

Oportunidades para un mayor crecimiento sostenible tras la pandemia

Coordinado por
Eduardo Cavallo y Andrew Powell



Oportunidades para un mayor crecimiento sostenible tras la pandemia

Coordinado por
Eduardo Cavallo y Andrew Powell

Banco Interamericano de Desarrollo

2021

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

Oportunidades para un mayor crecimiento sostenible tras la pandemia / coordinado por Eduardo Cavallo y Andrew Powell.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

“Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2021.”

1. Coronavirus infections-Economic aspects-Latin America. 2. Coronavirus infections-Economic aspects-Caribbean Area. 3. Economic development-Latin America. 4. Economic development-Caribbean Area. 5. Fiscal policy-Latin America. 6. Fiscal policy-Caribbean Area. 7. Monetary policy-Latin America. 8. Monetary policy-Caribbean Area. I. Cavallo, Eduardo A., coordinador. II. Powell, Andrew (Andrew Philip), coordinador. III. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Investigación y Economista Jefe. IDB-AN-241

Copyright © 2021 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.



Diseño de cubierta: Paula Saenz Umaña

Diagramación: The Word Express

Contenido

Prólogo.....	v
Agradecimientos.....	vii
Resumen ejecutivo	ix
Capítulo 1: La economía global y América Latina y el Caribe	1
Capítulo 2: Política fiscal para una recuperación sostenible	17
Capítulo 3: El sector externo: enfoque en los flujos financieros.....	41
Capítulo 4: Una gama de políticas monetarias para luchar contra la crisis de la COVID	57
Capítulo 5: La estabilidad financiera: un imperativo para una sólida recuperación.....	71
Capítulo 6: Los balances corporativos y los primeros indicios de reasignación	87
Capítulo 7: Cadenas de valor globales y regionales: riesgos y oportunidades.....	103
Capítulo 8: Crecimiento, productividad y maleabilidad	125
Capítulo 9: Un crecimiento sostenible más sólido.....	141
Capítulo 10: La economía después de la COVID	155
Referencias bibliográficas.....	165
Apéndices en línea	
Apéndice A	
Apéndice B	
Apéndice C	
Apéndice D	

Prólogo

El shock de la COVID-19 fue una crisis importante y traumática para América Latina y el Caribe. La pandemia provocó en la región lo que anteriormente he denominado una “triple parada súbita” sin precedentes, con grandes perturbaciones en la movilidad humana, el comercio y los flujos de capital. Fueron acontecimientos enormemente peligrosos. A medida que se paralizó la movilidad humana debido a los confinamientos y el temor de los contagios, las inversiones cayeron, el comercio se vio trastornado y la triple parada súbita planteó un desafío a la región como pocos en el pasado. Reparar los daños que ha causado requerirá un diseño inteligente de las políticas, así como disciplina y creatividad en los meses y años que vienen. La edición 2021 del *Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe* identifica oportunidades de reformas para ayudar a los responsables de las políticas públicas a sacar sus economías de esta crisis y generar un crecimiento más sólido, inclusivo y sostenible.

La crisis comenzó a desplegarse con fuerza cuando los países ya se enfrentaban a un complejo conjunto de condiciones preexistentes, entre las cuales estaban los bajos niveles de productividad y un malestar social latente. Quizá una analogía adecuada para describir la situación sería que, en 2019, la región volaba con un motor averiado y que, en 2020, el segundo motor también sufrió un golpe. El desafío al que nos enfrentamos ahora consiste en llevar esta nave a buen puerto, rescatar a los pasajeros y disponer las reparaciones necesarias. Para que la región vuelva a levantar el vuelo, se requerirá un mayor gasto en atención sanitaria, en transferencias públicas a los pobres y en préstamos a las empresas con dificultades. Entretanto, los ingresos fiscales se han desplomado debido al desempleo y a una caída del consumo, los balances fiscales se han deteriorado y la deuda pública ha aumentado considerablemente desde la crisis financiera global de 2008-09. En este panorama, será sumamente difícil aumentar el gasto y sostener los estímulos fiscales.

Una de las lecciones de las crisis anteriores es que éste no es el momento de replantearse sobre sí y levantar barreras. Al contrario, la región debe buscar una mayor integración mediante tratados comerciales más sólidos y la eliminación de obstáculos como los controles de aduana excesivos en las fronteras, que perjudican el libre flujo de bienes y servicios justo cuando más se necesita. Es el momento de aprovechar las oportunidades que proporcionan una integración de mejor calidad y más inteligente en las cadenas de valor globales y regionales. También es el momento de pensar como América Latina y el Caribe puede aprovechar la reasignación de recursos en diferentes sectores para impulsar

el crecimiento de la productividad, promover el empleo formal y lograr un futuro más sostenible sin la falsa dicotomía entre crecimiento económico y sostenibilidad ambiental.

Los países tendrán que ser mucho más eficientes, estrechar las arcas públicas y eliminar las ineficiencias de gasto que representan más del 4% del PIB en promedio en la región. Más adelante, tendrán que encontrar maneras de aumentar la resiliencia mediante inversiones inteligentes que impulsen la productividad y estimulen el crecimiento. Los gobiernos deben implementar políticas para que la recuperación sea mucho más inclusiva, lo que significará en algunos casos aumentar los impuestos para mejorar la distribución del ingreso a través de redes de protección social y una mejor prestación de servicios públicos como la educación y la atención sanitaria. Al mismo tiempo, es necesario apoyar a numerosas pequeñas y medianas empresas que entraron en hibernación, de modo que puedan ser parte de la recuperación y contribuir a un crecimiento más sólido después de la pandemia.

El Informe macroeconómico de este año abarca más que los temas habituales porque los peligros de una triple parada súbita hacen que sea imperativo actuar en múltiples frentes. Saldremos de esta crisis más pobres, más endeudados y con economías que tendrán un formato muy diferente en términos de sus estructuras productivas. La adopción de medidas sanitarias es esencial para salvar vidas hasta que las vacunas puedan llegar a toda la población y podamos dejar atrás la crisis de salud pública. Sin embargo, es igualmente importante que las economías vuelvan a ponerse de pie para protegerse de las crisis y sus terribles efectos. La COVID-19 es una llamada de alerta para reformar y cambiar el estatus quo de manera que podamos llegar no a la vieja normalidad, sino a una nueva y mejor normalidad. Espero que este informe ayude a los responsables de las políticas públicas en esta importante tarea.

Eric Parrado

Economista Jefe

Agradecimientos

Este informe fue preparado por un equipo de economistas del Departamento de Investigación, la División de Gestión Fiscal y Municipal y la Vicepresidencia de Países del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este documento fue producido bajo la dirección de Eduardo Cavallo y Andrew Powell, del Departamento de Investigación, que contaron con la eficiente colaboración de Laura Acevedo y Carlos Guevara Kenty.

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

Los principales autores de cada capítulo son:

Capítulo 1. Andrew Powell

Capítulo 2. Leandro Andrián, Alejandro Izquierdo, Carola Pessino, Andrew Powell y Oscar Valencia

Capítulo 3. Juan Manuel Hernández

Capítulo 4. João Ayres y Victoria Nuguer

Capítulo 5. Andrew Powell

Capítulo 6. Rodrigo Heresi

Capítulo 7. Vanessa Alviarez

Capítulo 8. Eduardo Cavallo

Capítulo 9. Adrien Vogt-Schilb

Capítulo 10. Eduardo Cavallo y Andrew Powell

Otros autores escribieron varios recuadros:

Recuadro 2.1 Andrew Powell y Virginia Queijo von Heideken

Recuadro 2.2 Carola Pessino

Recuadro 2.3 Luis Alejos

Recuadro 7.1 Vanessa Alviarez

Varios colaboradores externos proporcionaron aportes sustanciales al informe: P. Andrés Neumeyer (Capítulo 4), William Perraudin y Peng Yang (Capítulo 5), Hildegart Ahumada, Eduardo Fernández-Arias y Fernando Navajas (Capítulo 8).

Varios colegas colaboraron con información y comentarios útiles en diversas etapas de la producción de este informe: Fabiano Bastos, Juan Blyde, Francesca Castellani, Gustavo De Rosa, Osmel Manzano, Mauricio Mesquita Moreira, Henry Mooney, Emilio Pineda, Virginia Queijo von Heideken, David Rosenblatt, Marta Ruiz Arranz, Tomás Serebrisky y Ernesto Stein.

Agradecemos a los siguientes compañeros del Fondo Monetario Internacional (FMI) por intercambios muy fructíferos: Anna Ivanova, Gian-Maria Milesi-Ferretti, Jorge Roldos y Alejandro Werner.

Laura Acevedo, Matilde Angarita, Tristany Armangué i Jubert, Lucas Belmudes, Patricio Cea Charbin, Santos Espina Mairal, María José González, Carlos Guevara Kenty, Jorge Hirs, Santiago Novoa Gómez, Silvia Núñez Gómez, Juan Martín Rinaldi, Gustavo Sánchez, Salim Syed Chanto y Andrea Vílchez colaboraron con su invaluable ayuda en la investigación.

Rita Funaro editó el informe y Tom Sarrazin supervisó el proceso de producción. Sebastián Oliva, Aglae Parra, John D. Smith, Adela Torrente, Tessy Vásquez Baos y Federico Volpino proporcionaron un apoyo inestimable. Alberto Magnet tradujo el informe al español. Paula Saenz Umaña creó el diseño de portada bajo la dirección creativa de Lina María Botero Estrada. The Word Express llevó a cabo el diseño gráfico.

Resumen ejecutivo

América Latina y el Caribe registró el 25% del total de fallecimientos debido a la COVID-19 a pesar de tener sólo el 8% de la población mundial. La caída de 7,4% del PIB registrada en 2020 fue la más grande en un solo año para la región desde 1821. Para impulsar la recuperación y aumentar el crecimiento a mediano plazo, se requieren reformas que están pendientes. Las políticas procrecimiento ayudarían a la región a disminuir la pobreza, y a moderar los riesgos fiscales producidos por la pandemia.

Para frenar la propagación del virus, los gobiernos se vieron obligados a restringir severamente la movilidad, y a cerrar deliberadamente partes de sus economías. La región se está recuperando del shock, pero todavía persisten numerosos riesgos externos e internos.

Se prevé que el crecimiento en la región en 2021 será del 4,1%, y que en los años siguientes el crecimiento retornará a su tasa tendencial de cerca de 2,5% al año. Esta recuperación supone que los países siguen abriendo sus economías, que las campañas de vacunación se desarrollan sin demoras, y que las economías avanzadas logran una inmunidad generalizada ante el virus en el segundo trimestre de 2021, seguidos de América Latina y el Caribe en la segunda mitad del año.

Sin embargo, un escenario negativo basado en un crecimiento menor en Estados Unidos y Europa, con nuevos brotes del virus o nuevas mutaciones, y con un despliegue más lento de la vacunación, ralentizaría el crecimiento a solamente el 0,8% en 2021 para un grupo de países, volviendo a caer a -1,1% en 2022, antes de recuperarse hasta un 1,8% en 2023. Esto implicaría una recuperación en forma de “W” en lugar de una “V” o una “U” tras la pandemia.

Los mercados laborales sufrieron un fuerte impacto debido a los shocks externos y a los confinamientos internos. Se estima que entre febrero y octubre de 2020 se perdió un total de 10% de los empleos, una cifra que disminuyó al 7% en febrero de 2021 a medida que la actividad económica comenzaba a recuperarse. Esto significa una pérdida de 26 millones de empleos en 12 países en el período inicial.

En cuanto a la pobreza, las proyecciones auguran un aumento del 12,1% al 14,6% de la pobreza extrema, mientras que se espera que la pobreza moderada aumente del 11,7% al 14,6%. Sólo una fuerte recuperación permitiría que estas tasas disminuyeran significativamente.

Las autoridades en la región respondieron a la crisis con medidas fiscales para ayudar a los hogares y las empresas. El tamaño de los paquetes de alivio fiscal reflejó en gran

medida el espacio fiscal disponible en cada país. El paquete promedio fue de 8,5% del PIB, en comparación con el 19% del PIB en las economías avanzadas. Sin embargo, dos de cada tres países en la región implementaron paquetes más modestos, de cerca del 3% del PIB.

El alivio fiscal incluyó mayores transferencias a los hogares, y reducción de los impuestos para las familias y las empresas. Varios países introdujeron programas de garantía de préstamos y otros tipos de medidas de apoyo extrapresupuestario, destinadas particularmente a las pequeñas y medianas empresas. Las autoridades alentaron a los bancos a reprogramar los préstamos con períodos de gracia y vencimientos más largos de los pagos; algunos países decretaron el aplazamiento de los pagos.

Los déficits fiscales totales aumentaron en promedio un 5,3% del PIB, del 3,0% en 2019 al 8,3% en 2020. A su vez, se estima que la deuda pública aumentó del 58% del PIB en 2019 al 72% en 2020, y en un escenario central seguirá aumentando hasta llegar al 76% hacia 2023. Sin embargo, una recuperación fuerte acompañada de reformas permitiría que la deuda se estabilice en torno al 72% y luego comience a bajar. En las economías dependientes del turismo, se estima que la deuda aumentó del 63% del PIB en 2019 al 80% del PIB en 2020, y en un escenario central podría aumentar hasta el 87% del PIB hacia 2023. La alta exposición de los países dependientes del turismo subraya la naturaleza internacional de esta crisis.

La inflación siguió bajo control en la mayoría de los países, y las expectativas de inflación están bien ancladas. Los bancos centrales expandieron sus balances para proporcionar liquidez, sobre todo a los bancos y a los gobiernos.

Los balances de los bancos también se expandieron con más depósitos, dada la alta demanda de liquidez, y el crédito aumentó. Sin embargo, las políticas financieras implementadas pueden estar ocultando algunos riesgos; el impacto total de la pandemia en la salud del sistema financiero se revelará a medida que se eliminen los programas de garantía y venzan los préstamos aplazados.

Reformas para una recuperación más fuerte y para impulsar el crecimiento a mediano plazo

Los países con impuestos altos y un gasto público elevado se beneficiarían de una mayor eficiencia en los impuestos y en el gasto. Una mejor focalización de los programas sociales de transferencias, la equiparación de los salarios públicos con los salarios del sector privado, y una mejora de las políticas de adquisiciones y contrataciones públicas generaría ahorros de hasta el 4,4% del PIB al año en promedio, y en algunos países incluso más. Los países con bajos impuestos tienen opciones para aumentar la recaudación sin sacrificar el crecimiento. Los mayores ingresos fiscales y los ahorros en el gasto deberían asignarse a proyectos de inversión bien seleccionados, con altos beneficios sociales y para el crecimiento.

Debido a los problemas fiscales y a los altos niveles de deuda, la mejora de las instituciones fiscales debería ser una prioridad de las políticas públicas. Contar con mejores instituciones aumentaría la credibilidad de la política fiscal y permitiría a los países implementar planes de ajuste más gradual, acompañados de tasas de interés más bajas, para asegurar la sostenibilidad de la deuda.

La mayoría de los países mantuvieron el acceso a los mercados financieros durante la COVID; ese acceso será importante de preservar en los próximos meses para ayudar a financiar una recuperación más fuerte. Tras la pandemia, a los países les convendría reconstruir los amortiguadores fiscales, limitar la dolarización, y asegurar amplias reservas para reducir la volatilidad de los flujos de capitales y preservar el acceso fluido a los mercados.

Los países deberían aprovechar las oportunidades para reducir el pago de intereses de la deuda dadas las bajas tasas de interés. Las instituciones financieras internacionales (IFIs) han aumentado sus flujos a la región, y flujos adicionales podrían ayudar a los países con más recursos, o contribuir a bajar los pagos de los intereses reemplazando deuda más cara. Estos flujos de financiamiento, más el conocimiento y la experiencia de las IFIs, se pueden combinar para diseñar reformas y definir proyectos que impulsen el crecimiento. Aun así, algunos países tendrán que reestructurar la deuda pública con el sector privado (deuda comercial). Si esto se vuelve necesario, será mejor actuar preventivamente y procurar acuerdos rápidos y consensuados. Numerosos países actualmente tienen cláusulas de acción colectiva de nueva generación en sus contratos de deuda que deberían facilitar en gran medida la reestructuración de la deuda comercial.

En los próximos meses, los bancos centrales tendrán que navegar aguas peligrosas y desconocidas. A su vez, con las tasas de interés de política monetaria en mínimos históricos y con los balances expandidos, los bancos centrales cuentan con menos recursos que antes. Suponiendo una recuperación fluida, la demanda de liquidez debería disminuir y se podría revertir la expansión de los balances. Los riesgos de refinanciación deberían ser objeto de un riguroso control. Los responsables de las políticas públicas deberían respetar y mantener la independencia de los bancos centrales, mientras que éstos a su vez deben resistir la tentación de asumir el riesgo del crédito privado, o proporcionar financiamiento monetario al déficit fiscal de manera prolongada. La historia sugiere que esto conducirá a mayor incertidumbre económica y a una inflación alta, lo cual resulta costoso de revertir posteriormente.

Las políticas para moderar el shock en los sectores financieros ocultan riesgos, y se nota cierta desconexión que va en aumento entre la información que surge de los balances de los bancos y los indicadores de riesgo del mercado. En los próximos meses, puede que a las autoridades les convenga permitir que los bancos utilicen los amortiguadores existentes, que se desprendan de préstamos no rentables, y establecer planes de recuperación para los bancos allí donde sea necesario.

Para aumentar la confianza en el sector financiero se debe asegurar que los balances de los bancos proporcionen una apreciación certera de los riesgos. Mantener la estabilidad financiera es necesario para que los bancos jueguen un rol constructivo proporcionando crédito a empresas que favorezcan una recuperación económica saludable y sostenible.

La recuperación en la región dependerá crucialmente de la salud y del comportamiento de las empresas. El apalancamiento ha aumentado y los mercados bursátiles anticipan una reasignación considerable en diferentes sectores. Es posible que algunas empresas no sobrevivan, y que otras necesiten ayuda para hacer efectivas las oportunidades potenciales. Los programas de garantía de préstamos han sido útiles, pero deberían contemplarse nuevos instrumentos para ayudar a las empresas viables.

La región no ha aprovechado plenamente las cadenas de valor regionales o globales. La crisis ha provocado una reevaluación de las cadenas de valor, lo que implica oportunidades potenciales para las empresas de la región. Se puede profundizar la integración regional mediante un enfoque de abajo hacia arriba, asegurando que los acuerdos comerciales actuales sean consistentes, e impulsando las cadenas de valor regionales. Otras políticas pueden ayudar a las empresas a aprovechar las cadenas globales de valor, particularmente las empresas pequeñas y medianas que tienen dificultades para participar en las mismas de manera consistente.

Si bien la recuperación económica de la COVID-19 ya ha empezado, las crisis anteriores demuestran que el ritmo de la recuperación puede ser desparejo y estar sesgado en contra de los sectores de alta productividad. Mejorar la productividad mediante la innovación, facilitando la reasignación entre sectores, e invertir eficientemente en infraestructura de calidad, con importantes efectos secundarios en otros sectores económicos, permitiría a la región aprovechar mejor las oportunidades para un crecimiento sostenible después de la pandemia.

Además de la crisis sanitaria, la región se enfrenta a una creciente crisis medioambiental. La adopción de ambiciosos objetivos del clima no implica ningún sacrificio en términos de empleos o de crecimiento. Los países deben invertir para un futuro más verde y sostenible con el fin de cumplir la meta de cero emisiones netas de carbono en un período razonable de tiempo. Las políticas adecuadas pueden crear 15 millones de empleos hacia 2030 en la región e impulsar el crecimiento en más de un punto porcentual al año.

Si bien los próximos meses serán difíciles, este informe detalla un conjunto de políticas que deberían ayudar a los países a materializar una recuperación más sólida. La senda para salir de la crisis sanitaria no tiene por qué reconducir a las bajas tasas de crecimiento del período anterior a la pandemia, sino a tasas más altas de crecimiento que beneficiarán a todos, con políticas públicas más eficientes, una mayor productividad del sector privado y economías más sostenibles.

CAPÍTULO 1

La economía global y América Latina y el Caribe

Aunque 2020 comenzó con la expectativa de que América Latina y el Caribe crecería un 1,6% en el año, recuperándose de un crecimiento casi nulo en 2019, estas esperanzas fueron barridas por el coronavirus. La COVID-19 ha costado cientos de miles de vidas en la región y ha destruido algunos modos de sustento. El PIB disminuyó un 7,4% en 2020, la mayor pérdida de producto en un solo año para la región desde al menos 1821.¹ La pandemia ha provocado crisis económicas en prácticamente todos los países del mundo. El crecimiento en 2020 fue inferior al del 80% de todos los años anteriores en una conocida base de datos histórica, en la gran mayoría de países.² La singularidad de esta crisis es que, para desacelerar la propagación del virus, los gobiernos se vieron obligados a restringir severamente la movilidad de las personas y cerraron deliberadamente grandes sectores de sus economías. Por consiguiente, el comercio se colapsó, los flujos de capital se secaron, y los precios de las materias primas se hundieron. Todos estos factores tuvieron consecuencias en América Latina y el Caribe.³ Este capítulo revisa la experiencia internacional, centrándose en gran parte en algunas economías avanzadas y en China, y elabora un conjunto de escenarios que describen posibles sendas de recuperación para la región.

El contexto internacional

El coronavirus apareció por primera vez en Wuhan, una ciudad de 11 millones de habitantes en la provincia de Hubei, en China Central.⁴ Después de dos fases de restricciones

¹ Esta afirmación se basa en un índice creado a partir de la base de datos Maddison Project 2020. La pérdida del PIB en el período 1930-1932 fue mayor para la región, pero, en ningún año por sí solo en aquel período, se registró una pérdida de 7,4% anual. En 1914 con el estallido de la Primera Guerra Mundial, la región perdió cerca del 6,5% del PIB y la crisis de 1890 tuvo como resultado una pérdida de 6% del producto. Los datos de antes de 1890 se vuelven cada vez más escasos, pero hubo recesión en 1821, con las guerras de la Independencia; se estima que el área definida como Perú en aquel tiempo perdió un 17% del PIB ese año.

² En el 90% de los países de la muestra de Maddison, el crecimiento fue superior al de 2020 el 79% de las veces. Ver Neumeyer, Restrepo-Echavarría y Belmudes (2020).

³ Parrado (2020) sostiene que se produjo una triple parada súbita que afectó a los flujos de capital, el comercio y la movilidad.

⁴ Se informó de un brote de neumonía de origen desconocido a la oficina de Wuhan de la Organización Mundial de la Salud el 31 de diciembre de 2019, <https://www.who.int/csr/don/05-january-2020-pneumonia-of-unknown-cause-china/en/>.

ligeras a la movilidad, una tercera fase de confinamiento más estricto logró controlar el brote.⁵ Otros países, como Singapur y Corea del Sur, también lograron controlar la propagación del virus con una combinación de confinamientos, tests a gran escala y rastreo de contactos.⁶

En enero de 2020, las proyecciones auguraban que el crecimiento económico en China sería de aproximadamente el 6% anual, pero la estimación fue rebajada a un 1% hacia junio, debido a una brusca caída del PIB en el primer trimestre después de las restricciones a la movilidad en gran parte del país. Sin embargo, a medida que el virus fue controlado y disminuyeron los casos nuevos, las ciudades y provincias pudieron abrir. La recuperación fue mayor de lo previsto y el año cerró con un crecimiento de 2,3% (ver Gráfico 1.1). El crecimiento proyectado para 2021 es de 8,1%

Los casos de COVID aumentaron rápidamente en la mayoría de los países en el primer trimestre de 2020 y hacia el comienzo del segundo trimestre.⁷ El PIB se desplomó drásticamente en el segundo trimestre en las economías avanzadas a medida que el temor al virus aumentó, y que se implementaron las políticas de confinamiento. En general, los confinamientos tuvieron éxito para frenar la propagación del virus y reducir el número de nuevos

GRÁFICO 1.1 ● Auge y caída de las proyecciones de crecimiento para 2020



Fuente: Cálculos del BID basados en FMI (2020b, 2020c, 2020d, 2020e, 2021a).

⁵ Ver Fang, Wang y Yang (2020) sobre el rol de las restricciones a la movilidad en la propagación del coronavirus en Wuhan.

⁶ Ver, por ejemplo, <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2020/03/26/how-singapore-and-south-korea-deal-with-coronavirus-quarantine-measures/>.

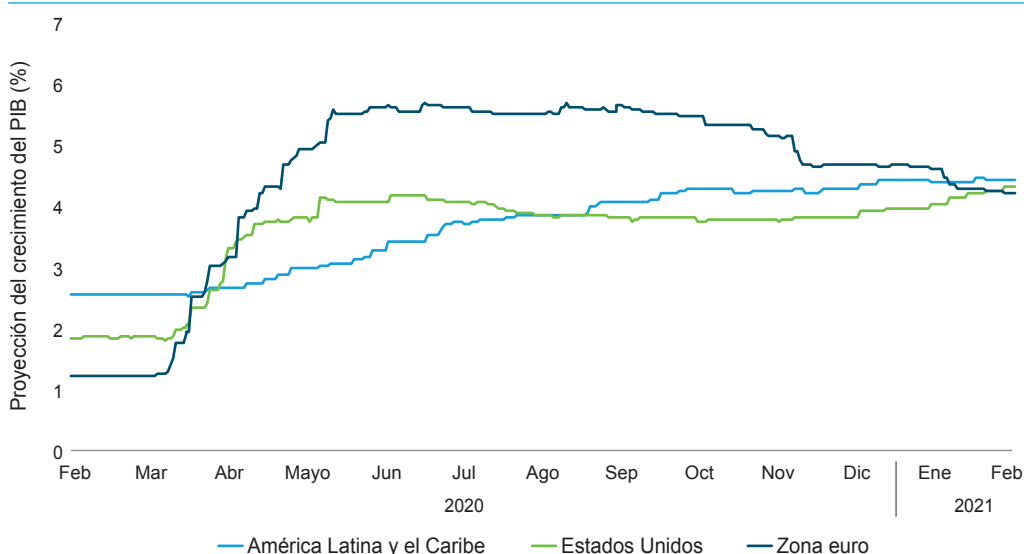
⁷ Ver Stein y Valencia (2020).

casos.⁸ Muchas economías avanzadas empezaron a reabrir en el tercer trimestre y el crecimiento se recuperó. Sin embargo, a medida que los países abrían, surgieron nuevos brotes y algunos países implementaron nuevas restricciones para impedir que el virus se propagara.

Las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos en 2020 eran de cerca del 2% al comienzo del año, pero con el virus y sus confinamientos asociados esas proyecciones cayeron drásticamente. En junio de 2020, el FMI proyectó un crecimiento de -8% para el año. Sin embargo, el tercer trimestre fue mejor de lo esperado gracias a grandes paquetes de apoyo fiscal y a las políticas monetarias expansivas de la Reserva Federal, y a que muchos estados comenzaron a reabrir sus economías. El crecimiento en 2020 finalmente se situó en -3,4% anual. Las buenas noticias sobre las vacunas, la alta rentabilidad de las empresas, el respaldo previsto de la Reserva Federal, y un nuevo paquete fiscal llevaron a los índices bursátiles de Estados Unidos a niveles récord.

Las proyecciones de crecimiento para 2021 eran cercanas al 2% en febrero de 2020; sin embargo, a medida que la actividad económica se desplomaba, las proyecciones comenzaron a prever una recuperación más fuerte bajo la expectativa de que la crisis de la COVID sería temporal (ver Gráfico 1.2). La media de un conjunto de previsiones privadas sugería un crecimiento de cerca del 4,2% para 2021, mientras que las proyecciones del FMI eran algo más optimistas, al 5,1% anual.

