: 1-38.
- Demirgüç-Kunt, A., L. Klapper, D. Singer, S. Ansar y J. Hess. 2018. *The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Eichenbaum, M. S., S. Rebelo y M. Trabandt. 2020. "The Macroeconomics of Epidemics". Documento de trabajo de la NBER no. 26882. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Disponible en <https://www.nber.org/papers/w26882>. Consultado en abril de 2020.
- Fang, H., L. Wang y Y. Yang. 2020. "Human Mobility Restrictions and the Spread of the Novel Coronavirus (2019-nCoV) in China." Documento de trabajo de la NBER no. 26906. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Disponible en <https://www.nber.org/papers/w26906>. Consultado en abril de 2020.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2019. *World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers*. Octubre. Washington, DC: FMI.
- . 2020a. "Outlook for Latin America and the Caribbean: New Challenges to Growth." FMI, Washington, DC. Disponible en <https://blogs.imf.org/2020/01/29/outlook-for-latin-america-and-the-caribbean-new-challenges-to-growth/>. Consultado en febrero de 2020.
- . 2020b. "World Economic Outlook Update: Tentative Stabilization, Sluggish Recovery?" 20 de enero. Disponible en <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>. Consultado en febrero de 2020.

- Gaspar, V. y P. Mauro. 2020. "Fiscal Policies to Protect People during the Coronavirus Outbreak." *IMFBlog*, Fondo Monetario Internacional, 5 de marzo. Disponible en <https://blogs.imf.org/2020/03/05/fiscal-policies-to-protect-people-during-the-coronavirus-outbreak/>. Consultado en marzo de 2020.
- Gómez-González, J. E., C. E. Tamayo y Ó. M. Valencia. 2019. "Bank Market Power and Firm Finance: Evidence from Bank and Loan Level Data." Documento de trabajo no. 19-11. Centro de Investigaciones Económicas y Financieras, Universidad EAFIT, Medellín, Antioquia, Colombia.
- Hansen, E. y M. A. Urbina. 2018. "Banking Competition and the Cost of Credit for Firms: Evidence from Loan-Level Data in Chile." Documento presentado en la Cuarta conferencia sobre desarrollo bancario, estabilidad y sostenibilidad, 16 de noviembre, Santiago.
- Hevia, C. y A. Neumeyer. 2020. "Un marco conceptual para analizar el impacto económico del COVID-19 y sus repercusiones en las políticas." PNUD LAC C19 PDS no. 1, marzo. Disponible en https://www.latinamerica.undp.org/content/rblac/es/home/library/crisis_prevention_and_recovery/a-conceptual-framework-for-analyzing-the-economic-impact-of-covi.html. Consultado en abril de 2020.
- Izquierdo, A., R. Lama, J. P. Medina, J. Puig, D. Riera-Crichton, C. Végh y G. Vuletin. 2019. "Is the Public Investment Multiplier Higher in Developing Countries? An Empirical Exploration." Documento de trabajo del FMI. 19/289. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Izquierdo, A., R. Loo-Kung y F. Navajas, coords. 2013. *Resistiendo el canto de las sirenas financieras en Centroamérica: una ruta hacia un gasto eficiente con más crecimiento*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Izquierdo, A., C. Pessino y G. Vuletin, eds. 2018. *Mejor gasto para mejores vidas: cómo América Latina y el Caribe puede hacer más con menos*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Levy, Santiago. 2020. "Sugerencias para la emergencia." PNUD LAC C19 PDS no. 2, marzo. Disponible en https://www.latinamerica.undp.org/content/rblac/es/home/library/crisis_prevention_and_recovery/suggestions-for-the-emergency.html. Consultado en abril de 2020.
- Martínez-Peria, M. S. y S. L. Schmukler. 2002. "Do Depositors Punish Banks for Bad Behavior? Market Discipline, Deposit Insurance, and Banking Crises." En L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel, eds., *Banking, Financial Integration, and International Crises*. Volumen 3. Santiago: Banco Central de Chile.
- Ornelas, J. R.H., M. S. da Silva y B. F. N. Van Doornik. 2020. "Informational Switching Costs, Bank Competition and the Cost of Finance." Documento de trabajo no. 512. Banco Central de Brasil, Brasília.
- Powell, A., coord. 2012. *El mundo de los senderos que se bifurcan: América Latina y el Caribe ante los riesgos económicos globales*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2012. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.

- , coord. 2014. *La recuperación global y la normalización monetaria: ¿cómo evitar una crónica anunciada?* Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- , coord. 2015. *El laberinto: cómo América Latina y el Caribe puede navegar la economía global*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2015. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- . 2019a. “Basilea III y las reformas financieras: ¿qué deberían hacer las economías emergentes?” *Ideas que cuentan* (blog), Banco Interamericano de Desarrollo, 15 de julio. Disponible en <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/basilea-iii-y-las-reformas-financieras-que-deberian-hacer-las-economias-emergentes/>. Consultado en febrero de 2020.
- . 2019b. “Hacia el crecimiento inclusivo en América Latina y el Caribe.” *Ideas que cuentan* (blog), Banco Interamericano de Desarrollo, 18 de diciembre. Disponible en <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/hacia-el-crecimiento-inclusivo-en-america-latina-y-el-caribe/>. Consultado en febrero de 2020.
- Stein, Ernesto. 2020. “¿Cómo salvar vidas y evitar el colapso hospitalario? Una receta del Reino Unido para combatir el coronavirus.” *Ideas que cuentan* (blog), Banco Interamericano de Desarrollo, 20 de marzo. Disponible en <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/como-salvar-vidas-y-evitar-el-colapso-hospitalario-una-receta-del-reino-unido-para-combatir-el-coronavirus/>. Consultado en abril de 2020.
- Walker, P., C. Whittaker, O. Watson et al. 2020. The Global Impact of COVID-19 and Strategies for Mitigation and Suppression. Imperial College London. Disponible en <https://doi.org/10.25561/77735>. Consultado en abril de 2020.