GRÁFICO 1.2 • Proyecciones de crecimiento en 2021 para América Latina y el Caribe y socios comerciales seleccionados



Fuente: Cálculos del BID basados en datos de Bloomberg.

Nota: La media de las proyecciones para el crecimiento de 2021 de los analistas se incluyen en la encuesta de crecimiento de Bloomberg.

⁸ Ver Capítulo 2, FMI (2020d).

En enero de 2020, la proyección de crecimiento para 2020 en la zona euro era del 1,3%, pero cayó hasta -10,3% hacia junio, cuando los casos de COVID se multiplicaron y se decretaron restricciones a la movilidad y a la actividad económica. Las proyecciones luego mejoraron gracias a las medidas fiscales y de política monetaria de apoyo, y a medida que los países comenzaron a reabrir. Sin embargo, la reapertura generó nuevos brotes y algunos países en la zona euro volvieron a imponer estrictas restricciones. Se estima que el crecimiento para 2020 habría sido de -7,2% (ver Gráfico 1.1).

La caída relativamente mayor del PIB en la zona euro en comparación con Estados Unidos durante 2020 se vio acompañada de un repunte previsto más grande para 2021 (ver Gráfico 1.2). Sin embargo, recientemente estas expectativas más favorables para la zona euro se han morigerado, y las proyecciones promedio de crecimiento para 2021 de los analistas privados convergen a 4,2% anual, como las de Estados Unidos —similar también a las previstas por el FMI.

La economía del Reino Unido sufrió no sólo el shock de la COVID sino también la incertidumbre alrededor del Brexit. La proyección del crecimiento de 1,4% para 2020 de principios de año cayó hasta -10,2% hacia junio. La economía comenzó a abrir, pero los brotes provocaron nuevas medidas de confinamiento, primero en ciertas regiones, que luego se extendieron a todo el país. En diciembre de 2020, se logró un acuerdo en el Brexit, lo que redujo la incertidumbre; sin embargo, si bien el acuerdo cubre los productos, deja preguntas abiertas a propósito de los servicios. Una cepa nueva y más contagiosa de coronavirus originalmente detectado en Kent, al sudeste de Londres, se propagó a otras regiones y ahora se ha detectado en varios otros países. Con todo, se estima que la economía perdió el 10% del PIB en 2020. La proyección para el crecimiento es de 4,5% en 2021.

Los cambios en las proyecciones de crecimiento en 2020 y 2021 subrayan la dificultad de formular previsiones en este momento. Todas las proyecciones de crecimiento están sujetas a errores, que pueden ser incluso mayores si son predicciones sobre posibles cambios de tendencia hechas cuando el crecimiento del año anterior fue negativo.⁹ La actual crisis sanitaria genera condiciones para proyecciones particularmente propensas a error. Si bien se espera una recuperación este año, depende en gran parte del éxito en la lucha contra el virus. La recuperación económica que ha tenido lugar en Estados Unidos y Europa comenzó sin que hubiera caído el número de casos de COVID a niveles bajos; de hecho, el número de casos, hospitalizaciones y muertes seguía aumentando.¹⁰ A medida que aumentaban los brotes y el temor a propósito de la capacidad hospitalaria cada vez menor, los responsables de las políticas adoptaron nuevas medidas que tuvieron un impacto en la actividad económica, y sigue siendo incierto cuánto tiempo estarán vigentes. Nuevas restricciones tendrían un impacto adicional en la actividad económica.

⁹ Ver, por ejemplo, An, Jalles y Loungani (2018).

¹⁰ Un número limitado de casos permite desplegar programas de testeo masivo y de rastreo de contactos para limitar verdaderamente la propagación.

Al mismo tiempo, las vacunas desarrolladas en tiempo récord han demostrado ser seguras y efectivas para proporcionar inmunidad contra la COVID-19 y aún más contra enfermedades graves, si la infección llega a producirse. Esta noticia positiva a finales de 2020 provocó subidas en los mercados bursátiles en todo el mundo y sin duda mejoró los planes de inversión de numerosas empresas. Sin embargo, la logística para vacunar a un gran porcentaje de la población es enorme, sobre todo dado que algunas vacunas requieren ser almacenadas a temperaturas muy bajas antes de usarse. Se tardará un tiempo considerable en vacunar a suficientes personas para que se produzca lo que a veces se denomina “inmunidad de rebaño” y que frene significativamente la propagación de la enfermedad. El despliegue de la vacuna en algunas economías avanzadas, incluido Estados Unidos, ha sido considerablemente más lento de lo esperado. Con un exceso de demanda de vacunas en la mayoría de países los retrasos hasta la fecha se han debido a si los países adquirieron suficientes vacunas y a la logística de los programas de despliegue. Sin embargo, a medida que haya cada vez más dosis disponibles, las dudas sobre la seguridad y la eficacia de la vacuna en la población general pueden cobrar importancia.

También hay una creciente preocupación a propósito de las mutaciones del virus. El coronavirus ha estado entre nosotros durante más de un año y se han reportado más de 100 millones de casos en todo el mundo. Algunos pacientes parecen padecer la enfermedad durante meses. Sería de hecho sorprendente si no se hubieran producido mutaciones, pero numerosos países no testean rutinariamente dichos cambios en el virus. Las mutaciones normalmente crean cepas del virus más contagiosas (dado que son más contagiosas, tenderán a dominar en una población determinada) pero no necesariamente más mortíferas (si matan a su anfitrión demasiado rápido no serán dominantes). La nueva cepa detectada en el Reino Unido parece seguir este patrón. La llamada cepa sudafricana también parece ser más contagiosa; aunque su virulencia todavía es objeto de debates. Los científicos creen que una nueva cepa en Brasil también es más contagiosa que el virus original.¹¹ Una pregunta crucial es si las mutaciones pueden reducir la efectividad de las vacunas y, si eso ocurre, si las vacunas se pueden actualizar rápidamente para restablecer su eficacia. Particularmente, existe la preocupación de que las vacunas serán menos efectivas contra la cepa sudafricana. A medida que las vacunas reducen la propagación de las cepas existentes, el temor es que otras mutaciones pueden crear cepas más contagiosas, y más resistentes a las vacunas. Si esto ocurriera, el resultado podría ser más hospitalizaciones, más muertes y una desaceleración de la recuperación económica. Si bien esta evolución negativa podría tener implicaciones adversas para los mercados financieros, también es probable que propicie un período más extendido de bajas tasas de interés; a su vez, las tasas bajas apoyarían las valoraciones de las acciones, particularmente las acciones de las

¹¹ Ver, por ejemplo, AAMC (2020) sobre las nuevas cepas y si las vacunas serán efectivas.

empresas tecnológicas y las llamadas acciones “quedarse en casa”, que se han convertido en parte importante de los índices bursátiles estándar.

Aun así, las perspectivas para China parecen ser menos inciertas debido al éxito de ese país en el control del virus. Esto es una buena noticia para la región, sobre todo para los productores de metales y de productos agrícolas dada la demanda china de estos bienes. Sin embargo, si las exportaciones de China a Estados Unidos y Europa siguen deprimidas, por lo que puede que las ganancias, sobre todo en el caso de los metales, sean limitadas dado que una proporción importante de las importaciones de China son reexportadas.

También hay riesgos al alza al escenario de base. Por ejemplo, el nuevo gobierno de Estados Unidos ha adoptado medidas para acelerar el despliegue de la vacuna y está proponiendo un nuevo programa de apoyo fiscal de USD 1,9 billones. Algunos analistas incluso han expresado su preocupación con relación al posible sobrecalentamiento de la economía que tal paquete podría inducir. Y hasta predicen un auge importante del consumo que podría revertir el aumento del ahorro observado durante el período en que los consumidores debieron quedarse en casa.¹² Ese estímulo puede aumentar la demanda más de lo actualmente previsto en Estados Unidos y en otros países, y aunque este ímpetu podría ser positivo para el crecimiento, también puede provocar temores inflacionarios. Si eso ocurriese, puede que los bancos centrales deban revisar sus planes actuales de mantener las tasas de interés muy bajas durante un periodo prolongado.

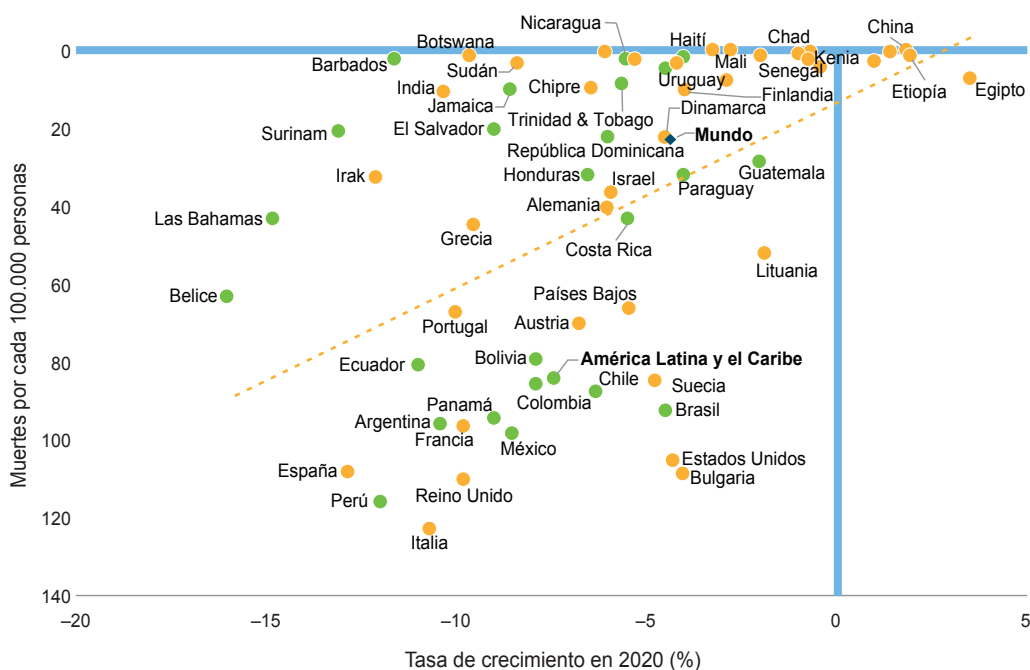
Si ese posible cambio de orientación de la política monetaria comenzara a vislumbrarse, es indudable que provocaría un fuerte impacto en los mercados financieros, con aumentos de las tasas de interés y caída de los precios de las acciones. Hasta qué punto pueden caer las acciones depende de las percepciones de si los valores actuales reflejan fundamentales o una burbuja.¹³ En la medida en que los precios de las acciones están por encima de los valores que se consideran justos, un cambio en la percepción sobre la orientación futura de la política monetaria podría provocar una brusca caída de los precios.

Perspectivas para América Latina y el Caribe

La crisis sanitaria de la COVID-19 y las medidas para contener la propagación del virus provocaron fuertes caídas del PIB en todos los países de la región. Mientras la región perdía más del 7% del PIB, una cuarta parte de los prestatarios del BID perdieron más del

¹² Ver, por ejemplo, Washington Post, 4 de febrero, 2021. <https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/02/04/larry-summers-biden-covid-stimulus/>.

¹³ Ver Financial Times, 25 de enero, 2020, <https://www.ft.com/content/a790c796-f0c4-4cf9-8c7a-3b52da-ff89e4>, que informa de una creciente ansiedad en relación con una burbuja en los mercados bursátiles. Algunos sostienen que los volúmenes récord de los mercados de opciones están alimentando la burbuja. Ver The New York Times, 25 de enero de 2021, <https://www.nytimes.com/2021/01/25/business/stocks-options-bubble.html>.

GRÁFICO 1.3 • Muertes por COVID-19 y tasas de crecimiento en 2020 en diferentes países

Fuente: FMI (2020d, 2021a) y Center for Systems Science and Engineering (CSSE) en Johns Hopkins University.

10%. Los casos de COVID, las hospitalizaciones y las muertes crecieron sostenidamente desde marzo de 2020 y si bien algunos países lograron reducir el número de casos nuevos, muchos vieron aumentar el número de casos nuevos y luego estabilizarse en niveles altos. Se han perdido cientos de miles de vidas debido al COVID-19; en el momento de redactar estas líneas, las muertes eran de más de 2000 al día y varios países informaban de una ocupación del 60% o más de las camas de las unidades de cuidados intensivos.¹⁴ Aunque la región sólo tiene el 8% de la población global, representa el 25% de las muertes por COVID-19 en todo el mundo.

En efecto, existe una correlación positiva notable entre los países que sufrieron altas tasas de muertes por COVID-19 y el crecimiento económico ese año. El Gráfico 1.3 muestra estas dos variables centrándose en el cuadrante donde el crecimiento es negativo y las muertes son altas. En el gráfico se observa que no hay disyuntiva entre crecimiento y la gravedad de la crisis sanitaria en diferentes países. Desafortunadamente, numerosos países en América Latina y el Caribe se sitúan en la parte inferior izquierda de este cuadrante, lo que implica un crecimiento relativamente bajo y una tasa relativamente alta de muertes. Los niveles de informalidad, la capacidad del sistema sanitario, la efectividad de

¹⁴ Cálculos del equipo BID basados en Johns Hopkins University y fuentes nacionales.

las intervenciones no farmacéuticas y la capacidad limitada de teletrabajo pueden formar parte de la explicación de la combinación de bajo crecimiento y alto número de fallecimientos en la región. Sin embargo, es probable que haya muchas otras características de los países que también son relevantes.

Los países dependientes del turismo como Bahamas, Barbados y Belice, tienden a situarse por encima de la línea de tendencia, lo que significa que su crecimiento en 2020 es incluso más bajo de lo que podrían sugerir sus tasas de muertes. Por otro lado, Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México y Perú tenían tasas de fallecimientos mayores de las que serían previstas dado su crecimiento en 2020.

Las economías sufrieron impactos a través de varios canales diferentes. Los confinamientos para frenar la propagación del virus tuvieron consecuencias en el empleo, la demanda de bienes y servicios y la producción. Estas políticas variaron en su efectividad según los países. Los impactos en los socios comerciales redujeron la demanda de exportaciones y perturbaron las cadenas de suministro (ver Capítulo 7). Las economías que dependen del turismo se vieron particularmente golpeadas por la caída en los viajes intencionales. Los productores de materias primas sufrieron la caída de los precios, pero los precios de los metales y de las exportaciones agrícolas se recuperaron con relativa rapidez. Por ejemplo, los precios del cobre y de la soja acabaron el año muy por encima de los niveles de antes de la crisis (ver Gráfico 1.4). Dada la débil demanda, particularmente del sector del transporte, los precios del petróleo se mantienen en niveles anteriores a

GRÁFICO 1.4 • Precios de materias primas seleccionadas durante la pandemia



Fuente: Commodity Price Data System, del FMI.

Nota: Precios mensuales de las materias primas en diferentes unidades, como se indica en el gráfico.

la crisis, y ha llevado a los productores, incluida Arabia Saudita, a anunciar límites de las exportaciones en un intento de hacer subir los precios.

Las exportaciones disminuyeron en más del 10%. En términos agregados, esto fue superado por la disminución de las importaciones debido a la menor demanda y a las restricciones de oferta. Las remesas se recuperaron, gracias a la recuperación en las economías avanzadas, particularmente en Estados Unidos, y a las transferencias monetarias de los gobiernos a los hogares, que aumentaron el ingreso disponible. El pago de intereses de la deuda —mantenido bajo por las bajas tasas de interés internacionales— también amortiguaron el golpe. Por lo tanto, los balances de cuenta corriente mejoraron algo en términos agregados, de un déficit de 1,8% del PIB en 2019 a un déficit más pequeño de 0,5% del PIB en 2020. Sin embargo, el desempeño varió considerablemente según los países. Los paquetes de apoyo fiscal implicaron una fuerte disminución del ahorro público, pero el ahorro privado aumentó de tal manera que el ahorro total se mantuvo prácticamente constante. Al mismo tiempo, la menor inversión fue compensada por la mejora de las exportaciones netas. El Capítulo 3 proporciona un análisis más detallado del comercio y los flujos de capitales en la región.

Los mercados laborales sufrieron un fuerte impacto tanto de los shocks externos como de los confinamientos domésticos. Se estima que se perdió el 10% de empleos entre febrero y octubre de 2020. Hacia febrero de 2021 ese porcentaje se había reducido a 7%.¹⁵ Los trabajadores informales han sido particularmente golpeados; por cada empleo formal perdido, se perdieron cerca de 3,5 empleos informales.¹⁶ Numerosos países de la región no tienen un sistema de prestaciones por desempleo, e incluso en aquellos que lo tienen, los beneficios son limitados. En Brasil, un país con uno de los sistemas más desarrollados de la región, antes de la crisis sólo cerca del 13% de los trabajadores desempleados recibían esta prestación.¹⁷

La pobreza también ha sufrido fuertes impactos. Se prevé que la pobreza extrema aumentará de 12,1% al 14,6%, mientras que la pobreza moderada aumentará de 11,7% a 14,6%.¹⁸ Las diversas dimensiones de la desigualdad seguramente serán exacerbadas por la crisis económica.¹⁹

Las autoridades nacionales respondieron con paquetes de apoyo que incluyen medidas fiscales, financieras y monetarias para ayudar a los hogares y las empresas. La ayuda fiscal incluye un aumento de las transferencias a los hogares y reducciones de

¹⁵ Ese porcentaje equivale a 26 millones de empleos perdidos en el primer periodo, y 15 millones hacia febrero de 2021 en 12 países. Datos del Observatorio Laboral del BID en <https://observatoriolaboral.iadb.org>.

¹⁶ Ver Pagés, Rodríguez-Clare y Stein (2021) para un debate sobre desarrollos en los mercados laborales y respuestas de las políticas en América Latina y el Caribe.

¹⁷ Ver Alaimo *et al.* (2015).

¹⁸ Estas estimaciones provienen del escenario B en Acevedo *et al.* (2020).

¹⁹ Ver Busso y Messina (2020) y Bottán, Hoffmann y Vera-Cossío (2020).

impuestos para las familias y las empresas. En promedio, los paquetes fiscales equivalen a aproximadamente el 8,5% del PIB, pero ese promedio refleja paquetes grandes en unos pocos países, y paquetes más pequeños, de cerca de 3% del PIB, o menos, en muchos otros. En cambio, las economías avanzadas implementaron paquetes del 19% del PIB en promedio. El Capítulo 2 proporciona un análisis más detallado de los impactos de la crisis en los balances fiscales de los países.

Varios países introdujeron programas de garantías de los préstamos y otras medidas de apoyo, orientadas sobre todo a las pequeñas y medianas empresas. Por el lado financiero, numerosos países alentaron a los bancos a reprogramar los préstamos con períodos de gracia y vencimientos más largos, y algunos países decretaron el aplazamiento del pago de los préstamos (ver Capítulo 5). Las depreciaciones de la moneda aumentaron el patrimonio neto de los bancos centrales, que encontraron maneras de proporcionar liquidez a los bancos y a los gobiernos. Las tasas de interés de la política monetaria y los requisitos de reserva se redujeron, lo que permitió a los bancos extraer liquidez mantenida en los bancos centrales (ver Capítulo 4). Todas estas medidas contribuyeron a suavizar el shock.

Los déficits fiscales están alimentando ratios de deuda pública más altos. En el escenario central, la deuda pública aumentará del 58% en 2019 al 76% del PIB en el país medio en 2023. La trayectoria en el futuro dependerá en gran parte del crecimiento y de las políticas adoptadas. Los ratios de apalancamiento de las empresas también subieron. Éstas emitieron bonos en el extranjero, pero la inversión real ha sido limitada y, por consiguiente, los ratios de liquidez han subido (ver Capítulo 6).

Las proyecciones para el crecimiento de la región en 2021 también aumentaron a lo largo de 2020, pero mucho más gradualmente que en la zona euro o en Estados Unidos (ver Gráfico 1.2). La proyección de base para 2021 es una recuperación del crecimiento hasta 4,1%.²⁰ A partir de allí, se proyecta que el crecimiento convergerá a la tendencia de largo plazo, de cerca de 2,5% al año. En un modelo estadístico que incluye a 14 países en la región, el crecimiento en el escenario de base es de 4,4% para 2021. Este escenario supone que los países en todo el mundo y en la región pueden abrir sus economías y crecer en la segunda mitad del año, a pesar del importante número de nuevos casos COVID. También supone que los programas de despliegue de la vacuna avanzan según lo planeado y que, hacia mediados de año, producirán una inmunidad generalizada en la mayoría de los países avanzados y de las economías emergentes, incluyendo América Latina y el Caribe.

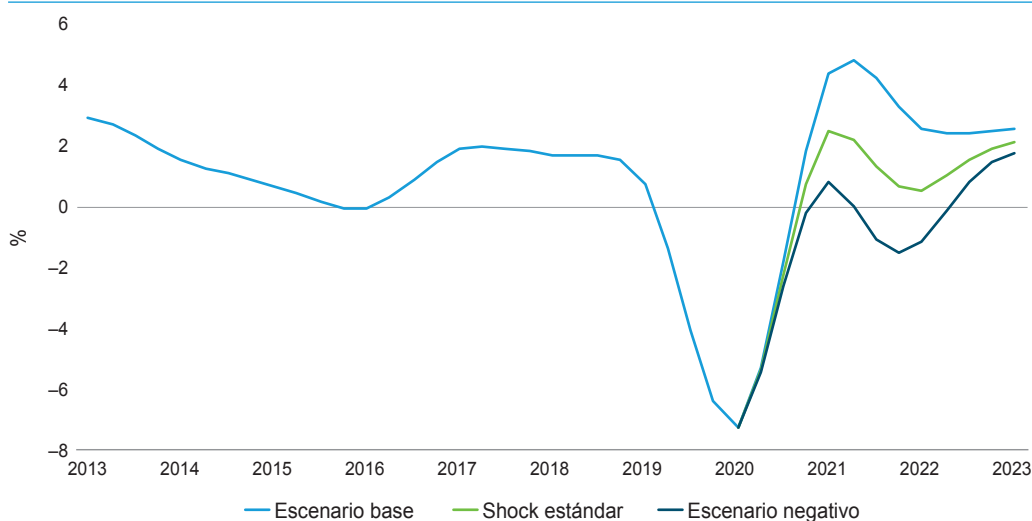
Hay riesgos importantes asociados con la proyección de base. A medida que los países reabren sus economías, posibles aumentos en los casos y en las tasas de hospitalización podrían llevar a las autoridades a volver a adoptar medidas restrictivas, lo cual tendría un impacto negativo en la actividad económica.

²⁰ La media de los analistas privados en Bloomberg es cerca del 4,2%, mientras que el FMI proyecta un 4,1% para la región o un 4,4% excluyendo a Venezuela del agregado.

La logística de los programas de vacunación puede resultar más compleja de lo que se había anticipado, y podrían retrasar el momento en que los países alcanzan niveles suficientes de inmunidad para abrir, incluso hasta después de finales de 2021. Las mutaciones del virus pueden producir cepas que vuelven a las vacunas menos efectivas, lo que requeriría nuevas vacunas y más medidas restrictivas. La región, al igual que el resto del mundo, se encuentra en una carrera entre la propagación del virus (incluidas las nuevas cepas y quizá incluso nuevas mutaciones) y el despliegue de las vacunas existentes (y la carrera para desarrollar vacunas nuevas que sean efectivas contra las nuevas cepas).²¹

En un escenario negativo, un crecimiento más bajo de socios comerciales como Estados Unidos y la zona euro, perjudicaría a América Latina y el Caribe. El Gráfico 1.5 ilustra el crecimiento en el escenario de base, y en dos escenarios negativos alternativos. El primero denominado “shock estándar” considera un shock de una desviación estándar de las tasas de crecimiento para Estados Unidos y la zona euro, respectivamente, durante 2021. El segundo, denominado “escenario negativo,” se basa en supuestos más

GRÁFICO 1.5 ● Escenarios de crecimiento para América Latina y el Caribe



Fuente: Cálculos del BID basados en FMI (2020d, 2021a).

Nota: La referencia proviene de las proyecciones del FMI. Los escenarios se generan utilizando un modelo vectorial autorregresivo, o G-VAR, con supuestos indicados en el texto. Para más detalles sobre el G-VAR, ver Rebucci *et al.* América Latina y el Caribe comprende Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Jamaica, Nicaragua, Paraguay y Trinidad y Tobago.

²¹ El rastreador de vacunas de Bloomberg mostraba que los países en América Latina y el Caribe tenían contratos para más del 60% de la población ya en enero de 2020. Sin embargo, este promedio refleja un pequeño número de países con contratos que representan dosis de más del 100% de las poblaciones (la mayoría de las vacunas requieren dos dosis) mientras que varios países tienen considerablemente menos que el 60% promedio. Ver <https://www.bloomberg.com/graphics/covid-vaccine-tracker-global-distribution/contracts-purchasing-agreements.html>.

pesimistas para Estados Unidos y la zona euro como los considerados en un escenario de FMI (2020d).

La pérdida del PIB en relación con el escenario de base es de 4,5% para el escenario de shock estándar para los tres años, lo que equivale a una pérdida de 1,5% al año; y de 8,1% para el escenario negativo en el período 2021 a 2023, o sea, una pérdida de 2,7% al año durante tres años (ver Cuadro 1.1).

El shock del crecimiento en Estados Unidos y la zona euro tiene un impacto en toda la región, aunque de manera diferente según los países. El shock en Estados Unidos es particularmente importante para México, América Central y el Caribe. El Cono Sur sufre el impacto del shock en la zona euro y en Estados Unidos. Brasil es el país menos afectado por sendos shocks.

Los dos escenarios implican un menor crecimiento en 2021 en comparación con el escenario de base, cayendo aún más en 2022 antes de recuperarse para acercarse al crecimiento tendencial en 2023. En el escenario de shock estándar, el crecimiento en 2021 es de 2,5%, 0,5% en 2022 y 2,1% en 2023. En el escenario negativo, el crecimiento de 2021 es del 0,8%, disminuye a -1,1% en 2022 y luego se recupera hasta el 1,8% en 2023. Por lo tanto, la recuperación se parece más a una “W” que a una “V” o incluso a una “U”.

Como se señala más arriba, también hay riesgos al alza. Las nuevas vacunas están siendo desplegadas y los esfuerzos se centran en acelerar los programas de vacunación. Si se solucionan los problemas logísticos, puede que la inmunidad se logre más rápido de lo anticipado en el escenario de base. Las simulaciones ilustradas en el Gráfico 1.5A y B incluyen un shock positivo de una desviación estándar en el crecimiento de Estados Unidos y la zona euro para ilustrar los impactos potenciales en la región debido a un mayor crecimiento en estos países avanzados.

Sin embargo, un escenario positivo de este tipo también lleva consigo el riesgo de que la inflación aumente y que los bancos centrales se vean obligados a revisar sus planes de mantener las tasas de interés en niveles muy bajos durante un período prolongado.

CUADRO 1.1 ● Pérdida anual estimada en el PIB en relación con el crecimiento base (promedio 2021–23, en % del PIB)

	Escenario base	Shock estándar			Escenario negativo		
		EE.UU.	Zona Euro	Shock combinado	EE.UU.	Zona Euro	Shock combinado
América Latina y el Caribe	3,2	-0,8	-0,7	-1,5	-1,3	-1,4	-2,7
Cono Sur excepto Brasil	3,5	-1,0	-0,8	-1,8	-1,7	-1,6	-3,2
Centroamérica y el Caribe	2,9	-1,1	-0,7	-1,8	-1,8	-1,4	-3,2
Brasil	2,7	-0,5	-0,5	-0,9	-0,8	-1,0	-1,8
México	2,9	-1,1	-0,7	-1,9	-1,9	-1,5	-3,4

Fuente: Cálculos del BID.

Una insinuación de este tipo por sí sola, para no hablar de un aumento efectivo en las tasas de política monetaria, probablemente tendría un impacto considerable en las valoraciones de las acciones y los bonos en todo el mundo. Para ilustrar esto, en el Cuadro 1.2 se incorporan a escenario positivo, los impactos de una caída de una desviación estándar en los valores de los títulos, y otro shock que contempla un declive aún mayor, considerado como un evento con un 10% de probabilidad (o aproximadamente 1,64 desviaciones estándar).

Las tasas de crecimiento resultantes para la región también se proporcionan en el Cuadro 1.2. En el caso del shock que contempla sólo una leve corrección en el mercado financiero, el crecimiento en la región podría llegar al 5,2% en 2021, disminuir a 3,9% en 2022 y a 2,9% en 2023. En este caso, el shock de crecimiento positivo compensa el ligero declive de las valoraciones y los desarrollos asociados del mercado financiero. Sin embargo, si la corrección en el mercado financiero fuese más marcada, los beneficios del shock de crecimiento positivo disminuirían. El crecimiento sería de 4,5% en 2021 (sólo un 0,1% más que la referencia), de 3,3% en 2022 y de 2,9% en 2023.

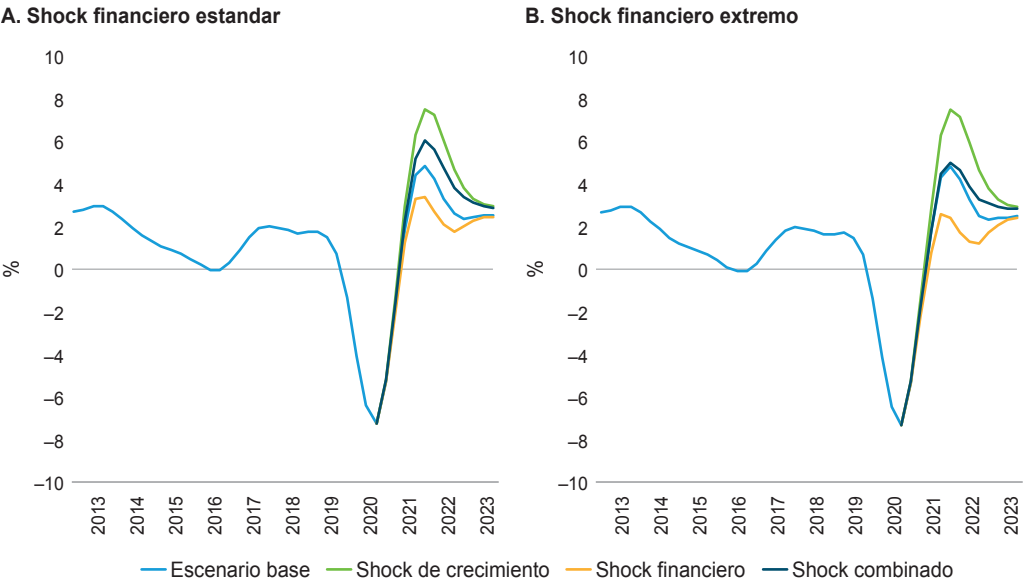
En el caso del shock de crecimiento positivo de una desviación estándar en Estados Unidos y la zona euro, el PIB de la región aumentaría un total de 4,5% a lo largo de los

CUADRO 1.2 • Tasas de crecimiento regional en los escenarios de shock

A. Tasa de crecimiento para shock estandar y escenario negativo		
2020		-7,3
2021	Escenario base	4,4
	Shock estándar	2,5
	Escenario negativo	0,8
2022	Escenario base	2,6
	Shock estándar	0,5
	Escenario negativo	-1,1
2023	Escenario base	2,6
	Shock estándar	2,1
	Escenario negativo	1,8
B. Tasa de crecimiento para shock de crecimiento y shock financiero		
2020		-7,3
2021	Escenario base	4,4
	Crecimiento y corrección financiera leve	5,2
	Crecimiento y corrección financiera fuerte	4,5
2022	Escenario base	2,6
	Crecimiento y corrección financiera leve	3,9
	Crecimiento y corrección financiera fuerte	3,3
2023	Escenario base	2,6
	Crecimiento y corrección financiera leve	2,9
	Crecimiento y corrección financiera fuerte	2,9

Fuente: Cálculos del BID.

GRÁFICO 1.6 • Crecimiento positivo con un shock financiero negativo



Fuente: Cálculos del BID basados en FMI (2020d, 2021a).
Notas: La referencia proviene de las proyecciones del FMI, los escenarios son generados utilizando un modelo vectorial autorregresivo, o G-VAR, con los supuestos según lo señalado en el texto. Para más detalles sobre la G-VAR, ver Rebucci *et al.* (2012) y Powell (2012).

CUADRO 1.3 • Crecimiento positivo con un shock financiero negativo

A. Crecimiento promedio anual en el escenario base e impacto de un shock de crecimiento positivo (% del PIB, 2021–23)		
	Crecimiento en el escenario base	Crecimiento positivo shock
América Latina y el Caribe	3,2	1,5
Cono Sur excepto Brasil	3,5	1,8
Centroamérica y el Caribe	2,9	1,8
Brasil	2,7	1,0
México	2,9	1,9

B. Impacto de una corrección en mercados financieros (promedio anual de la pérdida/ganancia en % del PIB, 2021–23)				
	Corrección financiera leve	Crecimiento positivo, corrección financiera leve	Corrección financiera fuerte	Crecimiento positivo, corrección financiera fuerte
América Latina y el Caribe	−0,7	0,8	−1,1	0,4
Cono Sur excepto Brasil	−0,8	1,0	−1,3	0,4
Centroamérica y el Caribe	−0,9	0,9	−1,5	0,2
Brasil	−0,4	0,6	−0,6	0,3
México	−1,0	0,9	−1,6	0,2

Fuente: Cálculos del BID.

tres años (2021 a 2023). Si el shock financiero que lo acompaña es relativamente leve (una disminución de una desviación estándar en los precios de las acciones lo que equivale a una caída de cerca del 9% promedio en los índices bursátiles), el beneficio neto resultante sería cerca de 2,4% del PIB a lo largo de los tres años. Naturalmente, una corrección más profunda en los mercados reduciría estos beneficios aún más. Una corrección en los valores que representa un evento de probabilidad del 10% (una caída de 1,64 desviaciones estándar o una baja de cerca del 14% en los índices bursátiles) proporcionaría un aumento neto de sólo 1,2% del PIB para la región a lo largo de los tres años. Un colapso más dramático en los mercados financieros podría incluso convertir un shock de crecimiento positivo en las economías avanzadas, en un shock negativo en la región.

Una vez más, hay diferencias de los impactos en la región. México es el que más se beneficia de un shock de crecimiento positivo (en gran parte del proveniente de Estados Unidos) mientras que Brasil es el que menos se beneficia. El Cono Sur, con la excepción de Brasil, también recibe beneficios relativamente elevados de un shock de crecimiento positivo en Estados Unidos y la zona euro. Sin embargo, México y el Cono Sur, excluyendo a Brasil, también son golpeados con relativa dureza por una posible corrección en el mercado financiero.

Hoja de ruta del informe

La crisis de la COVID-19 no tiene precedentes en la historia reciente de la región, tanto en términos de la pérdida asociada de vidas, como de la crisis económica que ha provocado. Este capítulo ha proporcionado una introducción breve y selectiva, incluida una revisión de la experiencia internacional y de los escenarios de crecimiento para la región.

Lo que queda de este informe analiza temas específicos que tendrán un impacto en las economías de la región y presenta recomendaciones políticas para ayudar en la recuperación. Una vez más, la idea no es presentar un cuadro integral sino proporcionar un análisis más profundo en ciertos ámbitos.

En el Capítulo 2, se analiza la respuesta fiscal a la crisis y su impacto en los saldos fiscales y en la deuda pública. El capítulo también estudia cómo los países tendrían que reformar las estructuras fiscales y del gasto público, mejorar las instituciones y mantener la sostenibilidad fiscal mientras prestan apoyo durante la fase de recuperación.

El Capítulo 3 se centra en las cuentas externas, particularmente los flujos de capital. La situación es matizada, y si bien una minoría de países sufrieron paradas súbitas de acuerdo con las definiciones tradicionales, otros se enfrentaron a una brusca salida de capitales. El capítulo concluye con un debate de las políticas sobre cómo mejorar la protección contra los shocks externos.

Los bancos centrales se han mostrado activos en la región, tanto en términos de la política de tasa de interés, como de medidas de política monetaria más directas.

El Capítulo 4 detalla estas medidas y rastrea los impactos en los balances de los bancos centrales concluyendo con una evaluación de los riesgos futuros.

La salud de los sectores financieros generalmente refleja la salud de las economías subyacentes. Las autoridades actuaron con rapidez para apoyar a las empresas y las familias, lo que permitió un mayor acceso al crédito. Al mismo tiempo, los programas de aplazamiento del pago de los préstamos pueden ocultar riesgos y aumentar las pérdidas eventuales. El Capítulo 5 analiza los balances de los bancos y qué se puede aprender de los indicadores de riesgo de mercado.

La recuperación en la región dependerá crucialmente de la salud y del comportamiento de las empresas, y si se encuentran en una posición para invertir y contratar personal de tal manera que el empleo vuelva a los niveles anteriores a la crisis. Una pregunta abierta es si las economías volverán a su composición anterior a la crisis o si habrá una reasignación importante, lo que a su vez podría tener un impacto en la salud de las empresas. El Capítulo 6 analiza los balances de las empresas no financieras y considera qué se puede inferir sobre la posible reasignación sectorial a partir de los cambios en las valoraciones de los mercados bursátiles.

El Capítulo 7 profundiza en el análisis a partir de una rica base de datos sobre las empresas en la región. El foco se centra en el comercio, los impactos de la crisis en las exportaciones y la participación de las empresas de la región en las cadenas globales de valor. Los resultados se utilizan para extraer lecciones potenciales para las políticas sobre cómo impulsar el crecimiento y el comercio.

El crecimiento y la reasignación también son el tema del Capítulo 8. La crisis ha tenido un impacto más grande en los sectores intensivos en trabajo debido a las medidas de distanciamiento social. A su vez, las empresas en América Latina y el Caribe tienden a utilizar tecnologías más intensivas en trabajo que en otros países, quizá debido al deseo de ser más flexibles ante la volatilidad económica. Este capítulo presenta las implicancias para la región basadas en la comparación de los impactos sectoriales durante la crisis de la COVID con lo que ocurrió durante y después de crisis anteriores.

La región se enfrenta no sólo a una crisis económica sino también a una potencial crisis ambiental debido a la profundización de los impactos del cambio climático. Una pregunta importante es si invertir en la recuperación económica significa sacrificar los objetivos de clima o si se puede detallar un plan de recuperación que cree empleos y crecimiento a la vez que permita que la región cumpla con los ambiciosos objetivos ambientales y del clima. Ésta es la pregunta esencial abordada en el Capítulo 9.

El Capítulo 10 presenta las conclusiones del informe, centrándose en las lecciones para las políticas derivadas de cada capítulo. La región se enfrenta a desafíos sin precedentes, pero hay amplio espacio disponible para que las buenas políticas marquen una diferencia importante con el fin de impulsar la recuperación y asegurar un futuro más sostenible.

CAPÍTULO 2

Política fiscal para una recuperación sostenible

Los países de América Latina y el Caribe movilizaron recursos fiscales considerables para abordar la crisis sanitaria y proporcionar ayuda económica, revirtiendo la consolidación fiscal gradual de los años anteriores. El total de los paquetes fiscales llegó a USD 485.000 millones —superior al PIB anual de Colombia, la cuarta economía de la región.¹ El paquete fiscal promedio entre los países de la región fue del 8,5% del PIB (ver Gráfico 2.1, panel A), pero este promedio se debe a unos pocos paquetes grandes; los paquetes en los países andinos y el Cono Sur fueron mayores (Gráfico 2.1, panel B). En cambio, las economías avanzadas implementaron paquetes fiscales del 19% del PIB, en promedio.² El apoyo fiscal en la región incluyó otros gastos y políticas que redujeron los ingresos y las partidas fuera de balance, a veces denominadas partidas extraordinarias (Gráfico 2.1).³

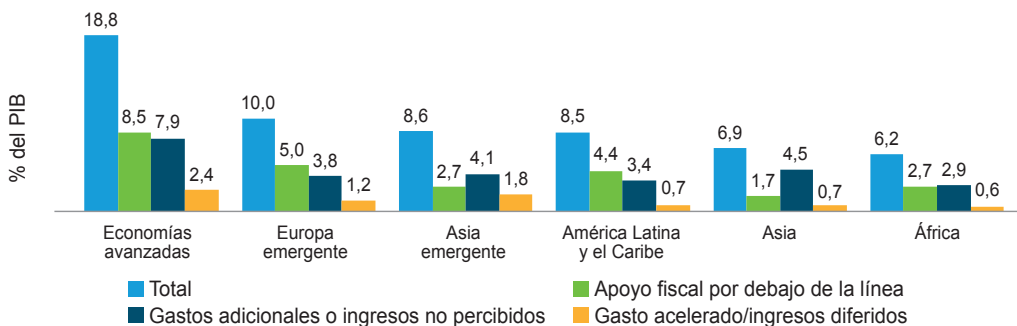
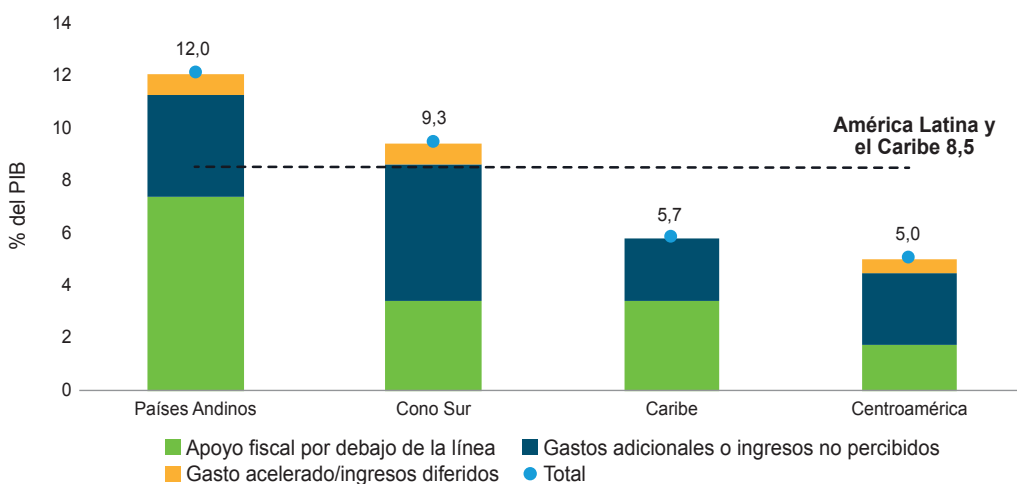
El gasto público corriente aumentó un promedio del 21% del PIB en 2019 al 24% en 2020, mientras que el gasto de capital cayó en un 0,2% del PIB a lo largo del mismo período. Al mismo tiempo, los ingresos fiscales disminuyeron en 1,9 puntos porcentuales del PIB, en promedio, hasta aproximadamente el 22% en 2020, debido a la contracción económica y a las medidas de las políticas. La caída de los ingresos se debió a un crecimiento más lento (aproximadamente un 0,9% del PIB, en promedio) y a las medidas fiscales (cerca del 1% del PIB).⁴ A medida que los ingresos fiscales disminuyeron y el gasto aumentó, el balance primario promedio de la región disminuyó en 4,9 puntos porcentuales del PIB, hasta -5,4% en 2020 (Gráfico 2.2, paneles A y B). Durante el mismo período, el balance

¹ El PIB de Colombia en 2019 era de USD 324.000 millones (FMI, 2020d).

² Estos paquetes fiscales no incluyen otras medidas, incluidas las implementadas por los bancos centrales o por otras entidades públicas. El Capítulo 4 aborda los cambios en los balances de bancos centrales y los del sector financiero consolidado.

³ Los instrumentos fiscales extraordinarios incluyen las garantías, las inyecciones de capital, los préstamos, la adquisición de activos y la compra de deuda.

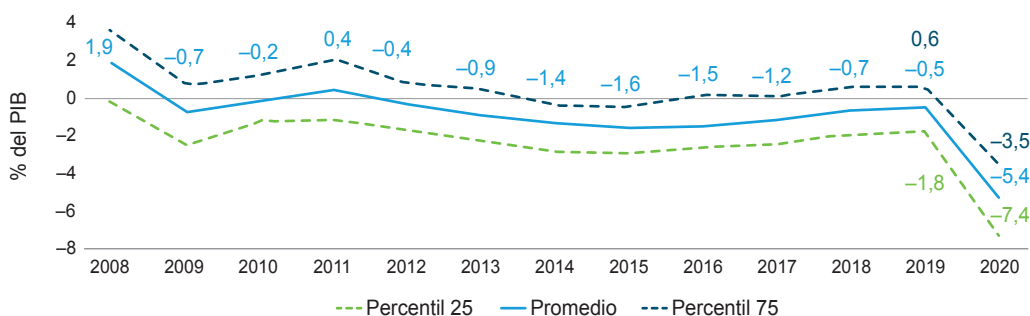
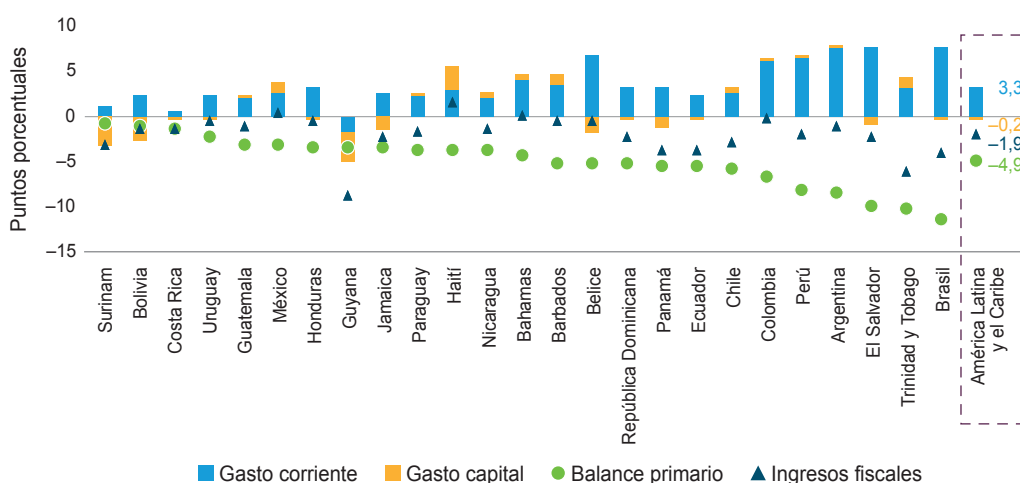
⁴ La recaudación tiende a aumentar más rápidamente que el PIB en los momentos de auge (con una elasticidad o “flexibilidad tributaria” de 1.3 para la región) de lo que disminuyen en los momentos de recesión (con una elasticidad estimada de cerca de 0,9).

GRÁFICO 2.1 ● Medidas fiscales para luchar contra la pandemia**A. Regiones****B. Medidas desagregadas de apoyo fiscal en América Latina y el Caribe**

Fuente: Cálculos del BID basados en datos nacionales y el observatorio de políticas en respuesta a la COVID-19 del FMI, dependiendo de la disponibilidad de datos.

fiscal total disminuyó 5,3 puntos porcentuales, de -3,0% a -8,3%. El Recuadro 2.1 detalla los planes fiscales de los países para 2020 y sus resultados.

El aumento de los déficits fiscales contribuyó a aumentar los niveles de la deuda, de 58% del PIB en 2019 al 72% en 2020 en el país promedio. Sin embargo, los ratios de la deuda también aumentaron debido a otros factores. La disminución del PIB contribuyó en 4,4 puntos porcentuales al total del aumento de 14 puntos porcentuales en el ratio deuda/PIB del país promedio (ver Gráfico 2.3). La depreciación del tipo de cambio real aumentó la deuda en más de 3,2 puntos porcentuales del PIB en el país promedio, y en 3,6 puntos porcentuales en los países dependientes del turismo. El aumento de los pagos de los intereses representó un aumento adicional de 3,0 puntos porcentuales en los ratios de deuda en el país promedio y cerca de 3,7 puntos porcentuales en las economías dependientes del turismo. La inflación disminuyó las deudas, pero dadas las bajas tasas

GRÁFICO 2.2 • Balance primario del gobierno general**A. Balance primario como % del PIB****B. Cambio gobierno general, 2019–20 (pp)**

Fuente: Cálculos del BID basados en datos nacionales y del FMI (2020d).

Nota: El gasto corriente excluye el pago de intereses.

de inflación (ver Capítulo 4) sólo en unos 3 puntos porcentuales en promedio y menos de un punto porcentual en los países dependientes del turismo. Los ratios de la deuda aumentaron en menor medida (cerca de 10 puntos porcentuales) en los países exportadores de materias primas. En esos países, el aumento de la deuda fue impulsado por déficits primarios más altos (que contribuyeron con 4,8 puntos porcentuales del PIB), el aumento del pago de los intereses (2,3 puntos porcentuales) y un menor crecimiento (2,1 puntos porcentuales).

Financiamiento de la movilización de recursos

En general, las medidas de apoyo fiscal de la región dependían del espacio fiscal y las opciones de financiamiento disponibles. Numerosos países emitieron deuda externa.

Recuadro 2.1 • Planes fiscales versus resultados

La crisis de la COVID tuvo un impacto marcado en los planes y resultados fiscales. Este recuadro analiza los planes y los resultados obtenidos con datos recopilados de fuentes nacionales, para un conjunto de países en la región. A comienzos de 2020, el país promedio de todos los analizados preveía un déficit primario de 0,7%. Las fuertes caídas en el PIB, más las medidas de políticas adoptadas, tuvieron un impacto tanto en los gastos como en la recaudación.

Los ingresos fiscales fueron de hasta un 20,1% del PIB en este conjunto de países. Sin embargo, eso equivale al 18,3% del PIB que se proyectaba antes de la pandemia. Esto implica una caída de la recaudación efectiva equivalente a 4,4% del PIB originalmente proyectado para 2020.

Por el lado del gasto, el plan original para el gobierno promedio era asignar el 4,3% del PIB proyectado para el año a inversión, pero al final el PIB fue más bajo al proyectado, y esto se convirtió en un 3,2% del PIB observado, lo que a su vez equivale a sólo el 2,9% del PIB proyectado antes de la pandemia. O sea, en total, se produjo una caída de 1,4% respecto del PIB proyectado para 2020. Esto subraya cómo la inversión, incluida la infraestructura, perdió en relación con el gasto corriente durante la pandemia.

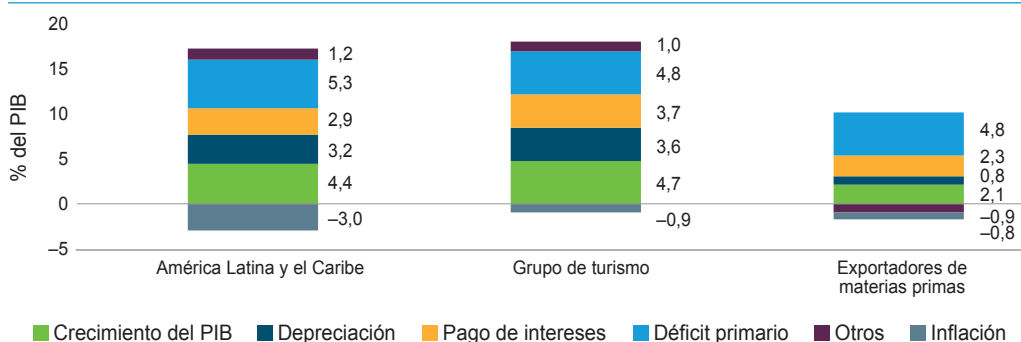
Los países se beneficiaron de las bajas tasas de interés. Las proyecciones de los pagos de intereses de la deuda eran de un 2,7% del PIB para el país promedio al comienzo de año, pero acabaron en el 3,0% del PIB observado, o 2,7% del PIB originalmente proyectado para 2020. Por lo tanto, a pesar del aumento del endeudamiento, los pagos de intereses en la práctica no aumentaron, sino que la subida del ratio se debió en gran parte a la caída del PIB.

En términos prospectivos, el país promedio está planeando recaudar el 22,5% del PIB, y se calcula que el gasto primario será de 24,7%, lo que implica un déficit fiscal primario proyectado de 2,2% en 2021. En cambio, los países necesitarían un superávit primario de 2,7% para mantener la deuda constante, lo que implica que se espera que la deuda aumente. La mayoría de los gobiernos prevé que el crecimiento en 2021 será del 4,5%; los resultados fiscales efectivos dependerán de si esto se materializa.

En términos de las instituciones fiscales, 11 países con reglas fiscales tienen una cláusula de escape, y 10 de esos 11 países aplicaron esa flexibilidad durante la pandemia. La desviación promedio del déficit primario estipulado en la regla era de cerca del 3,4% del PIB. La mayoría de los países tienen una meta explícita para volver a la regla fiscal en 2021, y unos cuantos planean volver en 2022 y años posteriores.

Siete países con planes específicos para reducir los niveles de la deuda anunciaron programas de ajuste que reducen el déficit fiscal en un 1,4% al año durante los próximos seis años. Hay que destacar que se planea que el ajuste se aplique al gasto (0,9% del PIB anual) más que a los ingresos (0,5% del PIB anual). Debe destacarse que el recorte del gasto planeado se basa totalmente en los gastos corrientes y no en la inversión. Al mismo tiempo, unos 12 países están considerando reformas tributarias para aumentar la recaudación.

Además, los gobiernos redujeron los depósitos en los bancos centrales, o utilizaron otros ahorros, y emitieron deuda doméstica. Los bancos centrales aumentaron la tenencia de bonos del gobierno o realizaron préstamos de emergencia por motivos fiscales (ver Capítulo 4 para un debate sobre los balances de los bancos centrales). El financiamiento multilateral complementó el financiamiento privado en numerosos países.

GRÁFICO 2.3 ● Factores que explican cambios en la deuda bruta/PIB, 2019–20

Fuente: Cálculos del BID basados en datos del FMI (2020d, 2021a) y datos nacionales.

Nota: América Latina y el Caribe incluye los países prestatarios del BID excepto Venezuela. Los países exportadores de materias primas son Guyana, Bolivia, Ecuador, Colombia, Trinidad y Tobago, Perú, Chile y México. Los países del grupo de turismo son Bahamas, Belice, Costa Rica, Panamá y República Dominicana.

Implicaciones para la sostenibilidad de la deuda

El pago de los intereses ha aumentado junto con los ratios de deuda, de 10,7% de los ingresos fiscales en 2019 a 13,5% en 2020 en el país promedio (ver Gráfico 2,4, panel A). Este ratio es mayor ahora que durante la crisis financiera global y el período de bajos precios de las materias primas. Para una cuarta parte de los países prestatarios del BID, este ratio ha aumentado hasta el 17% o más.

Las proyecciones del servicio de la deuda, que incluye los pagos de intereses y amortizaciones de la deuda, se sitúan en torno al 5% del PIB en 2021 para el país promedio y cerca del 6,5% del PIB para una cuarta parte de los países analizados (ver Gráfico 2.4, panel B). Teniendo en cuenta el calendario de amortizaciones al momento de escribir este reporte, el servicio de la deuda será estable en los próximos años en el país promedio, pero aumentará a más del 8% del PIB en 2023 en una cuarta parte de los países.⁵ El pago de los intereses representa cerca del 3,2% del PIB al año en el país promedio en los próximos años.

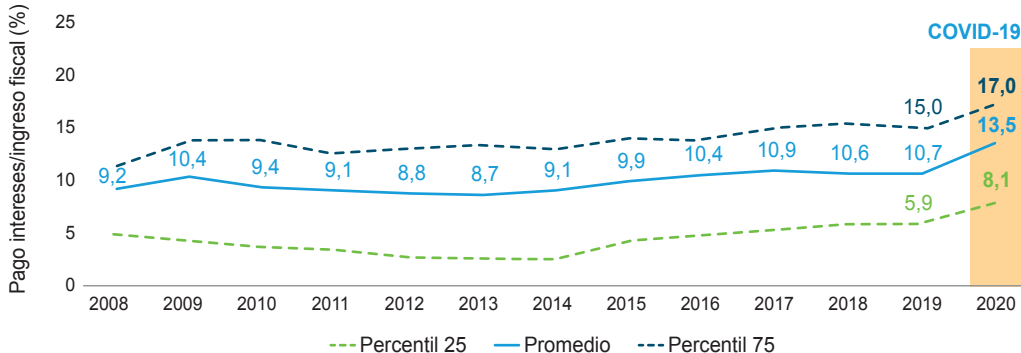
La trayectoria futura del ratio deuda/PIB dependerá de la velocidad de la recuperación económica, del ritmo del ajuste fiscal, las tasas de interés y los precios de las materias primas. En un escenario central, el ratio promedio de la deuda/PIB aumenta del 58% en 2019 hasta el 76% hacia 2023. Este escenario supone un menor crecimiento que el escenario de base en el Capítulo 1, pero también supone que los países implementan ajustes fiscales.⁶ Si las tasas de crecimiento corresponden a las del escenario negativo en el Capítulo 1, la deuda/PIB aumentaría más, hasta aproximadamente el 80% hacia 2023.

⁵ Éstos están probablemente subestimados dado que las cifras reflejan los calendarios de amortización de la deuda realmente emitida; este análisis no contempla el refinanciamiento de los pasivos durante el período.

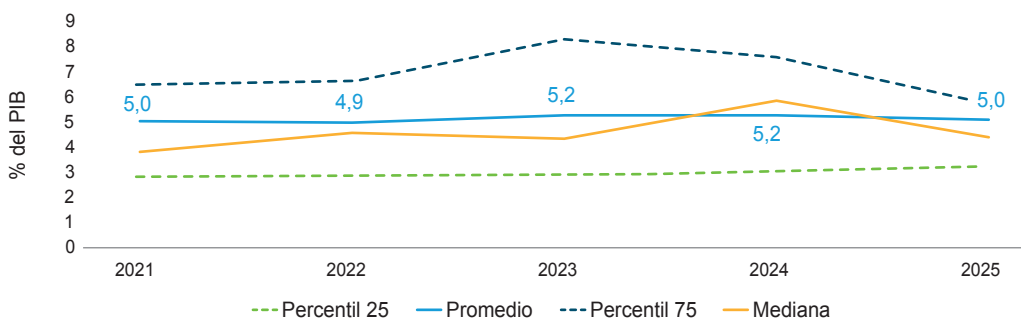
⁶ Para más detalles sobre el modelo y los supuestos, consultar el Apéndice A.

GRÁFICO 2.4 ● Costo y servicios de la deuda A. Pago de intereses como porcentaje de los ingresos

A. Pago de intereses como porcentaje de los ingresos

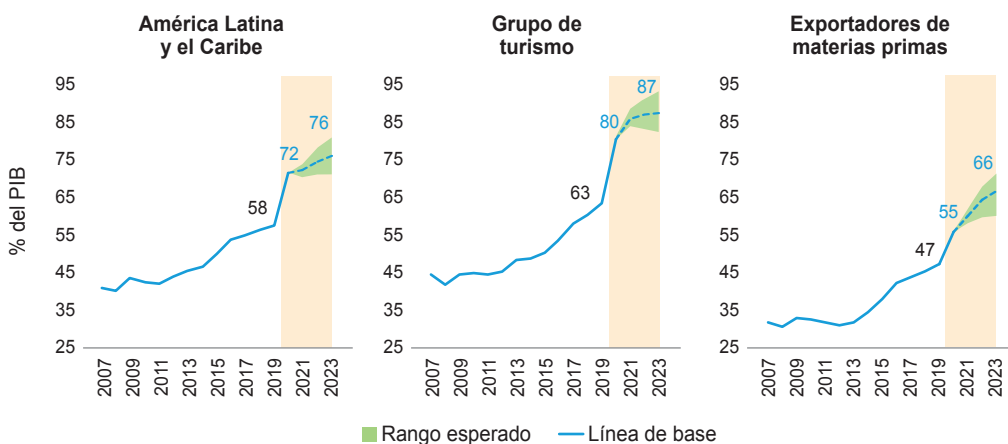


B. Servicio de la deuda como porcentaje del PIB



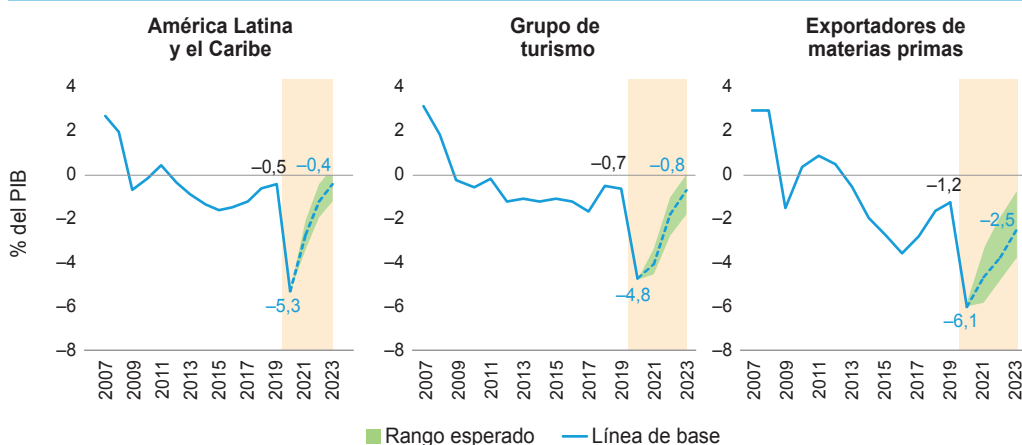
Fuente: Cálculos del BID basados en datos de Bloomberg, FMI (2020d) y datos nacionales.

GRÁFICO 2.5 ● Escenarios de la deuda bruta



Fuente: FMI (2020d, 2021a) y cálculos y escenarios del BID.

Nota: Las áreas grises indican la crisis de la COVID-19 y escenarios futuros (2020–23).

GRÁFICO 2.6 • Escenarios de los balances primarios

Fuente: FMI (2020d, 2021a) y cálculos y escenarios del BID.

Nota: Las áreas grises indican la crisis de la COVID-19 y escenarios futuros (2020-2023).

El análisis subraya la necesidad de que los países se ajusten sin sacrificar el crecimiento. Por ejemplo, si la región crece según el escenario de base en el Capítulo 1, y los ajustes fiscales se parecen a los patrones históricos, la deuda debería estabilizarse en torno al 72% del PIB.

Las trayectorias de la deuda varían dependiendo de las diferentes posiciones iniciales, las proyecciones de la deuda y otras variables. Las economías dependientes del turismo tienen niveles de deuda iniciales más altos (80% del PIB en 2020) y en el escenario central se prevé que la deuda aumentará hasta el 87% del PIB. En el escenario negativo, la deuda podría aumentar hasta el 93% del PIB. Los exportadores de materias primas parten de una deuda inicial más baja (55% del PIB en 2020), si bien las proyecciones auguran un rápido aumento hasta el 66% en el escenario central, que podría llegar al 70% en el escenario negativo. Una vez más, si los países pueden crecer en línea con el escenario de base en el Capítulo 1 e implementan ajustes fiscales, se podrían lograr ratios deuda/PIB más bajos, cercanos al 80% del PIB en los países dependientes del turismo y del 59% del PIB en los exportadores de materias primas.

Todas las proyecciones suponen un ajuste fiscal comenzando en 2021 a un ritmo consistente con el comportamiento en el pasado. En el país promedio, el déficit fiscal primario disminuye hasta el 0,4% del PIB hacia 2023, en las economías dependientes del turismo cae al 0,8% y en los exportadores de materias primas, que tienen los déficits fiscales más persistentes en los datos, el déficit fiscal primario disminuye al 2,5% del PIB (ver Gráfico 2.6).

Mejora de los resultados fiscales

Si bien los escenarios descritos más arriba suponen un ajuste fiscal, puede que haya resistencia a disminuir el gasto. Las políticas contracíclicas fueron implementadas para sostener

la demanda agregada durante la crisis financiera global, pero el aumento del gasto social resultó difícil de revertir, lo que implica aumentos persistentes de los déficits, en lugar de una verdadera contraciclicidad (Powell, 2012). Dos terceras partes de la expansión del gasto en ese momento consistieron en aumentar salarios y transferencias, lo cual dejó a la región en una posición fiscal más débil, aún al inicio de la crisis de la COVID (Izquierdo y Ardanaz, 2020). Esta vez se han ampliado las transferencias tan necesarias para los hogares, y la región se enfrentará a un aumento persistente de los índices de pobreza y a la pérdida de empleos; por lo tanto, puede que sea difícil revertir esas medidas. La mayoría de los países han contenido el aumento de salarios del sector público, aun cuando éstos han caído en términos de poder adquisitivo; puede que los sindicatos presionen para aumentar los salarios una vez que se consolide la recuperación.

Aumentar el crecimiento mejoraría considerablemente los resultados fiscales al subir los ingresos. El secuenciamiento de estas intervenciones para la recuperación y el crecimiento será clave.⁷ También será crucial diseñar políticas de gasto y políticas fiscales que sean eficientes en términos del crecimiento y de impactos distributivos.

Hacia una estrategia de gasto eficiente

Ahora más que nunca, encontrar la estrategia de gasto adecuada es un ejercicio de optimización sometido a severas limitaciones. La búsqueda de una mayor eficiencia debería convertirse en un mantra para la política de gastos. Los aumentos temporarios del gasto que fueron aplicados para enfrentar a la emergencia de la COVID deberían eliminarse a medida que la crisis sanitaria disminuya y que su razón de ser se reduzca. La región también tiene que reasignar los gastos, de usos ineficientes a usos más eficientes, y crear espacio fiscal para aumentar el crecimiento y procurar una mayor equidad.

Identificar ineficiencias técnicas importantes es más fácil que evaluar cada partida del gasto. Hay tres ámbitos que probablemente ofrecen los beneficios más al alcance de la mano:

- *Las filtraciones en las transferencias sociales y los gastos tributarios.* La práctica relativamente habitual de reducir los impuestos al valor agregado en algunos productos tiene el récord en términos de filtraciones. No menos del 84% de estos “gastos tributarios” acaban beneficiando a los no pobres. En las transferencias monetarias condicionadas y las pensiones no contributivas se observan filtraciones del orden del 43%. En promedio, en los países del BID, estos tres tipos de filtraciones por sí solos representan cerca del 1,7% del PIB —recursos que podrían utilizarse más adecuadamente.

⁷ Ver Izquierdo *et al.* (2020) para un debate sobre las reformas como motor del crecimiento y los Capítulos 7, 8 y 9 de este informe para un análisis más detallado de las estrategias de crecimiento específicas.

- *Los altos salarios del sector público en relación con los del sector privado.* Teniendo en cuenta niveles de competencias y experiencia, los trabajadores no calificados del sector público perciben salarios un 23% más altos que trabajadores similares en el sector privado. Esto representa cerca del 1,2% del PIB del gasto.
- *El despilfarro en las adquisiciones públicas.* Se estima que un 1,4% del PIB se despilfarra en los procesos de adquisiciones y contrataciones de bienes, servicios e inversión pública (ver Izquierdo, Pessino y Vuletín, 2018).

En total, los ahorros en estas tres partidas presupuestarias por sí solas podrían liberar el equivalente de casi el 4,4% del PIB para un gasto a favor del crecimiento o para maneras más eficientes de promover la equidad.⁸

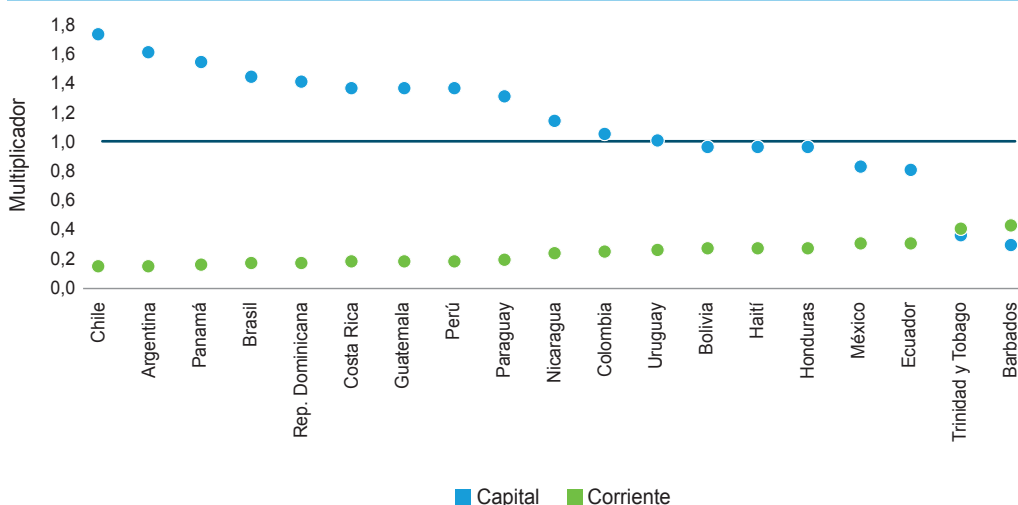
El gasto en pensiones y salud también ha aumentado sostenidamente, impulsado por el rápido envejecimiento de la población y exacerbado por la crisis de la COVID. Se requieren urgentemente reformas para mejorar la eficiencia y asegurar un sistema de salud y de pensiones razonable y asequible. Teniendo en cuenta la distribución por edad, el gasto en las personas de edad avanzada en América Latina y el Caribe incluso superó el de varios países desarrollados (ver Pessino y Ter-Minassian, 2021). Los sistemas de pensión con contribuciones definidas y pensiones mínimas garantizadas, junto al contexto actual de bajos intereses han aumentado los riesgos de sostenibilidad.

¿Cómo podrían ayudar a las economías los ahorros de un gasto más eficiente? Además de liberar recursos para inversiones más productivas, la eficiencia podría reducir las distorsiones que lastran el crecimiento y el bienestar.

- La inversión pública adicional de alta calidad tiene multiplicadores del crecimiento hasta de 2, lo que significa que por cada peso gastado, el PIB puede crecer hasta 2 pesos (ver Gráfico 2.7).⁹ Además, la región tiene un déficit de larga data en infraestructura y servicios de infraestructura. El porcentaje del gasto de capital en el gasto total ha disminuido en más del 10% en relación con 1980. La inversión en infraestructura antes de la COVID era inferior al 3% del PIB (el sector público contribuía con el 2% del PIB) y ha caído aún más debido a la crisis, mientras que debería representar al menos el 5% del PIB (ver Cavallo, Powell y Serebrisky, 2020). El Capítulo 8 presenta más argumentos para aumentar el gasto en infraestructura.
- La reducción de los impuestos sobre la nómina aumentaría el empleo formal y reduciría la informalidad. La informalidad tiene una repercusión negativa en la productividad y disminuye la base de numerosos impuestos.

⁸ Sin embargo, las cifras son muy diferentes según los países: los desvíos oscilan entre el 1,8% del PIB en Chile y el 7,2% del PIB en Argentina.

⁹ Izquierdo *et al.* (2019).

GRÁFICO 2.7 ● Multiplicadores de los gastos de capital y de los gastos corrientes, 2019

Fuente: Cálculos del BID basados en Izquierdo *et al.* (2019).

- Las reducciones de los aranceles a las importaciones en bienes de capital contribuirían a impulsar una inversión privada muy necesaria.
- Aumentar el gasto en proyectos de salud y educación de calidad podrían aumentar el capital humano, particularmente en las familias más pobres, con beneficios para el crecimiento y la equidad a más largo plazo.
- Las transferencias adicionales bien focalizadas contribuirían a abordar las altas tasas de pobreza después de la COVID 19.

Optimización de los impuestos

La región sufre de ingresos tributarios relativamente bajos. Con el 22% del PIB, son considerablemente más bajos que en los países desarrollados, siendo el 34% en la OCDE. Aún así, hay grandes variaciones entre países, con niveles relativamente altos en Argentina, Barbados, Belice y Uruguay (entre el 29% y el 34% del PIB) y niveles bajos en República Dominicana, Guatemala, Panamá, Paraguay, México y Perú (entre el 16% y el 12% del PIB).

Los países con altos impuestos también tienden a ser países con un gasto más alto; en ese caso el esfuerzo debería centrarse en mejorar la eficiencia tanto del gasto como de los impuestos en lugar de aumentar los ingresos. En los países con bajos impuestos, suponiendo un nivel mínimo de eficiencia, ampliar la base tributaria podría generar beneficios considerables. Si bien el aumento de los impuestos generales tiende a tener un impacto negativo en el crecimiento económico, los multiplicadores son bajos en los países con bajos impuestos.¹⁰

¹⁰ Ver Gunter *et al.* (2019).

Desafortunadamente, los países de América Latina y el Caribe siguen sufriendo de un diseño y una implementación ineficientes de los impuestos, y se observa un alto grado de elusión y evasión fiscal. Se estima que el esfuerzo fiscal (definido como el porcentaje de recaudación tributaria efectiva como porcentaje del PIB relativo a la recaudación tributaria potencial) es de aproximadamente el 60% en comparación con el 77% en las economías avanzadas.¹¹ Si la región pudiera igualar el esfuerzo fiscal de las economías avanzadas, los ingresos aumentarían en aproximadamente el 7% del PIB.

La informalidad es uno de los motivos del esfuerzo fiscal bajo, aunque con sólo aumentar las tasas impositivas se puede generar una mayor informalidad y aún mayores ineficiencias. Al contrario, el foco debe centrarse en las estructuras fiscales y de beneficio junto con una mejor vigilancia del cumplimiento para reducir los incentivos a la informalidad.¹² Una manera útil de lidiar con la informalidad es a través de programas que recompensen el empleo formal, sobre todo en los grupos de bajos ingresos, como el Crédito por Ingreso del Trabajo, mientras que se eliminan los programas sociales no contributivos de los trabajadores informales (ver Recuadro 2.2 para más detalles).

Si bien trabajar para aumentar el esfuerzo fiscal reduciendo la evasión tributaria y la informalidad es clave, particularmente en países con altos impuestos, ¿hay espacio para aumentar los impuestos y qué impuestos deberían subir? Doce países planifican una reforma tributaria para aumentar los ingresos (ver Recuadro 2.1). Aumentar los impuestos al valor agregado (IVA) tiende a perjudicar el crecimiento menos que aumentar los ingresos sobre la renta. Sin embargo, aumentar el IVA normalmente se considera regresivo. Los gobiernos a menudo eximen bienes específicos (por ejemplo, alimentos básicos) para disminuir el efecto en la desigualdad. Sin embargo, hasta el 70% de los ingresos no cobrados en los actuales sistemas de IVA en la región van a parar a manos de personas que no son pobres y, por lo tanto, es una manera muy ineficiente de transferir recursos (ver Izquierdo, Pessino y Vuletín, 2018). Aplicando una tasa de IVA unificado sin exenciones y recaudando más ingresos, pero luego usando esos recursos para un sistema bien focalizado de transferencias a los pobres, sería una combinación de políticas más eficiente.¹³

¹¹ Fenochietto y Pessino (2013).

¹² Existe una fuerte relación entre la evasión fiscal y la informalidad. La alta informalidad restringe la información para terceros, lo que permite una mayor evasión. La evasión del impuesto sobre la renta se estima en más del 50% entre los trabajadores independientes o entre los trabajadores cuyos ingresos provienen de fuentes informales, mientras que es menos del 5% para los trabajadores dependientes. Ver Slemrod (2019).

¹³ Ver Nuguer y Powell (2020a) para un debate más en profundidad sobre este tema. Nótese también que un crédito fiscal a los hogares de bajos ingresos es un instrumento más efectivo para mejorar la progresividad de los impuestos al consumo que la tasa cero de los alimentos básicos (Godbout y St-Cerny, 2011; Barreix, Bès y Roca, 2010). Aunque en teoría este IVA compensado es más progresivo, para implementarlo es necesario contar con buenos sistemas digitales para focalizar adecuadamente a los beneficiarios —una condición que todavía no cumplen la mayoría de los países.

Recuadro 2.2 • La formalización de la economía: el momento es ahora^a

Es urgente abordar la informalidad en América Latina y el Caribe. Cerca del 58% de los trabajadores en la región tiene un empleo informal, en comparación con menos del 20% en las economías avanzadas y cerca del 50% en algunos países en Asia. La región tiene el segundo promedio más alto de informalidad en el mundo, sólo por debajo de África Subsahariana, donde se registra un 90%. En América Latina y el Caribe, el 80% de los trabajadores en el decil más pobre son informales, y en algunos casos (Guatemala, Honduras y Haití) más del 80% de todos los trabajadores son informales. Después de la crisis de la pandemia, es probable que la mayor parte de la recuperación del empleo sea en empleos informales, lo que exacerbará los niveles ya elevados de informalidad.

Hay tres grandes motivos que explican la alta informalidad en América Latina y el Caribe. En primer lugar, el bajo nivel y calidad del capital humano entre los pobres dificulta que los menos capacitados ingresen en los mercados de trabajo formal. En segundo lugar, los impuestos sobre la nómina, con un promedio del 28%, desalientan la contratación formal.^b En tercer lugar, para superar la falta de protección social en el sector informal, hay gobiernos bien intencionados que crearon una red paralela de protección social para los trabajadores informales; estos programas incluyen Progresá in México, y Bolsa Familia en Brasil. Han reducido la pobreza y la desigualdad, pero funcionaron como un subsidio a la informalidad, dado que el beneficio se pierde cuando se obtiene un empleo formal.

Si bien es verdad que cualquier programa social cuyo fin es la redistribución crea desincentivos para trabajar, si la sociedad acuerda redistribuir, esquemas como el impuesto negativo sobre la renta se encuentran entre los mejores y son una solución mínimamente distorsiva. El gran desafío para América Latina y el Caribe consiste en diseñar un esquema de incentivo al trabajo formal, o de “workfare formal”, en lugar de uno de “bienestar” que recompense a aquellos que trabajan formalmente, reemplazando gradualmente los subsidios a la informalidad con beneficios de ingreso mínimo para los pobres que no se pierden totalmente si las personas consiguen un empleo formal. El secreto de estos sistemas de “workfare formal” es que la recompensa total por trabajar formalmente (ingreso formal más transferencias) siempre sea mayor. Cuando las personas comienzan a trabajar formalmente, las transferencias no desaparecen; más bien, disminuyen gradualmente de manera que el ingreso neto siempre es mayor cuando se trabaja formalmente, lo que recompensa la formalidad.

Diversos sistemas utilizados en varios países podrían adaptarse a la realidad de América Latina. El programa de Crédito Tributario por Ingreso del Trabajo (EITC, por su sigla en inglés Earned Income Tax Credit), introducido en Estados Unidos en 1975, ha aumentado considerablemente el empleo formal y ha reducido la pobreza, llegando a cerca de 28 millones de trabajadores con un gasto de sólo el 0,3% del PIB. El fuerte consenso en la literatura es que el EITC ha aumentado la participación en la fuerza laboral-particularmente de las madres solteras, que es el grupo que anteriormente se enfrentaba a los mayores desincentivos para trabajar.^c En 2018, el EITC sacó a cerca de 5,6 millones de personas de la pobreza, incluidos unos 3 millones de niños, complementando los ingresos de los trabajadores de bajos salarios y recompensando el trabajo. Además, redujo la participación de los hombres en el sector informal entre 5,8 y 7,3 puntos porcentuales.^d Diversos programas de créditos tributarios por ingreso del trabajo existentes en al menos 18 países desarrollados, entre los cuales figuran Canadá, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia y Corea del Sur, con presupuestos que oscilan entre el 0,3% y el 2,1% del PIB, se podrían adaptar a las diferentes realidades de los países de América latina y el Caribe.

^a Basado en Pessino, Pineda y Rasteletti (de próxima publicación).

^b Después de la reforma fiscal de 2012, Colombia redujo los impuestos sobre la nómina en casi un 50% y consiguió aumentar el empleo formal en un 18%. Ver Fernández y Villar (2017).

^c Hoynes y Patel (2018).

^d Gunter (2013).

Entre los impuestos sobre la renta, hay menos espacio para aumentar ya sea la tasa de los impuestos sobre la renta personal o sobre la renta corporativa. Los primeros ya se encuentran en niveles similares a las economías avanzadas y, en teoría, son progresivos. Las tasas del impuesto corporativo, con un 27% de promedio en América Latina y el Caribe, son más altas que en las economías avanzadas (22,6%), aunque los ingresos son similares (3% del PIB) debido a las bases más pequeñas en la región. Además, cuando se añaden otras formas de impuestos corporativos, incluidas las contribuciones laborales y otros impuestos, los impuestos “efectivos” sobre los beneficios de las empresas para los cumplidores puede llegar hasta el 60% en América Latina, mientras que es del 40% en las economías avanzadas y el 30% en Asia emergente (PwC/Banco Mundial, 2019).¹⁴ Ya que las tasas legales del impuesto corporativo están disminuyendo en todo el mundo, sería desaconsejable aumentarlas. En cambio, puede que haya espacio para disminuir las exenciones al impuesto corporativo. Un problema importante en numerosos países es que sólo las empresas formales pagan las tasas relativamente altas del impuesto corporativo, lo cual crea desincentivos para la formalidad.¹⁵ Aumentar la formalidad en lugar de la tasa impositiva sería más efectivo para aumentar los ingresos.

Los impuestos sobre el patrimonio están recibiendo mucha atención en Estados Unidos y, más recientemente, en América Latina y el Caribe (ver Sáez y Zucman, 2019 y Summers y Sarin, 2019). Si bien se ha debatido ampliamente sobre los impuestos sobre el patrimonio, pocos países los han implementado, quizá porque son fáciles de evitar y resulta difícil vigilar su cumplimiento. Una alternativa son los impuestos sobre la propiedad. Numerosos países en la región tienen estos impuestos, pero a tasas bajas, y se recauda sólo cerca del 0,4% del PIB, lo que equivale más o menos a la mitad del monto recaudado en otros países en vías de desarrollo y una sexta parte de los países de la OCDE (Corbacho, Fretes Cibils y Lora, 2013). Los impuestos sobre la propiedad parecen tener un impacto menor en el crecimiento y son progresivos y, por lo tanto, podrían aumentarse considerablemente en la región.¹⁶

Los gobiernos también tienen nuevas oportunidades para gravar actividades que son perjudiciales para la salud o el medio ambiente. Establecer los impuestos al carbono para disminuir los efectos generalizados del cambio climático podría ser beneficioso y oportuno (ver Capítulo 9). La región tiene amplio espacio para aumentar los impuestos a los combustibles (o, como alternativa, disminuir los subsidios) en un contexto de precios del petróleo relativamente bajos.¹⁷

¹⁴ PwC/Banco Mundial (2019).

¹⁵ Los impuestos efectivos sobre los beneficios para una empresa de tamaño medio son del 58,2% en América del Sur y sólo del 28,5% en Asia emergente (PwC/Banco Mundial, 2019).

¹⁶ Un motivo que explica esta recaudación comparativamente modesta del impuesto sobre la propiedad es que suele ser impuesta por gobiernos subnacionales, que normalmente tienen menos capacidad y menos incentivos para perseguir esta fuente de ingreso tributario.

¹⁷ Por ejemplo, se ha estimado que un impuesto al carbono de USD 75 por tonelada —necesario para cumplir con los objetivos del clima del Acuerdo de París— genera entre el 1% y el 2% del PIB a mediano plazo en varios países (de Mooij *et al.*, 2020).

La crisis está propiciando la reasignación y la innovación. Las autoridades fiscales tienen que asegurar que los impuestos se apliquen justamente a diferentes sectores. Los servicios digitales, por ejemplo, han disfrutado de un aumento de la demanda, aunque los impuestos en este sector son bajos. Sólo unos pocos países como Argentina, Chile y Ecuador ya gravan las plataformas digitales; estos impuestos deberían ampliarse en toda la región.

Otra posibilidad de aumento de los ingresos es reducir el nivel relativamente alto de los gastos tributarios, actualmente equivalentes a cerca del 3,9% del PIB; éstos no sólo son distorsivos y favorecen algunas actividades más que otras, sino que también tienen un impacto negativo en la redistribución, debido a su naturaleza generalmente regresiva.¹⁸

Por último, la crisis puede tentar a los gobiernos a aumentar las tasas de otros impuestos (o introducir impuestos nuevos), como, por ejemplo, a los ingresos brutos, a los salarios (incluidos los impuestos sobre la nómina), a las exportaciones y a las transacciones financieras, todos las cuales son fáciles de recaudar y, por lo tanto, se pueden utilizar para aumentar rápidamente los ingresos. Sin embargo, estos son impuestos altamente distorsivos y, por lo tanto, deberían evitarse. Además, los impuestos distorsivos deberían ser reemplazados por otras opciones menos distorsivas para evitar efectos peligrosos sobre inversiones muy necesarias (ver Recuadro 2.3).

Las instituciones importan: cómo mejorar los impuestos y el gasto

Para implementar las estrategias descritas se requiere un conjunto de instituciones apropiadas. En particular, tres instituciones han demostrado ser excepcionalmente útiles en diferentes países.

- *Una Unidad de calidad del gasto dentro del gobierno.* Una unidad de este tipo puede asegurar que i) todos los procesos de adquisiciones sean competitivos y transparentes, y que todas las compras públicas, incluidas la infraestructura, estén sujetas a licitación; ii) los salarios del sector público se mantengan al mismo nivel de los salarios del sector privado, teniendo en cuenta el nivel de competencias; y iii) las transferencias y los subsidios tengan una buena cobertura pero que también estén bien focalizados en los pobres. Esas unidades también pueden evaluar las tasas de rendimiento ex ante y ex post de diferentes gastos, y mediante un análisis de costo-beneficio contribuir a reasignar el gasto hacia infraestructura y capital humano de calidad, y a la vez proporcionar transferencias bien focalizadas

¹⁸ Los gastos tributarios son ingresos no percibidos por el Estado cuando otorga incentivos o beneficios que reducen la carga tributaria de ciertos contribuyentes respecto de un sistema de impuestos de referencia (Pecho, 2014). En América Latina y el Caribe, casi cuatro quintas partes de los gastos tributarios en estas partidas benefician a los hogares no pobres (Izquierdo, Pessino y Vuletín, 2018).

Recuadro 2.3 • Política fiscal e incentivos para invertir

La recuperación de la crisis requerirá inversión, pero los altos impuestos corporativos pueden desalentar la inversión extranjera directa (IED).^a Por lo tanto, los gobiernos procuran ofrecer regímenes tributarios atractivos a los inversores extranjeros. Sin embargo, los incentivos tributarios plantean un dilema a los responsables de las políticas. Por un lado, los incentivos pueden estimular el crecimiento y el empleo y atraer nuevas tecnologías (ver OCDE, 2018). Por otro lado, pueden tener un impacto negativo en los ingresos fiscales, y pueden introducir distorsiones, costos administrativos y corrupción (ver CEPAL/Oxfam, 2020; Banco Mundial, 2018).

La evidencia sobre la eficacia de los incentivos para atraer la IED es diversa.^b Varios estudios observan que los incentivos tributarios tienen efectos limitados en la inversión a nivel agregado. En primer lugar, los impuestos no son el principal determinante de las decisiones de inversión. Otras variables, como la estabilidad política y la seguridad, el contexto legal y regulatorio y el tamaño del mercado influyen más en las decisiones de inversión que los impuestos.^c Por lo tanto, es esencial considerar estos factores cuando se diseñan estrategias fiscales para atraer inversión. En segundo lugar, la eficiencia de los regímenes tributarios también juega un rol importante. Los incentivos deberían focalizarse en inversores potenciales, en lugar de centrarse en empresas que habrían invertido de todas maneras.

A menudo, la falta de transparencia de los regímenes de incentivos reduce su eficiencia y genera distorsiones económicas y costos indirectos. En la región, los incentivos tributarios han desempeñado un rol importante en la estrategia para atraer inversión extranjera. Entre 2009 y 2015, la tasa del impuesto corporativo promedio disminuyó del 29% al 27%, y una alta proporción de países aumentó los incentivos tributarios, un patrón similar al observado en otros países en desarrollo.^d La IED en los países de la región se mantuvo en torno al 3% del PIB, mientras los incentivos tributarios llegaron a un promedio del 1,4% del PIB (ver OCDE, 2019 y CEPAL/Oxfam, 2020).

CUADRO 2.3.1 • Costo de los incentivos tributarios para invertir en América Latina y el Caribe (2016–19)

	% del PIB	% de los ingresos tributarios	% del gasto social
Argentina	1,2	4,4	8,1
Bolivia	0,9	5,0	7,7
Brasil	1,3	6,6	8,4
Chile	2,4	13,8	15,6
Costa Rica	1,9	14,0	15,3
República Dominicana	1,5	10,9	19,6
Ecuador	1,4	11,7	16,0
El Salvador	1,8	10,3	19,6
Guatemala	0,7	6,8	13,4
México	0,9	6,5	11,1
Paraguay	0,6	5,7	6,6
Perú	0,9	6,5	10,4
Uruguay	2,5	12,8	15,5

Fuente: Cálculos del BID basados en CEPAL/Oxfam (2020).

Nota: El gasto social incluye el gasto del gobierno central en salud, educación y protección social.

(continúa en la página siguiente)

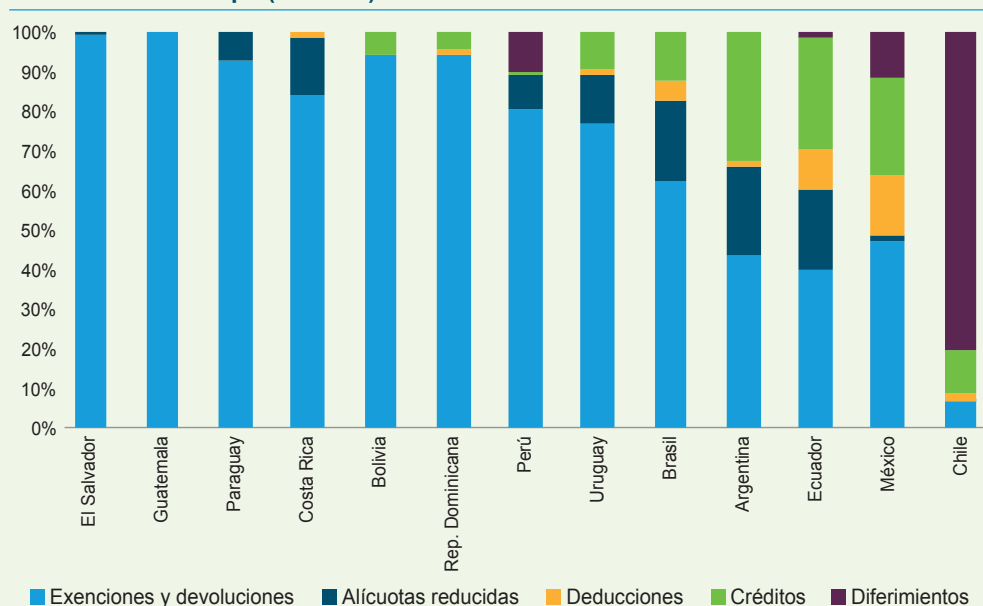
Recuadro 2.3 • Política fiscal e incentivos para invertir (continuación)

Chile y Uruguay (2,4% y 2,5% del PIB) tuvieron los costos más altos asociados con incentivos a la inversión, y Paraguay y Guatemala (0,6% y 0,7% del PIB) tuvieron el costo más bajo (ver Cuadro 2.3.1). En promedio, los costos en la región equivalieron a casi el 9% del total de los ingresos fiscales, y a un 13% del gasto social.

Las medidas tributarias preferenciales como las exenciones fiscales (incluidas las “vacaciones” fiscales), las rebajas de impuestos, y las tasas reducidas siguen siendo los incentivos más utilizados en la región (Gráfico 2.3.1). Este tipo de medidas afectan las ganancias de las empresas, lo cual implica que pueden ser menos efectivas que otras medidas, dado que su uso normalmente no está relacionado con el monto invertido.^e En general, las medidas que afectan a los costos, como las desgravaciones impositivas, los créditos fiscales, y los aplazamientos del pago de impuestos (por ejemplo, una depreciación acelerada), son preferibles, dado que estos instrumentos disminuyen directamente el costo de inversión y, por lo tanto, es probable que sean más efectivos en estimular la inversión. En la región, Chile emplea más los tipos de incentivos tributarios que afectan costos, seguido de México, Ecuador y Argentina.

En resumen, los incentivos tributarios pueden jugar un rol, pero para ser efectivos tienen que ser una parte de un conjunto más amplio de medidas para atraer la inversión. En la región, hay mucho espacio para mejorar los regímenes de incentivos tributarios. Estas reformas deberían centrarse en desplazar los incentivos tributarios hacia instrumentos que influyen sobre los costos, a la vez que se deberían complementar con medidas para mejorar su administración y transparencia, con el objetivo de disminuir el costo de los incentivos y mejorar su impacto positivo en la inversión.

GRÁFICO 2.3.1 • Incentivos fiscales para invertir en América Latina y el Caribe, por tipo (2016–19)



Fuente: Cálculos del BID basados en CEPAL/Oxfam (2020).

Nota: Valores expresados como porcentaje del total de los incentivos tributarios.

(continúa en la página siguiente)

Recuadro 2.3 • Política fiscal e incentivos para invertir *(continuación)*

^a Ver, por ejemplo, Abbas y Klemm (2013), Bénassy-Quéré, Fontagne y Lahrière-Révil (2005), Desai, Foley y Hines (2006) y Djankov *et al.* (2010).

^b Ver Van Parys y James (2010), Klemm y Van Parys (2012). La evidencia disponible específicamente sobre América Latina y el Caribe es escasa.

^c Ver el Global Investment Competitiveness Survey (Informe de Competitividad global de la inversión) en el que el porcentaje de encuestados que consideraba que la estabilidad política y la seguridad (87%), el contexto legal y regulatorio (86%) y el tamaño del mercado nacional (80%), era crucialmente importante o importante era significativamente mayor que para las tasas fiscales bajas (58%) (Banco Mundial, 2018).

^d Durante ese período, el 35% de países en la región aumentó los incentivos en al menos un sector, mientras que el 22% los redujo. Esto se compara con un promedio del 46% y 24% respectivamente, en los países en vías de desarrollo (Banco Mundial, 2018).

^e Por ejemplo, una disminución de 10 puntos porcentuales en el impuesto corporativo sólo reduce la probabilidad de que las empresas consideren que los impuestos son un obstáculo para la inversión en 3,6%-4%. Además, si bien la investigación empírica muestra que las vacaciones fiscales también disminuyen esta probabilidad entre 3,3% y 6,9%, la relación desaparece en países con un contexto de red de transporte o clima de inversión deficientes (Banco Mundial, 2018).

y eficientes a las personas vulnerables, evitando así su dependencia del sistema de protección.

- *Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO, Congressional Budget Office)*. Una institución fiscal independiente que sirva a los miembros electos del gobierno como la CBO en Estados Unidos y, más recientemente, oficinas similares en Brasil y Argentina, puede jugar un rol importante para proporcionar evaluaciones objetivas de reformas o proyectos, libre de la presión política o de grupos de interés.
- *Comisión de productividad o evaluación (PC)*. Las instituciones que reúnen al gobierno y a otros actores como las PCs en Australia, Nueva Zelanda y Chile, o las recientemente creadas Comisiones de Calidad del Gasto Público en Paraguay y Chile pueden ayudar a los gobiernos a evaluar programas y priorizar el gasto, utilizando expertos de la sociedad civil, la academia y otros miembros independientes calificados.

Varios países han realizado esfuerzos concertados para mejorar sus instituciones de planificación del gasto. En el ámbito de las inversiones en infraestructura, por ejemplo, quizá la innovación más importante ha sido el desarrollo de sistemas nacionales de inversión pública regulados por una agencia que suele funcionar en el Ministerio de Finanzas.¹⁹ Para mejorar la calidad del gasto, estas instituciones regulan los procesos de inversión pública que orientan a los proyectos desde las primeras etapas de la formulación y viabilidad hasta la evaluación después de haber sido completados. Mejorar su eficacia

¹⁹ En 2019, varios países establecieron sistemas nacionales de inversión pública: Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay.

y prolongar los horizontes de planificación probablemente requeriría protegerlos de las interferencias políticas.²⁰

Además, deberían llevarse a cabo revisiones inteligentes del gasto regularmente para analizar si el gasto es eficiente o si se puede mejorar, incluso a través de la reasignación. Los presupuestos bien priorizados basados en resultados deberían contribuir a reasignar los recursos cada año a los mejores programas a la vez que reducen, o incluso eliminan, aquellos programas que no están rindiendo resultados.

Las autoridades fiscales también deben trabajar eficientemente y coordinar estrechamente con el ministerio o secretario relevante a cargo de los ingresos. Los sistemas de información que agregan las diferentes fuentes de ingreso y los activos de las personas son clave para asignar las transferencias y los subsidios para determinar quién debería pagar impuestos y para detectar anomalías que merecen más investigación. Deberían implantarse sistemas fiscales digitales para integrar los datos administrativos de fuentes públicas y privadas.²¹ Estos sistemas serán necesarios para contribuir a formalizar rápidamente la economía y desarrollar un sistema eficiente de impuestos, a la vez que controlan y auditan la informalidad.

Reglas fiscales para una mayor credibilidad

Dada la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal, las reglas fiscales bien diseñadas pueden mejorar la credibilidad de planes futuros. En los países que ya tienen reglas fiscales, varios han comunicado un camino explícito para volver al cumplimiento (ver Recuadro 2.1). Suponiendo que esos compromisos sean creíbles y se mantengan, esto debería mejorar las condiciones para financiar la transición.

Unos pocos países tienen una meta explícita para reducir la deuda (ver Recuadro 2.1) con un programa de ajuste gradual. Puede que sea conveniente incorporar límites explícitos de la deuda en las reglas fiscales.

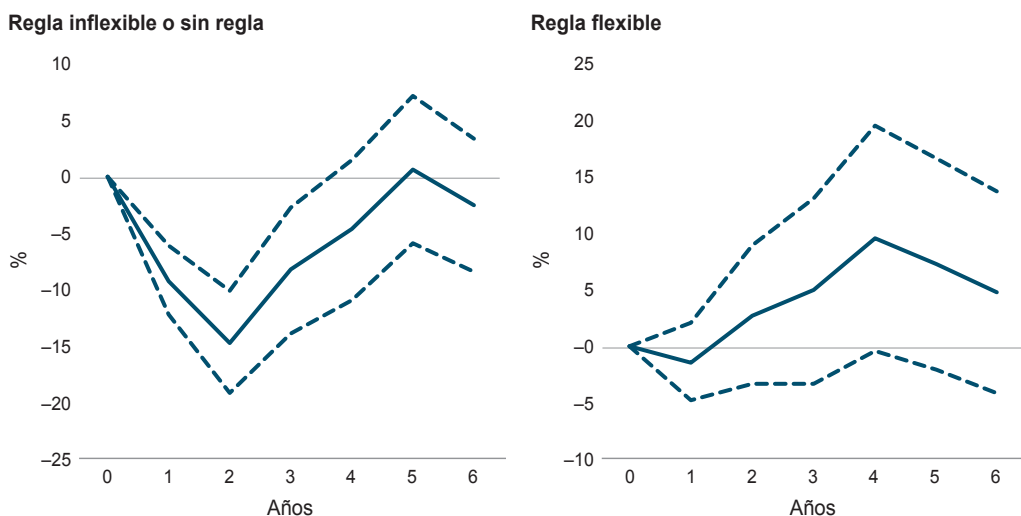
Las reglas fiscales deberían ser evaluadas y revisadas según sea necesario. En algunos casos, las metas laxas de los balances fiscales estructurales después de las políticas expansivas durante una crisis, o los supuestos demasiado optimistas sobre los ingresos, incluidos los de los recursos naturales, permitieron que los ratios de deuda aumentarían a pesar de respetar la regla.

Otra revisión útil sería asegurar que las reglas protejan la inversión pública durante las recesiones. Las reglas fiscales flexibles pueden salvaguardar considerablemente la inversión pública en el marco de una consolidación fiscal, ya sea directamente a través de

²⁰ Ver Cavallo, Powell y Serebrisky (2020).

²¹ Pessino (2017) e Izquierdo, Pessino y Vuletín (2018) explican cómo implementar estos sistemas con el ejemplo de Argentina, que podría recortar un 1% del PIB en gastos ineficientes en los subsidios a la energía, mientras transmiten datos de terceros a las administraciones fiscales para disminuir la evasión fiscal.

GRÁFICO 2.8 ● Impacto de la consolidación fiscal en la tasa de crecimiento de la inversión pública



Fuente: Ardanaz *et al.* (2021).

Nota: Este gráfico muestra el efecto dinámico estimado de una regla fiscal sobre la tasa de crecimiento de la inversión pública, basado en un modelo de regresión. El año 1 es el año en el que empieza un episodio de consolidación fiscal. Las líneas punteadas son intervalos de confianza al 90%.

disposiciones favorables a la inversión (es decir, reglas que excluyan los gastos de capital de las metas impuestas en los agregados fiscales) o directamente a través de metas fiscales ajustadas por el ciclo o cláusulas de escape bien definidas. En países que no tienen reglas fiscales o tienen reglas rígidas, una consolidación fiscal de al menos el 2% del PIB se asocia con una reducción promedio del 10% de la inversión pública. En cambio, en países con reglas fiscales flexibles, el efecto negativo de los ajustes fiscales en la inversión pública desaparece (ver Gráfico 2.8).²²

Alternativas para lidiar con los altos niveles de deuda

La crisis de la COVID 19 ha tenido un impacto drástico en el crecimiento y los resultados fiscales. Los países se enfrentan a decisiones difíciles y caminan por una senda estrecha para mantener la sostenibilidad fiscal a la vez que prestan apoyo a las economías.

La estrategia más adecuada para mantener la sostenibilidad depende de las características de cada país. Los países con ingresos fiscales bajos tienen espacio para aumentar la recaudación sin perjudicar el crecimiento. Los países con impuestos altos, generalmente acompañados de un gasto alto, pueden mejorar la eficiencia revisando la asignación del gasto, y avanzando hacia una estructura impositiva más eficiente. A su vez, en muchos

²² Ver Ardanaz *et al.* (2021).

casos, encontrar maneras de reducir la informalidad para aumentar la base imponible puede permitir bajar tasas impositivas.

Los gobiernos también se enfrentan a una disyuntiva difícil en relación con la velocidad del ajuste tras la pandemia. Si se eliminan rápidamente las medidas de apoyo introducidas para lidiar con la crisis, la deuda podría reducirse más rápidamente, pero a su vez, un ajuste muy rápido puede tener impacto negativo sobre el ritmo de la recuperación. Sin embargo, si el ajuste es demasiado lento, en la práctica se requerirá más ajuste, y se podría poner en riesgo la sostenibilidad fiscal. Además, los costos de financiamiento pueden aumentar, generando un incremento de los riesgos de refinanciación. Las instituciones fiscales son sumamente valiosas en estas circunstancias dado que aumentan la credibilidad de la política fiscal, permitiendo un ajuste más gradual con menores costos de financiamiento y riesgos. Por ende, si bien las reformas para mejorar las instituciones fiscales pueden parecer una estrategia a mediano plazo, en realidad esas reformas podrían generar beneficios significativos en la actualidad (ver Powell y Valencia, 2020).

En los escenarios desarrollados en este capítulo, la deuda aumenta, llega a un punto máximo y luego comienza a disminuir. Estos escenarios se basan en el supuesto de que se retoma la senda de crecimiento a partir de 2021, y que el ajuste fiscal en el horizonte de las proyecciones sigue patrones históricos. Estos escenarios están rodeados de una gran incertidumbre y numerosos riesgos, y cada país se encuentra en una posición diferente.

La profundidad de la crisis, el aumento del gasto público debido a la crisis sanitaria y para apoyar a las familias y las empresas, y las pérdidas de recaudación tributaria han movilizado a la comunidad internacional. A lo largo de 2020, el FMI desembolsó en América Latina y el Caribe más de USD 5400 millones en préstamos de emergencia y concertó apoyos y acuerdos tradicionales por más de USD 60.000 millones desde el comienzo de la pandemia.²³ El Grupo BID desembolsó un monto récord de USD 18.000 millones en 2020 y el Banco Mundial acordó unos USD 7.400 millones de préstamos específicamente relacionados con la COVID entre abril de 2020 y enero de 2021.²⁴ Estos esfuerzos sin duda han ayudado a los países a lidiar con la crisis, y a mitigar las dudas sobre la sostenibilidad.

Aún así, en los círculos académicos y de las políticas públicas surgió un debate acalorado a propósito de si se debería proceder a “un alivio de la deuda,” lo que incluiría un congelamiento de los pagos, o si la prioridad de primer orden debería ser el aporte de

²³ El financiamiento de emergencia incluye el Instrumento de Financiamiento Rápido y otras líneas y reajustes de emergencia; los apoyos incluyen la Línea de Crédito Flexible, la Línea de Liquidez Precautoria y la Facilidad de Fondo Ampliado.

²⁴ Ver <https://www.worldbank.org/en/news/factsheet/2020/04/02/world-bank-response-to-covid-19-coronavirus-latin-america-and-caribbean>.

fondos adicionales.²⁵ La mayoría de los países en América Latina y el Caribe son países de ingresos medios y altos, y por lo tanto, su endeudamiento público con el sector privado (lo que se denomina la deuda comercial) es grande en comparación con los préstamos de fuentes oficiales.²⁶ La investigación reciente sugiere que tanto el alivio de la deuda comercial, como los fondos frescos de fuentes multilaterales podrían ser valiosos (Arellano, Bai y Mihalache, 2020). Los beneficios del alivio de la deuda dependen crucialmente de los supuestos sobre los costos de una reestructuración. Si renegociar la deuda existente no fuese muy costoso, disminuiría el beneficio del alivio de deuda en comparación con la alternativa de la reestructuración.

Algunas investigaciones sugieren que los países se enfrentan a una disyuntiva difícil si tienen que renegociar la deuda comercial. Una posibilidad es “reperfilar la deuda”, lo cual significa aplazar los vencimientos, pero sin recortar el principal, y con un recorte limitado del valor presente neto del monto adeudado. Este reperfilamiento se puede llevar a cabo con cierta celeridad, puede ser voluntario (en el sentido de llegar a un acuerdo con los acreedores) y sirve para ganar tiempo, aunque puede que no siempre resuelva el problema de fondo. Si no lo resuelve, puede que el país tenga que volver a reperfilar, o hacerlo múltiples veces. Belice y Jamaica han reperfilado la deuda varias veces a lo largo de la última década.²⁷ De manera alternativa, puede que un país procure una reestructuración más profunda con un recorte más grande del principal, con una mayor probabilidad de resolver el sobreendeudamiento subyacente. Sin embargo, esa opción significa una mayor probabilidad de conflicto con algunos acreedores, dando lugar a disputas legales en los tribunales internacionales que podrían complicar y retrasar el proceso. El sistema financiero internacional ha favorecido las “reestructuraciones bipolares de la deuda”, lo que significa que la distribución de los recortes tuvo “picos gemelos”, donde la mayoría de los países reperfilaron y unos pocos buscaron reestructuraciones más profundas (Powell, 2011). Sin embargo, las recientes innovaciones en los contratos de bonos conocidos como las nuevas Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) pueden proporcionar una vía más eficiente y más rápida para que los países reestructuren sus deudas.²⁸ Argentina y Ecuador han renegociado con éxito la deuda con la ayuda de las CACs.²⁹ Aun así, quizá es demasiado pronto para concluir que la nueva

²⁵ Por ejemplo, Reinhart y Rogoff (2020) argumentan a favor de un congelamiento de la deuda, mientras que Cárdenas y Guzmán Ayala (2020) ponen énfasis en fondos adicionales.

²⁶ Entre los prestatarios del BID, el Banco Mundial clasifica a Bahamas, Barbados, Chile, Trinidad y Tobago y Uruguay como de ingresos altos; Haití y Nicaragua de ingresos bajos y los demás se encuentran en la categoría intermedia.

²⁷ En el caso de Jamaica, sólo se reperfiló la deuda interna; en Belice, las medidas se centraron en la deuda externa.

²⁸ Sobre las nuevas cláusulas de acción colectiva, ver FMI (2020f).

²⁹ Ver Mariscal *et al.* (2015) y FMI (2020f) sobre las opciones de reestructuración de la deuda. El FMI (2020f) sostiene que las reestructuraciones preventivas (que en su mayoría son reperfilamientos en los datos) son menos costosas.

generación de CACs han resuelto todos los problemas subyacentes en la arquitectura financiera internacional.

Los países de ingresos bajos han sido con razón el centro del debate en relación con el apoyo internacional dado que su deuda tiende a venir de fuentes oficiales —de los países (deuda bilateral) y de instituciones multilaterales—. El G20 ha acordado un marco para la ayuda y se ha alentado a los países a ampliar el alivio de la deuda a la deuda bilateral (Banco Mundial, 2020a). Ha surgido un problema en relación con la deuda con países fuera del habitual Club de París de países acreedores. Algunos préstamos no son estrictamente bilaterales, están estructurados de manera más parecida a los préstamos comerciales con el sector privado, y son concedidos por diversas instituciones en los países acreedores.³⁰ La comunidad internacional ha estado trabajando en aras de una mayor transparencia en relación con todo tipo de acreedores y alentando a los países acreedores a incluir todos los tipos de préstamos en cualquier acuerdo de alivio.

Los años ochenta fueron una década perdida en términos de crecimiento para América Latina y el Caribe, en parte como resultado de una sucesión de impagos de la deuda soberana que comenzaron en México en 1982. Dado el aumento en el endeudamiento actual, hay una preocupación natural de que esto pudiera repetirse. En aquella época, un número relativamente pequeño de grandes bancos internacionales manejaban gran parte de los préstamos externos a los países. Una teoría sugiere que las renegociaciones deberían haber sido ágiles porque había pocos actores claves. Sin embargo, en aquel entonces los banqueros y quienes los regulaban, se mostraron reacios a reconocer las pérdidas en los balances de los prestamistas, y por lo tanto aplazaron el proceso de renegociación. La deuda y el espectro del impago persistieron, y afectaron a la inversión y el crecimiento. En varios países, el impago de la deuda soberana se vio acompañado por crisis bancarias. Se podría sostener que la década perdida no fue el resultado de los impagos en sí sino más bien los largos retrasos para resolverlos y las complicaciones que siguieron en el intertanto (ver Cavallo, Fernández-Arias y Powell, 2014). Los países sólo escaparon a la trampa del impago cuando la deuda comercial se convirtió a bonos y se vendió a inversores a través del llamado Plan Brady (ver Cavallo, 2020). La lección para las políticas es que, si se requiere una reestructuración, resolver el sobreendeudamiento rápidamente es menos costoso que aplazar lo inevitable. La buena noticia actualmente es que hay más países que tienen CACs de nueva generación en sus contratos de bonos. Por lo tanto, si se materializan los escenarios adversos y la deuda tiene que ser reestructurada, esto podría hacerse más rápidamente que en la década de los ochenta.³¹

³⁰ En América Latina y el Caribe, sobre todo los préstamos de los bancos oficiales y otras agencias chinas y aquellos dentro del contexto de Petrocaribe (Venezuela) quedan fuera de la deuda bilateral habitual del Club de París.

³¹ Ver FMI (2020f) para una lista actualizada de países que han adoptado las CACs de nueva generación.

Los próximos años serán difíciles a medida que los países procuren aumentar el crecimiento y disminuir los ratios de deuda a PIB. Los riesgos son muy reales. La lucha contra el virus aún no ha concluido en América Latina y el Caribe y una segunda ola más grave en Estados Unidos o en Europa podría ser perjudicial para la recuperación global. Adoptar las políticas de ajuste adecuadas y mantener la estabilidad financiera será crucial para una recuperación saludable.

CAPÍTULO 3

El sector externo: enfoque en los flujos financieros

La pandemia de la COVID-19 afectó directamente a la región a través de shocks de oferta y a la demanda, e indirectamente a través de su impacto en el resto del mundo. Cuando la pandemia golpeó, la demanda externa cayó y las condiciones financieras se volvieron más estrictas, particularmente en el punto álgido de la crisis. Sin embargo, el impacto del shock en las cuentas externas varió entre los países.

Este capítulo explora cómo el shock de la COVID-19 tuvo un impacto en las cuentas corrientes y financieras de la balanza de pagos. Los resultados destacan la importancia de los *fundamentales*: los países con mejores condiciones iniciales, que tenían déficits fiscales más bajos, menor dolarización de pasivos y niveles más altos de reservas internacionales eran más resilientes.

El shock de la COVID-19 en las cuentas externas

La pandemia golpeó a la región a través de numerosos canales, como el comercio y los flujos de capitales. Las economías dependientes del turismo, por ejemplo, fueron golpeadas por el brusco declive de los viajes internacionales y los exportadores de materias primas sufrieron la caída de los precios.

El Cuadro 3.1 recoge las medianas de las tasas de crecimiento anual de los productos, servicios, exportaciones totales e importaciones para diferentes grupos de países. Se clasificó a los países en tres grupos según su composición de exportaciones. *Dependientes del turismo* incluye el tercio superior (7 de 22 países) empleando el Índice de Dependencia del Turismo.¹ Los países *dependientes de materias primas* comprenden la mitad superior de los países restantes con el porcentaje más alto de exportaciones de materias primas en las exportaciones totales. Los *países diversificados* son las otras ocho economías.² Hacia el segundo trimestre de 2020, las exportaciones de bienes cayeron en toda la región,

¹ Ver Mooney y Zegarra (2020) para más detalles sobre el Índice de Dependencia del Turismo.

² Los países incluidos en este análisis son aquellos con la información de balanza de pagos en 2020 disponible al momento de escribir el reporte. Se excluyó a Guayana por el aumento de la producción de petróleo. El Apéndice B describe la metodología detalladamente y presenta información para cada economía y la clasificación para las 26 economías de América Latina y el Caribe.

CUADRO 3.1 • Variación anual de los flujos de cuenta corriente (segundo trimestre de 2020, %)

	Total CC Créditos	Exportaciones: Total	Exportaciones: Bienes	Exportaciones: Servicios	Importaciones: Total
Grupo de turismo ^a	-11,83	-14,53	-6,47	-18,25	-13,69
Grupo de materias primas ^b	-10,41	-10,56	-10,33	-16,38	-10,81
Grupo diversificado ^c	-3,70	-5,21	-0,23	-14,50	-7,90
25 percentil	-11,46	-13,48	-10,85	-20,86	-15,20
Mediana	-9,17	-10,28	-6,95	-16,45	-10,64
75 percentil	-3,76	-6,59	-0,57	-12,56	-6,83

Fuente: Cálculos del BID basados en la base de datos BOPS (FMI).

Nota: Se incluyen los países para los que todas las variables están disponibles. Los valores para los grupos del turismo, las materias primas y diversificados son medianas. El total de créditos de cuenta corriente es la suma de las exportaciones de bienes y servicios, y los créditos de los ingresos primarios y secundarios. El total de exportaciones son las exportaciones de bienes y servicios. El total de importaciones se refiere a las importaciones de bienes y servicios. Los datos para Haití corresponden al primer trimestre de 2020. Para una explicación más detallada de la construcción de la serie, ver Apéndice B, Sección 1.

^a El grupo del turismo es el tercio superior de las economías clasificadas según el Índice de Dependencia del Turismo (de Mooney y Zegarra, 2020). Incluye: Bahamas, Belice, Costa Rica, República Dominicana, Haití, Jamaica y Panamá.

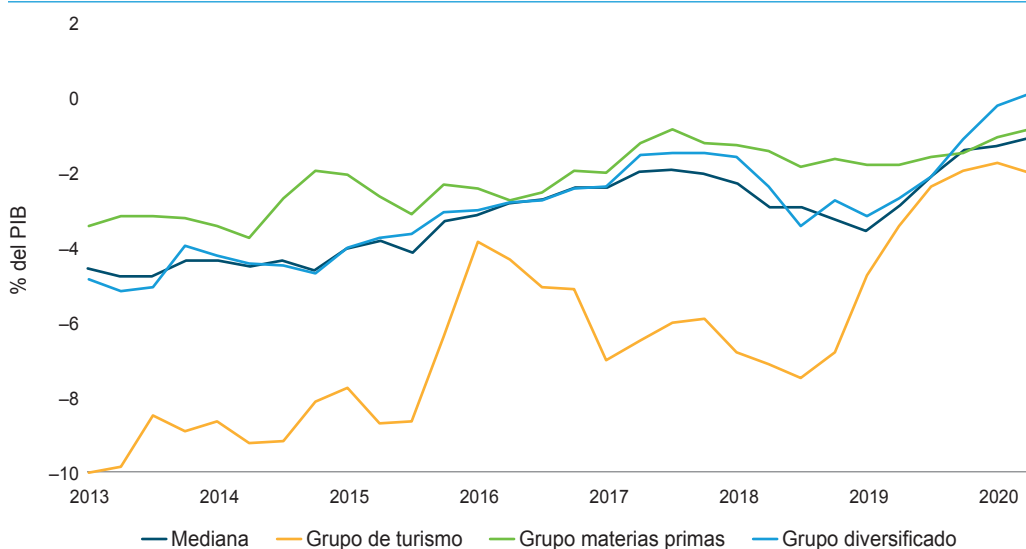
^b El grupo de las materias primas contiene la mitad superior de las economías, excluyendo las del grupo turismo, clasificadas según la fracción de materias primas en su total de exportaciones de mercancías (de UNCTAD, 2019). Incluye: Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

^c El grupo diversificado incluye: Argentina, Brasil, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Surinam.

pero los países en el grupo de materias primas experimentaron declives más grandes. Los países dependientes del turismo sufrieron la peor caída en las exportaciones de servicios, aunque otros países también registraron caídas importantes. Las exportaciones de bienes y servicios más el interés percibido por los activos extranjeros más las remesas se suman al total de créditos en cuenta corriente, que disminuyeron más del doble en los países dependientes del turismo y de las materias primas que en el grupo diversificado.

Las importaciones disminuyeron en todos los países. El país medio sufrió una caída del 10,6% de las importaciones, superando el declive de 9,2% en los créditos totales en cuenta corriente. El grupo diversificado experimentó una mayor caída de las importaciones en relación con las exportaciones y en relación con los créditos totales en cuenta corriente y, por lo tanto, experimentó la mayor reducción de sus cuentas corrientes. Sin embargo, los países dependientes del turismo y de las materias primas experimentaron caídas absolutas más grandes de las importaciones y en ambos grupos la caída de las importaciones superó la mediana.

Las remesas a la región han demostrado ser resilientes durante el shock de la COVID-19. Entre los países en los que las remesas anuales superan el 5% del PIB, entre ellos Belice, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Jamaica y Nicaragua, la tasa de crecimiento anual de las remesas disminuyó a 4,9% en el primer trimestre de 2020, de 7% en 2019 y 8,9% en 2018. Sin embargo, se recuperaron hasta una tasa de crecimiento anual de 6,2% en el segundo trimestre y de 7,8% en el tercer trimestre. En la región, las remesas disminuyeron en sólo el 0,2% en 2020, lo cual es inferior a la

GRÁFICO 3.1 • Evolución de los balances de cuenta corriente en la región

Fuente: Cálculos del BID basados en la base de datos BOPS (FMI).

Nota: Se incluyen los países donde todas las variables están disponibles. Los valores para los grupos del turismo, las materias primas y diversificados son medianas. El total de créditos en cuenta corriente es la suma de las exportaciones de bienes y servicios, y los créditos de los ingresos primarios y secundarios. Los datos para Haití corresponden al primer trimestre de 2020. Para una explicación más detallada de la construcción de la serie, ver Apéndice B, Sección 1.

caída en otras regiones (Banco Mundial, 2020a) y mejor de lo esperado, dada la severidad del shock (Parrado, Armangué y Herrera, 2020). Los resultados mejores de lo previsto en la economía de Estados Unidos (ver Capítulo 1), así como el apoyo del gobierno a los ingresos y las transferencias directas a los hogares pueden haber mantenido a flote las remesas. Las devaluaciones de la moneda y la inclusión financiera ampliada también pueden haber jugado un rol, no sólo en América Latina y el Caribe sino en todo el mundo.³ Independientemente de cuáles hayan sido los elementos motores, las remesas demostraron ser una fuente de fortaleza para las cuentas externas en 2020.

Como resultado de estas fluctuaciones, la mediana del balance de la cuenta corriente se mantuvo casi sin cambios en el nivel de antes de la crisis, aunque hubo variaciones importantes entre los países.⁴ La economía media dependiente del turismo amplió su déficit por cuenta corriente un 0,7% del PIB entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2020, mientras que la economía diversificada media lo disminuyó en un 0,6% del PIB durante el mismo período. En términos regionales, cerca de dos terceras partes de los países redujeron su déficit de cuenta corriente durante la crisis de la COVID-19.

³ Para más análisis, ver Banco Mundial (2020a).

⁴ Los balances de cuenta corriente en la región han mejorado desde 2013, como se ve en el Gráfico 3.1. La economía media del grupo de materias primas tuvo el balance general más alto, mientras que el turismo tuvo el más bajo a lo largo de este período.

Los movimientos en las cuentas corrientes dependen de diversos factores, incluidos los shocks externos de los precios de las materias primas y el turismo. Dados estos shocks negativos tan grandes, se esperaría que los países intentaran moderar el consumo doméstico y ya sea endeudarse externamente o reducir los ahorros externos y tener importantes déficits por cuenta corriente. Sin embargo, al parecer la historia tiene más matices.

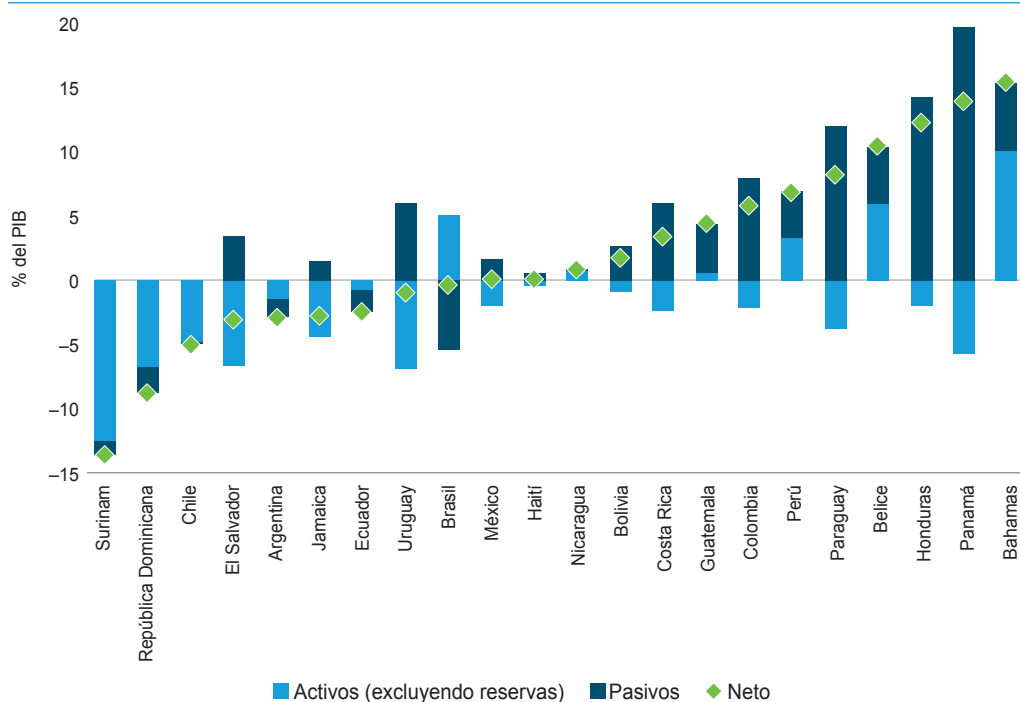
Hay una restricción que puede estar relacionada con los mercados financieros que tienden a ser procíclicos; puede que los gobiernos y las empresas no puedan tener acceso a recursos externos precisamente cuando son necesarios. Una posibilidad más extrema es que los países sufran una parada súbita de los flujos de capitales (que a su vez puede ser un resultado de que los no residentes retiren sus inversiones o los residentes quieran generar ahorros en el exterior) al mismo tiempo que quieren moderar la disminución de las importaciones y reducir los déficits por cuenta corriente. La siguiente sección explora la evolución de los flujos de capitales y cuáles son los países que sufrieron paradas súbitas.⁵

Flujos de capitales y paradas súbitas en tiempos de COVID-19

La mayoría de los países tomaron prestado de los no residentes durante los dos primeros trimestres críticos de la pandemia (ver Gráfico 3.2).⁶ El gráfico proporciona un panorama de los flujos financieros hasta el segundo trimestre de 2020. La convención en este capítulo es que un número positivo significa un flujo de entrada de fondos a la economía —ya sea un aumento de los pasivos externos o una disminución de los activos extranjeros. Las barras azules en el Gráfico 3.2 representan los flujos de los no residentes (a menudo denominados flujos de ingreso). Dado que la mayoría de las barras azules en el Gráfico son positivas, esto significa que aquellos países tuvieron un endeudamiento neto con el resto del mundo (es decir, pudieron endeudarse más de lo que tenían que pagar a los no residentes durante ese período). Las barras celestes representan los flujos de los residentes, es decir, los cambios netos en las tenencias de activos extranjeros de los residentes (a menudo denominados flujos de egreso). El cálculo de los flujos de ingreso y egreso indican que 12 países recibieron flujos positivos netos (es decir, los puntos verdes en el Gráfico 3.2 son positivos).

⁵ Ver Cavallo (2019) para una revisión reciente de la literatura sobre eventos de flujos de capitales, incluidas las paradas súbitas.

⁶ En el momento de escribir estas líneas, los datos para el segundo trimestre de 2020 estaban disponibles en 23 de los 26 países prestatarios miembros del BID. Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, y Surinam también tenían datos disponibles para el tercer trimestre. Este análisis usó la Base de datos de Estadísticas de Balanza de Pagos (BOPS) del FMI. Como es estándar en la literatura, el foco se centra en los flujos de las cuentas financieras excluyendo las partidas relacionadas con las reservas, según se presenta en la versión analítica de la balanza de pagos. En el Apéndice B se encontrarán más detalles sobre la base de datos.

GRÁFICO 3.2 • Flujos financieros (segundo trimestre de 2020)

Fuente: Cálculos del BID basados en la base de datos BOPS (FMI).

Nota: Se incluyen los países donde todas las variables están disponibles. Los datos son la tasa de flujo anualizada: el flujo trimestral en USD multiplicado por 4 y dividido por el PIB anual. El PIB anual es de 2019. Los activos muestran la información excluyendo las partidas relacionadas con las reservas. Los datos de Haití están disponibles hasta el primer trimestre de 2020. Para una descripción integral, consultar el Apéndice B, Secciones 2 y 3.

Sin embargo, la mayoría de los países en la región ya eran prestatarios netos antes de que golpeará la pandemia, lo cual significa que recibían flujos de financiamiento positivos netos antes de la COVID-19. Puede que los países se hayan visto obligados a proceder a un ajuste de cuenta corriente aun cuando el flujo neto seguía siendo positivo. La pregunta es si los flujos de financiamiento se mantenían al ritmo de antes de la crisis.

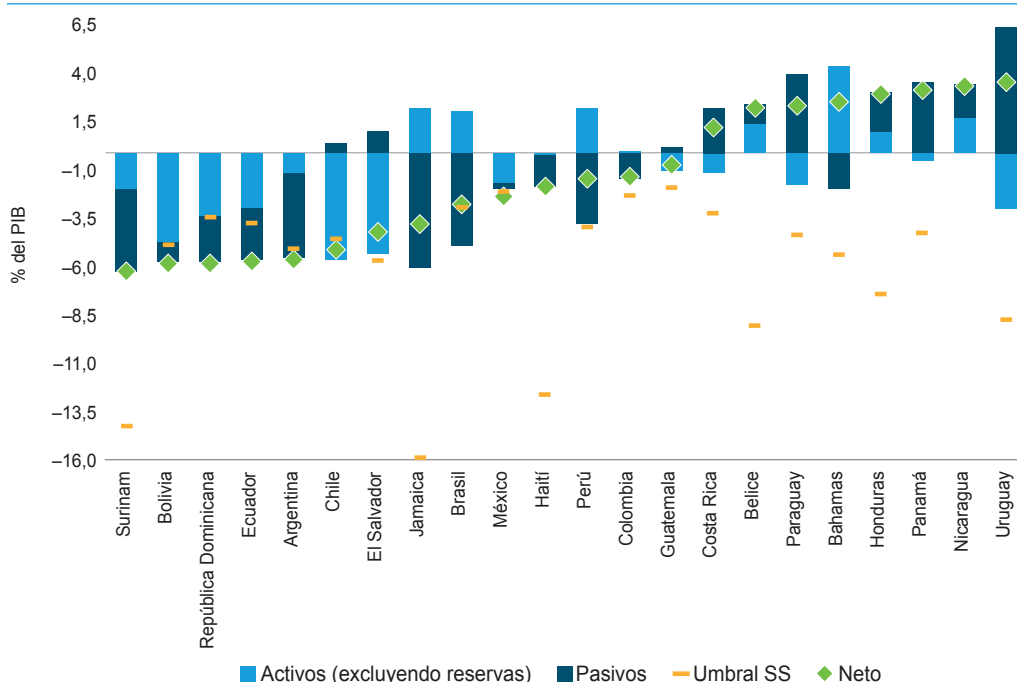
Las paradas súbitas en el flujo neto (SS) se definen teniendo en cuenta el nivel existente de flujos. Este capítulo se basa en Calvo (1998) para definir una parada súbita como un evento en el que el cambio anual en el flujo neto de capitales está más de dos desviaciones estándar por debajo de la media durante al menos un trimestre.⁷ En términos de calendario, el evento comienza el trimestre en que el cambio anual en los flujos de capitales cae por debajo de una desviación estándar y termina una vez que los flujos de capitales vuelven al umbral de una desviación estándar.

⁷ El umbral de las paradas súbitas en una economía se define como el flujo neto medio menos dos desviaciones estándar de los flujos del país. Forbes y Warnock (2012) se utiliza para fechar las paradas súbitas.

Aunque quizá parezca sorprendente, sólo 7 de 22 países analizados sufrieron una parada súbita durante los tres primeros trimestres de 2020 (ver Gráfico 3.3 y Cuadro 3.2). En el Gráfico 3.3, un punto verde debajo de la línea que marca el umbral específico del país indica una parada súbita ese trimestre.⁸

Los episodios aparecen en una lista en el Cuadro 3.2 junto con la fecha del comienzo (es decir, cuando la variación anual del flujo neto cayó por debajo de una desviación estándar de la media) y la fecha efectiva (es decir, cuando la variación anual del flujo neto cayó por debajo de dos desviaciones estándar de la media). La última columna indica

GRÁFICO 3.3 ● Variación anual de los flujos de capitales (segundo trimestre de 2020)



Fuente: Cálculos del BID basados en la base de datos BOPS (FMI).

Nota: Se incluyen los países donde todas las variables están disponibles. Ver nota en el Gráfico 3.2 para la descripción de los datos. El gráfico muestra la variación anual en los flujos anuales: la diferencia entre la suma de los cuatro trimestres y la suma de los cuatro trimestres anteriores. El umbral de parada súbita se define como la media menos dos desviaciones estándar de la variación anual en el flujo de capitales. El umbral para Nicaragua es -20%. Para una descripción integral consultar el Apéndice, Secciones 2 y 3.

⁸ En varios países, los residentes aumentaron los ahorros en el exterior en relación con niveles anteriores (es decir, las barras celestes en el Gráfico 3.2 que representan cambios anuales en los flujos de activos son sobre todo negativas). Varios países sufrieron una reducción en los pasivos externos de la tendencia anterior (es decir, algunas barras azules o negativas). Surinam es el único país en una parada súbita en el segundo trimestre de 2020 donde el umbral de parada súbita no fue rebasado durante ese período. Superó el umbral el tercer trimestre de 2020, activando una parada súbita. Luego, se determinó que el evento había comenzado en el segundo trimestre de 2020.

CUADRO 3.2 • Economías que se enfrentaron a una parada súbita en 2020

País	Inicio	Efectivo	También SSO o SSI
Argentina	2018 T3	2018 T3	SSI
México	2019 T3	2020 T2	Ninguno
Bolivia	2019 T4	2020 T2	SSO
Ecuador	2019 T4	2020 T1	SSI, SSO
Chile	2020 T2	2020 T2	Ninguno
República Dominicana ^a	2020 T2	2020 T2	SSO
Surinam	2020 T3	2020 T3	SSI

Fuente: Cálculos del BID basados en la base de datos BOPS (FMI).

Nota: SSO: parada súbita en los flujos de egreso (activos). SSI: parada súbita en los flujos de ingreso (pasivos). Los eventos de parada súbita se producen cuando la variación anual del flujo anual (netos, activos, pasivos) está dos desviaciones estándar por debajo de su media. La parada súbita comienza una vez que la variación anual cae una desviación estándar por debajo de su media. El umbral de parada súbita se define como la media menos dos desviaciones estándar del flujo de capitales anual.

si hubo una parada súbita en los flujos de ingreso (SSI) o de egreso (SSO), siguiendo la taxonomía desarrollada en Cavallo *et al.* (2015).

En cuatro de los casos de la lista del Cuadro 3.2, la fecha de comienzo de la parada súbita es antes de 2020, lo que significa que las condiciones de financiamiento externo ya habían comenzado a debilitarse *antes* de que golpearla la pandemia, y que algunos países se encontraban en una posición más vulnerable que otros. En todos los casos, con la excepción de Argentina, las paradas súbitas se volvieron efectivas cuando la pandemia golpeó de lleno a las economías, ya sea en el primer, segundo o tercer trimestre de 2020. En la República Dominicana, la parada súbita duró sólo un trimestre porque en el tercer trimestre el gobierno pudo emitir deuda soberana, que tuvo como resultado flujos de ingreso del 3,5% del PIB.⁹

En Argentina y Surinam, una repentina reducción de los créditos del exterior (SSI) desató las paradas súbitas del flujo neto (ver Cuadro 3.2, última columna). En Bolivia y República Dominicana, el detonante fue un flujo de egreso de los residentes en el país. En Ecuador, los flujos de ingreso y egreso se combinaron para provocar la parada súbita en los flujos netos. Y en Chile y México, ni los flujos de ingreso ni de egreso fueron los culpables; las fluctuaciones menos severas en los créditos del exterior y los residentes que aumentaron sus tenencias en activos extranjeros se combinaron para desatar una parada súbita del flujo neto.

¿Se predijeron las paradas súbitas?

La literatura sobre las causas de las paradas súbitas identifica características internas específicas que interactúan con condiciones externas para aumentar la probabilidad de

⁹ Ver Apéndice B para datos sobre la emisión de deuda externa pública en 2020.

CUADRO 3.3 • Indicadores seleccionados: pre COVID versus pre-Crisis Financiera Global

(% del PIB)	Balance fiscal		Balance de cuenta corriente		Dolarización de pasivos		Reservas	
	2007	2019	2007	2019	2007	2019	2007	2019
Grupo de turismo	-0,8	-2,3	-5,6	-2,0	6,3	11,0	9,3	14,4
Grupo de materias primas	1,7	-3,0	3,7	-1,4	20,0	18,1	13,8	16,4
Grupo diversificado	-0,8	-2,7	-3,0	-1,1	17,2	18,7	13,3	17,6
Mediana de América Latina	-0,2	-2,8	-2,9	-1,4	19,7	17,8	13,8	16,1

Fuente: Cálculos del BID basados en FMI (2020d).

Nota: Se incluyen los países donde todas las variables están disponibles. Todos los valores recogidos son medianas.

las paradas súbitas en el flujo neto de capitales.¹⁰ Esas características son: la cuenta corriente y el déficit fiscal, ambos de los cuales son indicadores aproximados de la demanda de financiamiento externo del país; y el monto de la deuda denominada en divisas, que influye en la capacidad del país de experimentar depreciaciones del tipo de cambio real sin desatar quiebras privadas y públicas. La otra cara de la moneda es que las reservas internacionales aumentan la resiliencia contra las paradas súbitas.

El Cuadro 3.3 compara estos factores en 2007, antes de la Gran Crisis Financiera (GCF) y en 2019, antes de la pandemia de la COVID-19. La comparación es pertinente porque después de la Gran Crisis Financiera, la región pudo navegar con éxito la crisis, evitando paradas súbitas en los flujos netos, probablemente gracias a sólidas condiciones iniciales. ¿Ocurrió esto antes de la pandemia? La respuesta es matizada. En comparación con el período anterior a la Gran Crisis Financiera, hacia finales de 2019 la región tenía balances fiscales más débiles y déficits de cuenta corriente más bajos,¹¹ mientras que los niveles de dolarización de pasivos habían mejorado en algunos países y empeorado en otros.¹² Las reservas internacionales eran más altas en toda la región.¹³

El Cuadro 3.4 emplea el modelo económico de Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2012) para explorar si las paradas súbitas que experimentaron los países fueron predichas por las condiciones iniciales en el Cuadro 3.3. El cuadro ubica a 14 países en uno de

¹⁰ Para un estudio reciente, ver Cavallo (2019).

¹¹ El déficit de cuenta corriente mediano en la región era menor en 2019 que en 2007, lo que sugiere que las posiciones externas eran más sólidas. Sin embargo, había grandes variaciones entre los países en este ámbito, sobre todo entre los países exportadores de materias primas, cuyos balances de cuenta corriente se habían deteriorado significativamente desde 2007.

¹² La dolarización de pasivos internos, que mide el porcentaje de deuda denominada en dólares como una fracción de la deuda total, fue definida por Calvo, Izquierdo y Mejía (2008) como un indicador clave de vulnerabilidad externa. Una década de tasas de interés sumamente bajas de los bancos centrales de las economías avanzadas alimentaron un aumento en este indicador.

¹³ Los términos de intercambio eran favorables para el grupo de las materias primas, y varias economías dependientes del turismo se beneficiaron de un flujo estable de remesas, lo que les permitió acumular reservas.

CUADRO 3.4 • Paradas súbitas de flujos netos: predicciones versus efectivas

	SS predicho	No SS predicho
SS	Bolivia, Chile, República Dominicana	México
No SS	Costa Rica, Uruguay	Brasil, Colombia, Guatemala, Honduras, Jamaica, Nicaragua, Perú, Paraguay

Fuente: Cálculos del BID basados en fuentes nacionales, datos del FMI y el Banco Mundial.

Nota: Se incluyen los países donde todas las variables están disponibles. El análisis basado en el modelo no se pudo llevar a cabo en Argentina, Bahamas, Belice, Ecuador, El Salvador, Guyana, Haití, Panamá y Surinam debido a la falta de datos en uno o más de los componentes del modelo. Para una descripción integral de los datos y del modelo ver el Apéndice en la Sección 4.

4 cuadrantes: si una parada súbita fue predicha y ocurrió (superior izquierdo), si una parada súbita no fue predicha y no ocurrió (inferior derecho);¹⁴ si una parada súbita fue predicha pero no ocurrió (inferior izquierdo); y si una parada súbita no fue predicha pero efectivamente ocurrió.

El modelo predice bien los resultados: tres países tuvieron paradas súbitas que fueron predichas y ocho países en los que no había paradas súbitas predichas no la tuvieron. Las excepciones son Costa Rica y Uruguay, donde el modelo arroja un falso positivo —predijo una parada súbita que no se materializó— y México, que sufrió una parada súbita que no se predijo.¹⁵

La mayoría de las paradas súbitas que ocurrieron durante 2020 podían ser predichas correctamente utilizando un modelo parsimonioso que se basa en un pequeño conjunto de factores internos clave antes de la crisis. La conclusión es que las condiciones iniciales jugaron un rol importante para determinar quién sufría una parada súbita y quién no, a pesar de la naturaleza global y de la magnitud del shock de la COVID-19.

Paradas súbitas en los flujos brutos de ingresos y egresos

Cerca de una tercera parte de los países experimentaron una parada súbita en el flujo neto en 2020 (ver Cuadro 3.2). Sin embargo, otros países experimentaron ya sea una reducción de los préstamos netos del extranjero —conocido como parada súbita del flujo de ingresos (SSI)— o un aumento súbito de los ahorros netos de los residentes en el exterior —también conocido como un comienzo súbito del flujo de egresos (SSO)— pero no experimentaron paradas súbitas en el flujo neto de capitales. Si bien es probable que las paradas súbitas en el flujo neto sean dolorosas debido al ajuste requerido en

¹⁴ Estos 14 países tenían todos los datos disponibles para llevar a cabo este análisis.

¹⁵ El modelo calcula la probabilidad de una parada súbita que luego se transforma en una predicción que aplica un umbral. Se empleó el umbral que maximizó la relación señal-ruido.

la cuenta corriente, las paradas súbitas de los flujos brutos no son indoloras y pueden causar inestabilidad financiera.¹⁶

Antes de la crisis financiera global, una mayoría de las paradas súbitas que afectaban a los países emergentes, incluidos los de América Latina y el Caribe, fueron desatadas por variaciones en los flujos de los extranjeros (flujos brutos de ingresos). Desde entonces, los flujos brutos de ingresos han seguido siendo considerables, y la importancia de los flujos de activos extranjeros (flujos brutos de egresos) ha aumentado.¹⁷ A medida que los flujos brutos se vuelven relativamente más importantes en el panorama financiero externo general, merece la pena analizar su comportamiento durante el shock de la COVID-19.

El algoritmo empleado para identificar las paradas súbitas en el flujo neto se puede aplicar para identificar paradas súbitas en los flujos de egresos (SSO) por el lado de los activos, y paradas súbitas en los flujos de ingresos (SSI) por el lado de los pasivos, y sus respectivas fechas de comienzo y fechas efectivas.

El Cuadro 3.5 muestra qué países experimentaron ya sea un SSO o un SSI durante la COVID-19 que no fueron paradas súbitas en el flujo neto de capitales. Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Paraguay en dos ocasiones tuvieron SSO que no se convirtieron en paradas súbitas del flujo neto porque la fuga de capitales de los residentes fue compensada al menos en parte por la entrada de capitales extranjeros (ver barras azules en el Gráfico 3.3). Al contrario, Brasil y Perú experimentaron SSI que no se convirtieron en paradas súbitas del flujo neto, lo cual significa que los inversores residentes repatriaron activos extranjeros y compensaron la reducción de créditos extranjeros (ver barras celestes en el Gráfico 3.3).

El lado de los activos del financiamiento externo

El Gráfico 3.4 muestra la variación anual en los flujos brutos de egreso (punto verde) desglosado según clases específicas de activos junto con el umbral SSO (línea amarilla) para 22 economías de América Latina y el Caribe. Once de los doce países con los flujos de egreso más altos como porcentaje del PIB (alineados a la izquierda del gráfico) experimentaron ya sea una parada súbita en el flujo neto (SS) o un SSO, o ambos al mismo tiempo. Los otros países presentaron movimientos más matizados en los flujos brutos de egreso. En relación con los tipos de activos que impulsan las fluctuaciones, “otras inversiones” (barras azules) contribuyeron en su mayor parte a la caída de los flujos de activos en nueve de los catorce países donde el punto verde está por debajo de cero. La

¹⁶ Ver Cavallo *et al.* (2015) para un diálogo sobre las paradas súbitas de los flujos brutos y netos y cuáles son las más dolorosas.

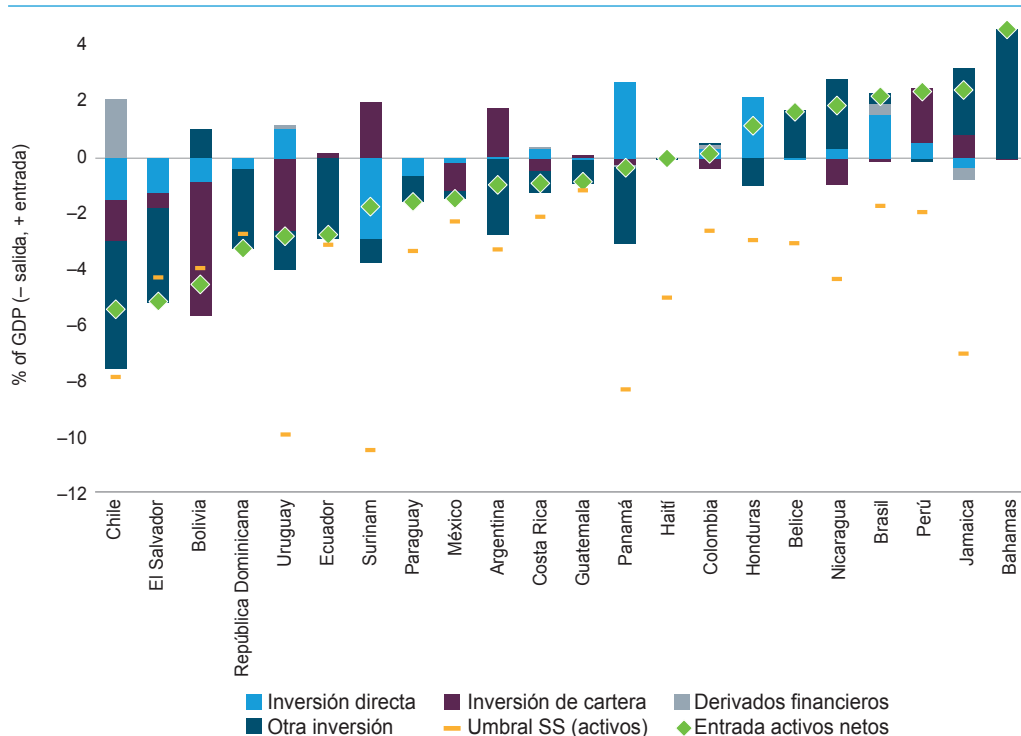
¹⁷ Ver Forbes y Warnock (2012) y Broner *et al.* (2013) para ejemplos anteriores de la literatura sobre paradas súbitas y flujos brutos, y Cavallo (2019) para un estudio más reciente de la literatura.

CUADRO 3.5 • Paradas súbitas de los flujos brutos con flujos compensados

País	Inicio	Efectivo	Tipo
El Salvador	2019 T4	2019 T4	SSO
Guatemala	2020 T1	2020 T1	SSO
Paraguay	2020 T1	2020 T1	SSO
Brasil	2020 T1	2020 T2	SSI
Perú	2020 T2	2020 T2	SSI
Costa Rica	2020 T3	2020 T3	SSO
Paraguay	2020 T3	2020 T3	SSO

Fuente: Cálculos del BID basados en la base de datos BOPS (FMI).

Nota: SSO: Parada súbita en los flujos de egreso (activos). SSI: parada súbita en los flujos de ingreso (pasivos). Los episodios de parada súbita son activados cuando la variación anual del flujo anual (neto, activos, pasivos) está dos desviaciones estándar por debajo de su media. La parada súbita comienza una vez que la variación anual se sitúa una desviación estándar por debajo de su media. El umbral de parada súbita se define como la media menos dos desviaciones estándar del flujo anual de capitales.

GRÁFICO 3.4 • Variación anual en los flujos de activos (segundo trimestre de 2020)

Fuente: Cálculos del BID basados en la base de datos BOPS (FMI).

Nota: Se incluyen los países donde todas las variables están disponibles. Hay datos de Haití disponibles hasta el primer trimestre de 2020. Ver la nota en el Gráfico 3.2 para la descripción de los datos. Las paradas súbitas de los flujos de egreso (activos) son efectivas cuando la variación anual del flujo anual en activos es de dos desviaciones estándar por debajo de su media. El umbral de Bahamas es -299%.

volatilidad en otras inversiones, que son sobre todo flujos bancarios, tiene más probabilidades de estar vinculada a la inestabilidad financiera que a las fluctuaciones en otros tipos de flujos (Cavallo *et al.*, 2015).¹⁸

En el otro lado del espectro, en el extremo derecho del Gráfico 3.4, Brasil y Perú están entre los países con los mayores aumentos de flujos relacionados con activos, lo que significa que hubo repatriación de capitales en neto (es decir, el punto verde está por encima de cero).¹⁹ Brasil y Perú experimentaron simultáneamente una parada súbita en los flujos de ingreso. Por lo tanto, la repatriación compensatoria ayudó a impedir que el SSI se convirtiera en una parada súbita en el flujo neto.²⁰ Argentina y Surinam, por otro lado, también se enfrentaron a una SSI durante ese período. Sin embargo, esos países no tuvieron ninguna repatriación de capitales en el lado de los activos para impedir que la SSI se convirtiera en paradas súbitas en el flujo neto.

Los factores detrás de la respuesta asimétrica de flujos de egreso entre las SSI han sido objeto de investigación reciente. Cavallo, Izquierdo y León-Díaz (2020) sostienen que las paradas súbitas en el flujo neto de capitales tienen más probabilidades de evitarse en países con marcos macroeconómicos sólidos y creíbles. Computar la correlación entre el régimen de tipo de cambio y los flujos brutos de capitales durante la COVID-19 contribuye a determinar si eso fue lo que ocurrió durante la crisis de la COVID-19.²¹ Los países con marcos macroeconómicos más sólidos y creíbles tienen más probabilidades de permitir que el tipo de cambio flote (Calvo y Reinhart, 2002). Cuando se estandarizan los flujos brutos de egreso, los flujos de ingreso y los flujos netos, emerge una correlación de rango positiva (+0,27) entre los flujos brutos de egreso y la flexibilidad del tipo de cambio. Además, existe una correlación negativa entre la flexibilidad del tipo de cambio y los flujos brutos de ingreso (-0,15). Juntos, la correlación entre flexibilidad de tipo de cambio y flujos netos es cercana a cero (-0,08).²² Así, los países con mayor flexibilidad cambiaria durante la COVID-19 tenían más probabilidades de ver flujos brutos de ingreso y flujos de

¹⁸ Casi todos los flujos de egreso relacionados con los activos son ahorros del sector privado que son canalizados mayormente a través de las instituciones financieras. Una pequeña fracción de los flujos de Chile y Colombia están relacionados con los fondos soberanos de los ingresos de las exportaciones de materias primas. Una parte pequeña de los flujos de egreso de Ecuador proviene de depósitos en efectivo del gobierno.

¹⁹ Bahamas tuvo importantes flujos de entrada de activos, probablemente debido a los flujos compensatorios vinculados a la industria bancaria deslocalizada. La correlación entre flujos de activos y pasivos en Bahamas es de 0,99, por lo que los umbrales de SSO y SSI son grandes.

²⁰ Paradas súbitas evitadas es el término acuñado por Cavallo, Izquierdo y León-Díaz (2020) para situaciones en los que las SSI no coinciden con las SS.

²¹ Este análisis utiliza el FMI Informe Anual sobre Regímenes de Cambio y Restricciones Cambiarias (AREAER) del FMI, que clasifica el régimen de tipo de cambio de cada país en una de 10 categorías, que van de las economías plenamente dolarizadas menos flexibles (1. Sin moneda de curso legal) a los tipos de cambio plenamente flotantes más flexibles (10. De libre flotación).

²² Dado que la numeración de categoría de AREAER está ideada para ser ordinal, se informa de la correlación de rangos de Spearman.

egreso moviéndose en direcciones opuestas, que a su vez tuvieron como resultado flujos netos de capitales más estables.

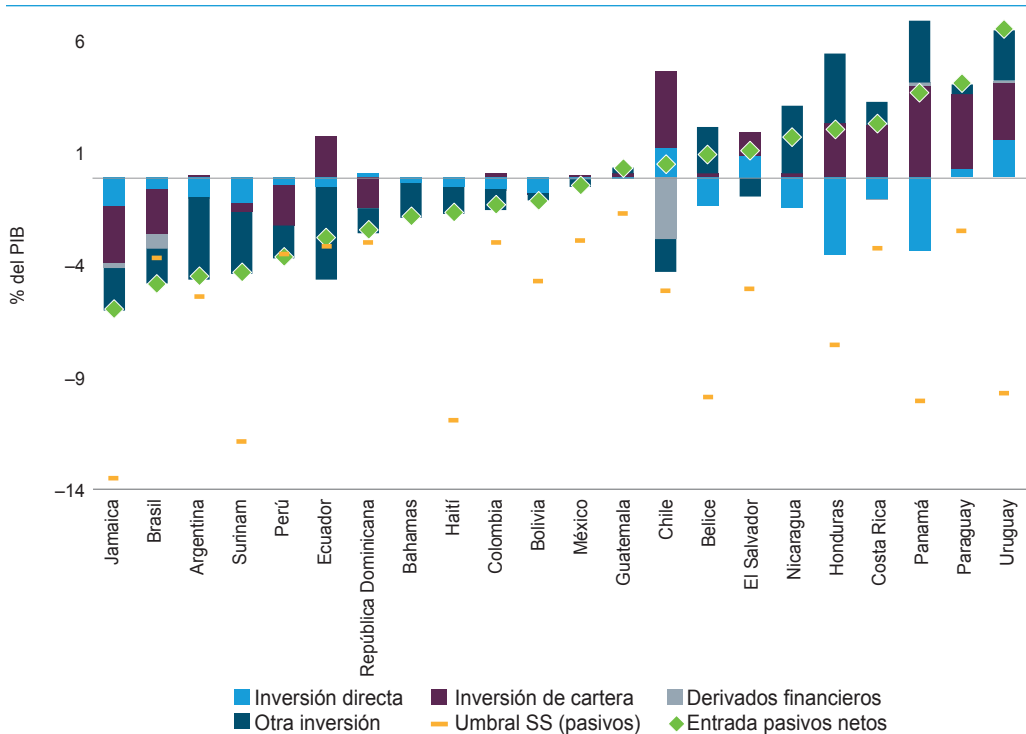
En resumen, la acumulación de activos extranjeros de los residentes durante la pandemia creó flujos de egreso importantes en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Esos flujos fueron cruciales para impulsar episodios extremos (SSO) en algunos países y, en unos pocos casos, paradas súbitas en toda regla en el flujo neto. Sin embargo, en otros países, los residentes repatriaron activos extranjeros, lo que contribuyó a estabilizar las cuentas externas en esos países.

El lado de los pasivos del financiamiento externo

Si bien los flujos de activos extranjeros de los residentes variaron ampliamente durante el shock de la COVID-19, la evolución en el lado de los pasivos también fue importante.

El Gráfico 3.5 muestra la variación anual en los flujos brutos de ingreso por tipo de flujo. El país en el extremo izquierdo del gráfico es Jamaica, que sufrió una caída considerable

GRÁFICO 3.5 ● Variación anual en los flujos de pasivos (segundo trimestre de 2020)



Fuente: Cálculos del BID basados en la base de datos BOPS (FMI).

Nota: Se incluyen los países donde todas las variables están disponibles. Los datos de Haití están disponibles hasta el primer trimestre de 2020. Ver la nota en el Gráfico 3.2 para la descripción de los datos. Las paradas súbitas en los flujos de ingreso (pasivos) son efectivas cuando la variación anual del flujo en pasivos es dos desviaciones estándar por debajo de su media. Los umbrales de Bahamas y Nicaragua son -299% y -19%, respectivamente.

de los flujos de ingreso; sin embargo, dada la volatilidad de los flujos de Jamaica, la caída no desató una parada súbita. Los cuatro países con las siguientes contracciones más grandes de los flujos de ingreso como porcentaje del PIB experimentaron ya sea solamente una parada súbita en los flujos de ingreso (Brasil y Perú) o paradas súbitas en los flujos de ingreso y flujos netos (Argentina y Surinam).

En el otro lado del espectro, en el lado derecho del gráfico, los países experimentaron un aumento de los flujos de ingreso. En Guatemala, El Salvador y Paraguay, el aumento fue suficiente para compensar un aumento concurrente en la tenencia de activos extranjeros por parte de residentes que se califican como SSO (Cuadro 3.5). Los flujos de ingreso de pasivos de Guatemala se mantuvieron relativamente igual que el año anterior, lo cual fue suficiente para compensar la fuga de capitales por el lado de los activos. En El Salvador y Paraguay, los flujos de ingreso aumentaron significativamente durante la crisis, lo que implica que estos países pudieron aumentar el endeudamiento externo mientras los inversores residentes aumentaban las tenencias de activos extranjeros.

La variación más significativa en el lado de los pasivos de la cuenta financiera proviene de flujos de inversión de cartera y otra inversión (barras moradas y azules en el Gráfico 3.5). La entrada neta de flujos de portafolio se contrajo considerablemente en Brasil y Perú durante la COVID-19. En cambio, en Chile y Colombia, los flujos netos de cartera se mantuvieron estables debido a importantes emisiones de deuda privada (ver Capítulo 6). En países más pequeños, el gobierno y el Banco Central representan casi todos los flujos de ingreso de pasivos de inversión de cartera.²³

Los pasivos categorizados como *otra inversión* incluyen los flujos privados (es decir, los préstamos de los bancos comerciales) y los préstamos oficiales a los países (bilaterales y multilaterales). Los préstamos oficiales aumentaron durante la COVID-19, sobre todo en los países con acceso más limitado al mercado. En cambio, la parte de los préstamos de los bancos comerciales de los otros pasivos de inversión disminuyó y fue procíclica, contribuyendo así a la mayor parte de la disminución en los países donde cayeron otros pasivos de inversión. La volatilidad del componente de flujos privados y otros pasivos de inversión debería ser objeto de un seguimiento porque ha sido una fuente de inestabilidad financiera en el pasado (Brunnermeier *et al.*, 2012).

Lecciones y prescripciones para las políticas

Cuando la pandemia golpeó a la región, cayeron tanto las exportaciones como las importaciones y las condiciones financieras se deterioraron, sobre todo durante el primer semestre crítico del año. Los balances de cuenta corriente se mantuvieron estables en

²³ Ver Apéndice B para datos sobre la emisión de deuda externa pública en 2020.

general, pero había grandes variaciones entre los países de la región. Por el lado del financiamiento, los gobiernos que podían hacerlo se endeudaron considerablemente, incluso con no residentes, para financiar el aumento de los déficits fiscales. Los hogares, enfrentados a shocks de ingresos negativos, también se endeudaron para tener acceso al consumo. Las empresas, enfrentadas a una menor demanda, invirtieron menos, pero algunas emitieron bonos en el exterior, aumentando así los activos líquidos (ver Capítulo 6). Si bien había financiamiento externo disponible para algunos países, cerca de la tercera parte de estos experimentaron paradas súbitas en el flujo neto. Es interesante señalar que la mayoría de las paradas súbitas que se materializaron podían haber sido previstas con éxito con un modelo que incorpore el estado de factores macroeconómicos clave a finales de 2019. Por lo tanto, si bien el shock de la COVID-19 afectó a todos los países, aquellos con condiciones preexistentes más débiles, incluyendo mayores déficits fiscales y de cuenta corriente, el aumento de los niveles de dolarización de pasivos y los bajos amortiguadores de reservas internacionales, sufrieron salidas de capitales más grandes.

Mirando hacia el futuro, los países tendrán que refinanciar la deuda externa y financiar los déficits fiscales que pueden requerir un endeudamiento externo adicional. A medida que la recuperación económica cobra impulso, es probable que las inversiones aumenten, lo que generará mayores necesidades de financiamiento externo (ver Capítulos 8 y 9). Los países que carecían de amortiguadores antes de la pandemia, y aquellos que han agotado esos amortiguadores durante la COVID-19, deberían reconstruirlos para impedir una dolorosa volatilidad de los flujos de capitales en el futuro y para financiar la recuperación. El endeudamiento externo puede convertirse en una limitación, sobre todo si las tasas de interés globales comienzan a subir. El financiamiento oficial de las instituciones financieras internacionales probablemente se verá sujeto a una alta demanda en los próximos años.

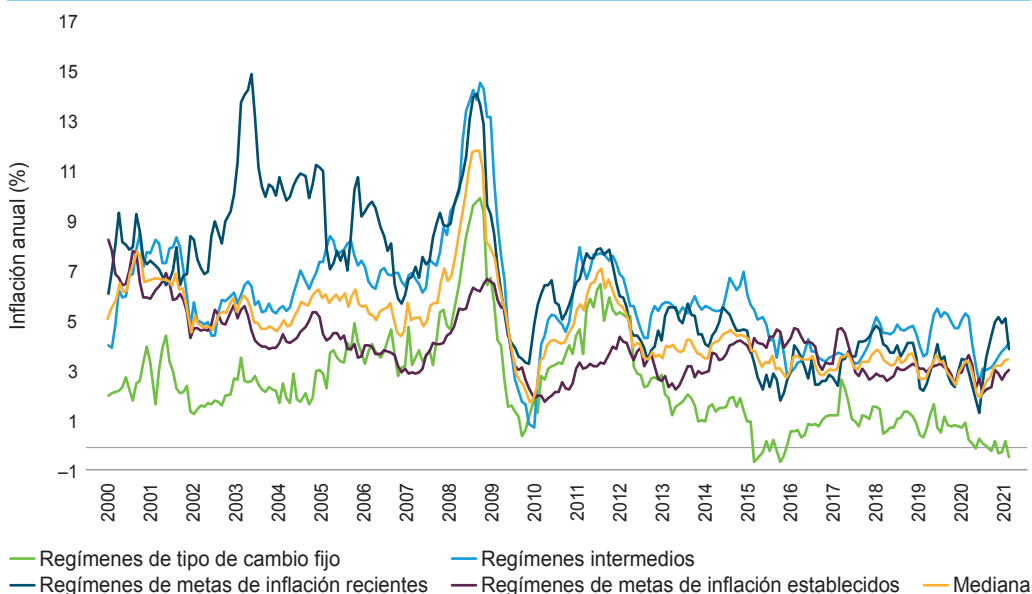
CAPÍTULO 4

Una gama de políticas monetarias para luchar contra la crisis de la COVID

Los bancos centrales de la región reaccionaron rápidamente a los desafíos planteados por la crisis de la COVID-19. Redujeron las tasas de interés y los requisitos de reserva (encajes bancarios) y proporcionaron liquidez, sobre todo a los bancos y a los gobiernos. Estas políticas contribuyeron a satisfacer la demanda por mayor liquidez sin comprometer la estabilidad monetaria y financiera. La inflación se mantuvo baja, con expectativas bien ancladas en la gran mayoría de países. Los balances de los bancos centrales crecieron considerablemente a lo largo de 2020 y, con las tasas de interés de política en mínimos históricos, el espacio para proporcionar más estímulos en el futuro es limitado. Además, todavía debe calcularse en su totalidad el pleno impacto de las diversas medidas tomadas, y persiste la incertidumbre en cuanto a la demanda futura por liquidez. Y pueden surgir otras dificultades cuando se trata de asegurar la consistencia entre las medidas de política fiscal y monetaria. Después de la pandemia, los bancos centrales tendrán que navegar en aguas potencialmente peligrosas y desconocidas.

La inflación: anclada en la mayoría de países pero con riesgos en el horizonte

La mayoría de los bancos centrales en América Latina y el Caribe lograron mantener bajas tasas de inflación a lo largo de 2020 (ver Gráfico 4.1). En medio de la crisis de la COVID y de la amplia gama de respuestas políticas, la tasa de inflación media en la región se mantuvo estable, cerca del 3% anual. Los países que están plenamente dolarizados o que fijan el tipo de cambio al dólar de Estados Unidos (regímenes fijos en el Gráfico 4.1) siguieron registrando la inflación más baja, mientras que el grupo de países con metas de inflación establecidos, y con regímenes intermedios convergieron en tasas similares, ligeramente más altas. Los países con metas de inflación recientes (países que adoptaron regímenes de metas de inflación en los últimos 15 años) vieron que hacia finales de 2020

GRÁFICO 4.1 • Tasas de inflación en diferentes regímenes monetarios

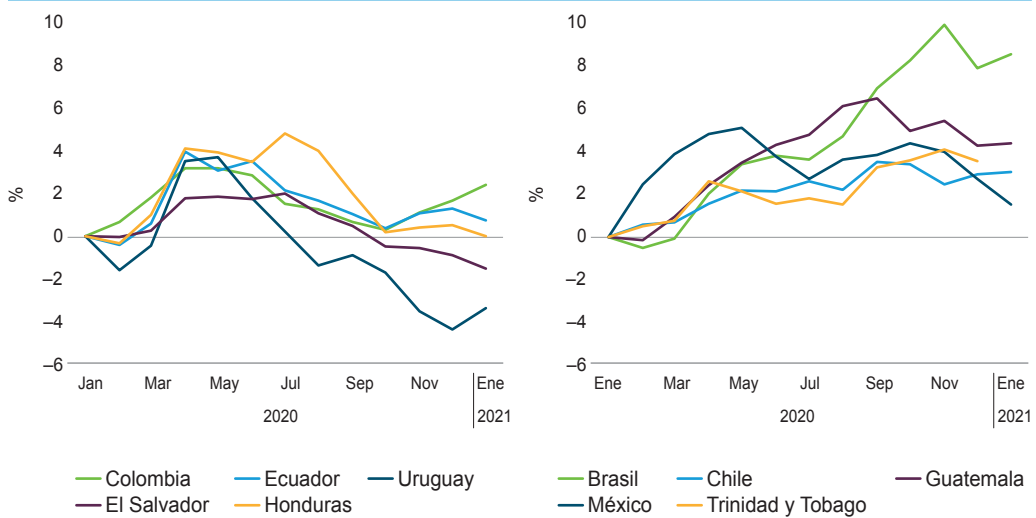
Fuente: Cálculos del BID basados en datos de los bancos centrales y Haver Analytics.

Nota: Este gráfico describe las tasas medias de inflación en diferentes regímenes de tipo de cambio. Régimen de meta de inflación establecidos: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; países con régimen de metas de inflación recientes: Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguay y Uruguay, regímenes intermedios: Argentina, Bolivia, Haití, Honduras, Nicaragua y Trinidad y Tobago; regímenes fijos: Bahamas, Barbados, Belice, Ecuador, El Salvador, Guyana, Panamá y Surinam.

la inflación aumentó en más del 5% al año por primera vez desde 2014, aunque en enero de 2021 la inflación había caído al 3,9%. En otros cuatro países (Argentina, Haití, Surinam y Venezuela) la inflación superó el 20% en 2020.¹

La crisis y los confinamientos asociados provocaron una brusca caída de la demanda, pero también una serie de limitaciones de la oferta que variaron según los productos. Las transferencias monetarias para apuntalar ingresos de los hogares también tuvieron un impacto en la demanda. Aun así, con los confinamientos en numerosos países, la caída de la demanda fue más pronunciada en el segundo trimestre de 2020 y arrojó una inflación baja récord. Sin embargo, aparecieron disrupciones en la oferta, particularmente en los bienes perecederos, como alimentos. Además, puede que algunos consumidores hayan reducido la demanda de bienes no esenciales e intentado comprar una mayor cantidad de productos esenciales, anticipándose a posibles restricciones de suministro, y para reducir el número de visitas a las tiendas. Las transferencias monetarias, particularmente a las familias más pobres, también contribuyeron a estimular la demanda de bienes esenciales. El resultado fue que, si bien la inflación general se

¹ Venezuela sigue en una profunda crisis económica con grandes pérdidas adicionales de la producción en 2020 e inflación muy alta.

GRÁFICO 4.2 • Inflación de alimentos versus inflación general

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de los bancos centrales y organismos nacionales de estadísticas.

Nota: El gráfico muestra la diferencia en los porcentajes de la inflación anual desde enero de 2020.

mantuvo baja, la inflación en algunas categorías fue más alta, particularmente en los alimentos.²

El Gráfico 4.2, paneles A y B, muestra que la diferencia entre la inflación de alimentos y la inflación general llegó a ser considerable en algunos países de América Latina y el Caribe. Para el grupo de países en el Gráfico 4.2, panel A, esta diferencia fue temporal y desapareció hacia finales del período analizado. Sin embargo, en el grupo de países en el panel B la diferencia ha sido persistente e incluso ha aumentado a lo largo del año. Por ejemplo, en Brasil y Guatemala las tasas de inflación de los alimentos fueron cerca de 9 puntos porcentuales y 4 puntos porcentuales más altas que las tasas de inflación general, respectivamente. En estos casos, los bancos centrales y los gobiernos tendrán que considerar las implicaciones distributivas de estas tasas de inflación divergentes, porque la cesta de consumo de los hogares más pobres se volvió relativamente más cara.

La inflación persistente y en aumento en ciertas categorías de productos plantea la pregunta de si en 2021 la inflación se estabilizará o si aumentará. Algunos de los aumentos en la inflación observados son el resultado de efectos temporales debido a la pandemia, y deberían desaparecer una vez que la crisis sanitaria haya acabado y las economías se recuperen. Los efectos de las medidas de confinamiento, por ejemplo, deberían ser temporales. Otras respuestas de los gobiernos también pueden pertenecer a esta categoría. Por ejemplo, numerosos países inyectaron una liquidez considerable a través de una emisión monetaria. A menos que estas políticas persistan tras la pandemia, los impactos

² Ver Nuguer y Powell (2020b), Ebrahimi, Igan y Martínez Peria (2020) y Lino y Braz (2019).

también deberían ser temporales. Sin embargo, un peligro es que la expansión de la base monetaria no se revierta, sobre todo si los bancos centrales se convierten en financiadores de déficits fiscales persistentes y si la demanda de liquidez del sector privado disminuye. En ese escenario, la historia de la región nos enseña que la inflación podría aumentar, volverse más persistente y ser más costosa de reducir.³

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

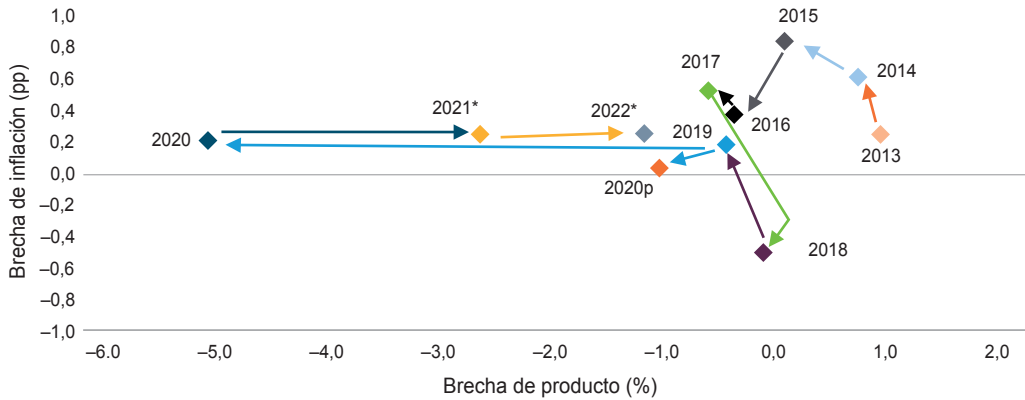
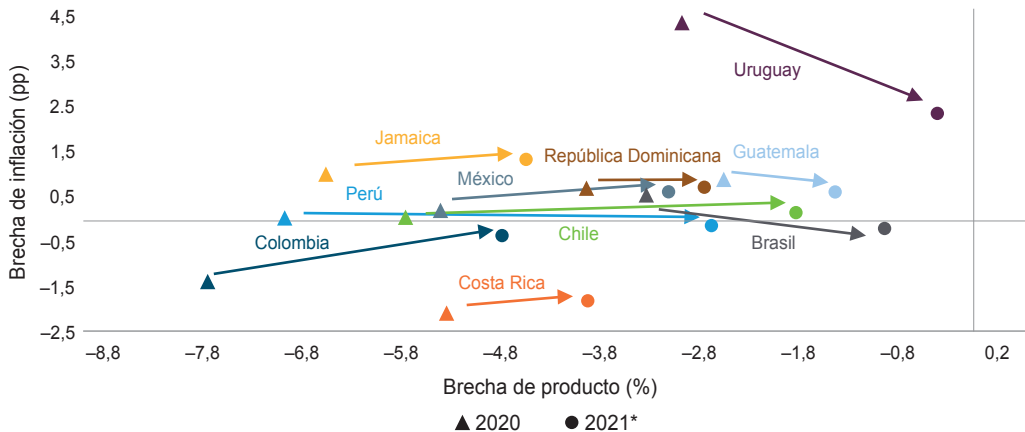
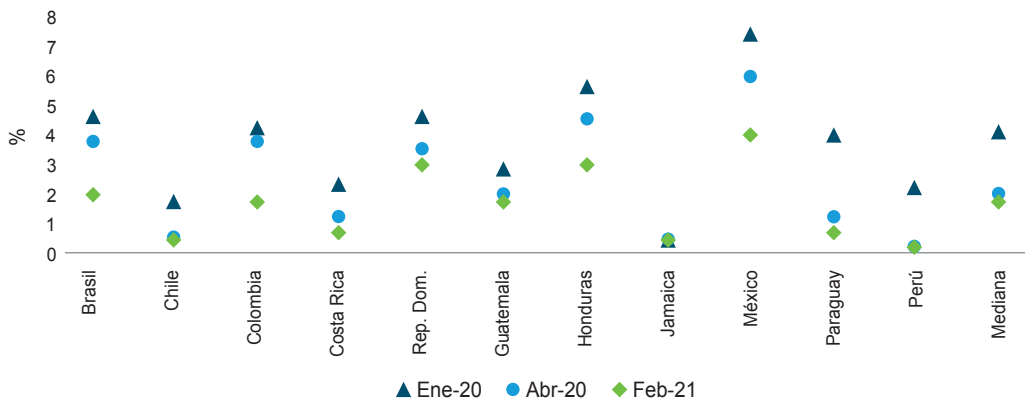
El crecimiento promedio del producto en los países con meta de inflación se había situado por debajo de su potencial desde 2016 y esa brecha negativa creció significativamente con la pandemia (Gráfico 4.3, panel A). Hacia finales de 2019, se preveía que la brecha del producto promedio en los países con meta de inflación sería de cerca de -1% en 2020, pero en octubre ya había llegado a -5,5%, lo que reflejaba la gravedad de la recesión. El Gráfico 4.3, panel A ilustra la brecha del producto prevista en 2020 a finales de 2019 (denotado como 2020p en el gráfico, y la tasa de inflación resultante está etiquetada como 2020). Todos los países analizados experimentaron un aumento de la brecha del producto (Gráfico 4.3, panel B).

Debido a la naturaleza del shock y las medidas de confinamiento, un cierto crecimiento de las brechas del producto era inevitable. Los bancos centrales redujeron las tasas de política e inyectaron liquidez para proporcionar ayuda a las familias y empresas. La mayoría de las economías tenían brechas de inflación negativas o bajas hacia finales de 2019 y la recesión tuvo un impacto deflacionario y dio espacio a los bancos centrales para bajar sus tasas de política e inyectar liquidez en sus economías sin acelerar la inflación. Hacia finales de año, la mayoría de los bancos centrales habían superado sus metas de inflación, aunque la mayoría de las desviaciones se mantenían en un rango de 1,5 puntos porcentuales (Gráfico 4.3, panel B).

Se prevé que las brechas del producto disminuirán en 2021 a medida que las economías se recuperen. Sin embargo, se prevé que la recuperación será gradual, con brechas del producto promedio proyectadas para 2021 y 2022 de -2,6% y -1,2%, respectivamente. En este escenario, puede que los bancos centrales se vean tentados de adoptar más medidas expansivas para promover una recuperación más rápida. Sin embargo, deberían tener en cuenta que las brechas de inflación promedio previstas para 2021 y 2022, medidas como la diferencia entre expectativas de inflación y metas de inflación, ya son ligeramente positivas. Por lo tanto, puede que el espacio para más estímulos monetarios sin sacrificar las metas de inflación sea limitado. El peligro es que las expectativas de inflación actualmente ancladas comiencen a moverse.⁴

³ Ver Kehoe y Nicolini (2021) y los capítulos sobre países de América Latina.

⁴ Ver Powell, Mariscal y Tavella (2018) sobre la credibilidad de los países con meta de inflación en la región y los costos potenciales de permitir que la inflación supere las metas.

GRÁFICO 4.3 • Inflación y brechas del producto**A. Promedio países con metas de inflación establecidos****B. Estimaciones por país****C. Tasas de política monetaria**

Fuente: Cálculos del BID basados en datos del FMI (2020d) y datos de los bancos centrales.

Nota: La brecha de inflación es la desviación de la inflación anual en relación con la meta en puntos porcentuales; la brecha del producto es la desviación de la producción anual en relación con su nivel potencial. Paraguay no se incluye en este gráfico debido a una falta de datos sobre la brecha del producto. (*) denota las proyecciones del FMI (2020d), y (p) denota las proyecciones del FMI (2019).

Los países con meta de inflación en América Latina y el Caribe habían bajado sus tasas de política en los años anteriores y en 2020 sus bancos centrales redujeron aún más sus tasas como respuesta a la pandemia (Gráfico 4.3, panel C). Jamaica y Perú se acercaron al límite inferior de cero, como los bancos centrales de numerosas economías avanzadas. Estas bajas tasas eran inimaginables hace no demasiado tiempo, pero hacia adelante, estos países tendrán que usar otras herramientas de política monetaria si quisieran promover más relajación monetaria.

Medidas de políticas de los bancos centrales

Hacia finales de 2020, 11 países en América Latina y el Caribe habían adoptado metas de inflación y utilizaban las tasas de interés como su principal instrumento de políticas. Sin embargo, la implementación de herramientas de política monetaria alternativas en 2020 fue la regla en lugar de la excepción (ver Cuadro 4.1). A pesar de tener espacio para rebajar más las tasas de interés, incluso los países con meta de inflación establecidos (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) utilizaron otros instrumentos de política monetaria con el fin de inyectar liquidez como complemento a la reducción de tasas de interés. De hecho, América Latina y el Caribe es bien conocida por el uso de un conjunto diverso de instrumentos de política monetaria en el pasado, y 2020 no fue diferente.

Entre las políticas recogidas en el Cuadro 4.1, la reducción de los requisitos de reserva fue la herramienta más habitual utilizada por los bancos centrales de la región para responder a la COVID-19. Todos los países con meta de inflación redujeron los requisitos de reserva además de disminuir las tasas de política, lo que sugiere que los bancos centrales utilizaron ambos instrumentos de manera complementaria. Los canales de transmisión de estos diferentes instrumentos de las políticas pueden ser bastante diferentes. Además, algunos bancos centrales procuraron que las reservas “liberadas” se utilizaran de una manera específica, intentando proporcionar más crédito y más barato a las micro, pequeñas y medianas empresas y a los hogares con dificultades económicas. En países que están plenamente dolarizados o tienen tipo de cambio fijo, la reducción de los requisitos de reserva era uno de los pocos instrumentos disponibles.

Las intervenciones cambiarias también fueron habituales en 2020, dado que numerosos países intentaron reducir la volatilidad del tipo de cambio (ver Cuadro 4.1). Los bancos centrales también utilizaron repos para proporcionar liquidez en moneda extranjera a los bancos y empresas, sobre todo en los países con metas de inflación establecidos. Por último, numerosos bancos centrales proporcionaron liquidez directamente a los bancos, a las empresas y al gobierno comprando títulos públicos y privados.

El Cuadro 4.1 presenta numerosas políticas de los bancos centrales implementadas en 2020, pero no es totalmente exhaustivo. El Capítulo 5 incluye información sobre otras medidas de políticas como la relajación de las clasificaciones de los préstamos bancarios, la

CUADRO 4.1 • Medidas de los bancos centrales para enfrentar la COVID-19

Países agrupados según régimen monetario	Reducción de la tasa de política monetaria	Reducción en los requisitos de reservas bancarias	Intervenciones en el mercado cambiario	Inyección de liquidez en dólares por medio de repos	Compra de títulos públicos y/o privados
Metas de inflación establecidos					
Brasil	X	X	X	X	
Chile	X	X ^a	X	X	X
Colombia	X	X	X	X	X
México	X	X	X	X	
Perú	X	X	X	X	
Metas de inflación recientes					
Costa Rica	X		X		X
República Dominicana	X	X	X	X	
Guatemala	X				X
Jamaica			X		X
Paraguay	X	X	X		
Uruguay		X	X		
Intermedios					
Argentina		X	X		
Bolivia		X			X
Haití	X	X			
Honduras	X	X			
Nicaragua	X	X			
Trinidad y Tobago	X		X		
Tipo de cambio fijo					
Bahamas			X		X
Barbados	X		X		
Belice		X			
Ecuador		X ^b			
El Salvador		X			
Guyana		X			
Panamá					
Suriname		X			

Fuente: Cálculos del BID basados en BID (2020), bancos centrales y FMI.

^a Chile expandió el conjunto de monedas elegibles para cumplir los requisitos de reservas en moneda extranjera.^b Ecuador redujo la tasa de contribución de los bancos al Fondo de Liquidez en tres puntos porcentuales de los depósitos.

imposición de períodos de gracia para pagos del principal y los intereses en los préstamos bancarios, y el relajamiento de las provisiones bancarias. Otras políticas para garantizar que los bancos siguieran estando sanos incluyeron los préstamos a los bancos y la creación y/o expansión de créditos y líneas de liquidez especiales.

La compra de títulos públicos no fue la única vía a través de la cual los bancos centrales proporcionaron financiamiento a los gobiernos. En algunos casos, los bancos centrales hicieron transferencias directas a los gobiernos. Por ejemplo, Brasil y Colombia utilizaron el aumento de su patrimonio neto, debido a las depreciaciones de la moneda y la valoración resultante de sus reservas internacionales, para transferir rentas al gobierno.

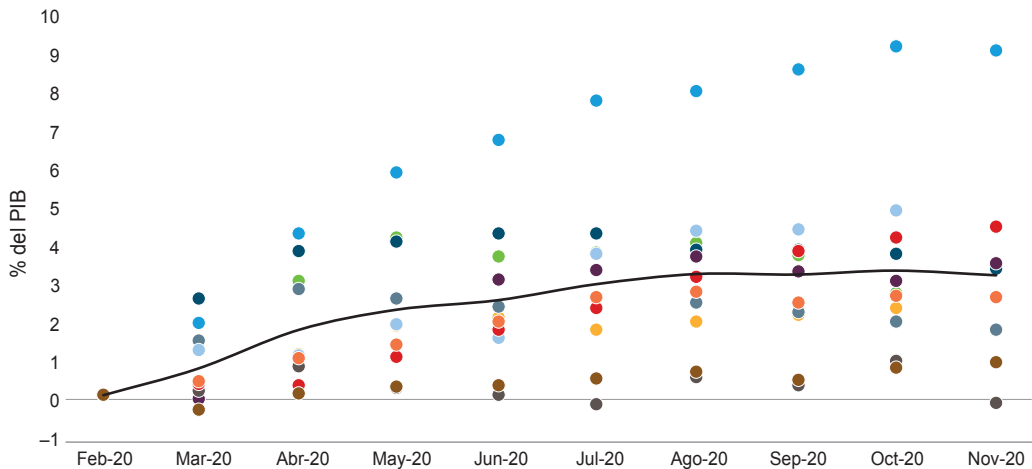
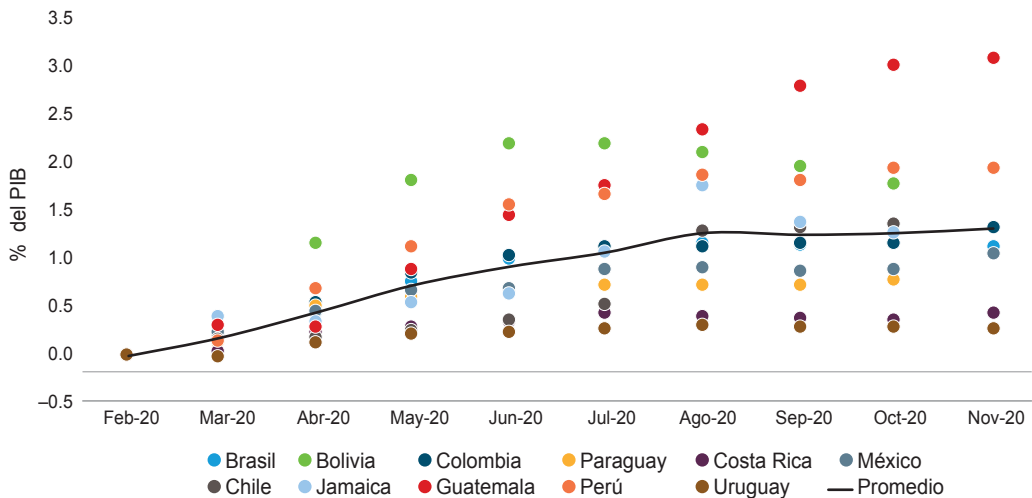
Para resumir, la amplia gama de medidas de las políticas citadas más arriba muestra que los bancos centrales en la región no se abstuvieron de utilizar variadas herramientas para enfrentarse a la pandemia. Estas medidas sin duda ayudaron a las empresas a mantenerse a flote, y a mantener los bancos comerciales en estado saludable y, además, proporcionaron una mayor liquidez a los gobiernos y las familias. Pero la consecuencia fue una expansión de los balances de los bancos centrales y la aparición de varios riesgos potenciales a ser monitoreados.

Cambios en los balances de los bancos centrales y el sector bancario

Las medidas mencionadas más arriba permitieron a los bancos centrales satisfacer parte de la mayor demanda de liquidez en 2020. Por un lado, las menores tasas de política redujeron el costo de oportunidad para que los agentes retuvieran activos líquidos. Por otro lado, en medio de la incertidumbre económica por la pandemia, los hogares, las empresas y los bancos procuraron cambiar sus activos ilíquidos (por ejemplo, las inversiones a largo plazo) por activos líquidos (por ejemplo, efectivo y depósitos a corto plazo) para mantener estos fondos seguros y asegurarse de que podían cumplir con sus obligaciones financieras cuando era necesario. Todos estos factores tuvieron como resultado un aumento pronunciado del stock de activos líquidos en América Latina y el Caribe a lo largo de 2020 (ver Gráficos 4.4A y B).

El stock de M2 en relación con el PIB aumentó aproximadamente 3,5 puntos porcentuales del PIB en promedio hacia julio de 2020 (ver Gráfico 4.4A). Ese agregado monetario comprende el dinero en circulación, así como la demanda, los ahorros y algunos depósitos a plazo. Utilizando una definición más estrecha de dinero, como moneda en circulación, el patrón es el mismo (Gráfico 4.4B). Los gobiernos en la región ampliaron sus programas de transferencias monetarias como respuesta a la crisis, que por sí sola aumentó la demanda de dinero porque los hogares más pobres conservan una fracción más grande de sus activos en efectivo.⁵

⁵ Álvarez y Argente (2021) sugieren que la propia pandemia creó incentivos para que los hogares tuvieran más efectivo de modo que pudieran hacer menos viajes a los bancos y a los cajeros automáticos, reduciendo así el riesgo de contagio.

GRÁFICO 4.4 • Agregados monetarios**A. M2****B. Circulante**

Fuente: Cálculos del BID basados en datos del FMI y de los bancos centrales.

Nota: El gráfico recoge los residuales estimados en cada país de la regresión

$$\ln\left(\frac{Y_t}{\text{PIB}_t}\right) = bt + \sum_{i=1}^{12} c_i d_i + \epsilon_t$$

en relación con el error estimado en febrero de 2020, donde Y_t es la variable dependiente (M2 en el panel A, circulante en el panel B), d_i son variables indicativas mensuales. El período de la muestra en cada país comienza en diciembre de 2008.

Las medidas de las políticas, junto con una mayor demanda de liquidez, no sólo aumentó los stocks de M2 y de la moneda en circulación, sino también tuvieron como resultado más cambios en los balances de los bancos centrales y en el conjunto del sector bancario en toda la región. El Cuadro 4.2 clasifica un grupo de países por el cambio acumulativo en los balances de sus bancos centrales en 2020, calculado como la variación acumulada en activos/pasivos totales en 2020 en relación con el PIB de 2019.

CUADRO 4.2 • Variación acumulativa de los balances de los bancos centrales en 2020 (% del PIB 2019)

País	Activos			Pasivos			Total activos= pasivos
	Crédito neto a extranjeros	Crédito neto a bancos	Crédito neto al gobierno	Base monetaria	Pasivos de esterilización	Otros pasivos + valor neto	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Perú	11,0	8,0	-2,8	2,8	9,8	3,6	16,1
Chile	-0,4	12,3	0,4	6,0	5,6	0,6	12,3
Brasil	6,9	1,1	2,9	1,8	6,2	2,9	10,9
Uruguay	9,4	0,3	-3	-1,4	6,6	1,5	6,7
Bolivia	-2,2	1,8	5,3	3,4	-0,1	1,6	4,9
Jamaica	-0,7	0,0	5,4	2,1	2,7	0,0	4,8
Colombia	4,3	0,5	-0,6	0,5	0,7	3,1	4,3
Paraguay	4,9	0,3	-1,4	0,0	1,3	2,5	3,7
México	3,0	-0,3	-0,2	0,7	0,6	1,1	2,5
Costa Rica	0,1	0,0	0,4	0,6	-0,9	0,8	0,5

Fuente: Cálculos del BID basados en datos del FMI y de los bancos centrales. La última observación data de octubre de 2020, excepto para Brasil (noviembre de 2020) y Jamaica (septiembre de 2020).

En general, todos los bancos centrales expandieron sus balances en 2020. Algunos de los bancos centrales de los países con meta de inflación establecidos (Brasil, Chile y Perú) registraron las expansiones más grandes —más del 10% del PIB en cada caso— mientras que Costa Rica y México registraron la variación más pequeña. Tanto en Perú como en Chile, el Banco Central proporcionó liquidez al sistema financiero bajo la forma de préstamos garantizados por el Tesoro, financiados principalmente por la expansión de la base monetaria y emitiendo pasivos de esterilización (por ejemplo, repos y deuda del Banco Central). En general, el crédito neto a los bancos en Perú y Chile aumentó en un 8% y un 12,3% del PIB, respectivamente.

En Brasil, la dinámica fue más compleja. El gobierno implementó un gran paquete fiscal para aliviar los efectos de la pandemia; uno de los principales componentes de este paquete fue la ampliación de las transferencias a los hogares más pobres (ver Capítulo 2). Para financiar este paquete, el gobierno disminuyó sus depósitos en el Banco Central, lo cual explica el aumento en el crédito neto al gobierno en un 2,9% del PIB en el Cuadro 4.2. Sin embargo, ése fue no el monto total financiado por el Banco Central, porque además transfirió beneficios de 4,4% del PIB al gobierno durante 2020 basándose en la reevaluación de las reservas internacionales. La inyección de liquidez a través de la variación de los depósitos del gobierno y las transferencias de rentas habrían tenido como resultado una expansión monetaria significativa. Para evitarlo, el Banco Central respondió aumentando los pasivos de esterilización (por ejemplo, acuerdos de recompra o repos). El Cuadro 4.2A presenta los gráficos en esta importante variación en ambos lados del balance del Banco Central.

La crisis ilustra que los bancos centrales pueden enfrentar límites en el uso de la política monetaria en una recesión profunda. Las tasas de interés de política son una herramienta útil pero normalmente se supone que están sujetas a un límite inferior en cero. Además, mientras que un Banco Central puede inyectar liquidez por otras vías, al final son los propios bancos, empresas y hogares los que deciden cuánta liquidez están dispuestos a tener.⁶

En 2020, los bancos centrales en Brasil, Chile y Perú inyectaron mucha liquidez en sus economías, pero parte de esa liquidez luego volvió a los balances de los bancos centrales bajo la forma de pasivos de esterilización. Esto contrasta con países que tienen un tipo de cambio fijo; en esos casos, el exceso de liquidez tiende a drenarse mediante flujos de salida de capital y una reducción de las reservas internacionales. No resulta sorprendente, por lo tanto, que en el Cuadro 4.2 se observe que la disminución de los activos externos netos más pronunciada fue en Bolivia (–2,2% del PIB) que mantiene un tipo de cambio fijo con el dólar de Estados Unidos.

El Cuadro 4.3 muestra que la ampliación del balance de los bancos centrales se vio acompañada por una expansión de los balances del sector bancario.⁷ En particular, el

CUADRO 4.3 • Variación acumulativa en los balances de los bancos en 2020
(% del PIB de 2019)

País	Activos				Pasivos				Total activos=pasivos
	Crédito neto a extranjeros	Crédito neto a bancos centrales	Crédito neto al gobierno	Crédito neto al sector privado	Depósitos a la vista	Otros depósitos a la vista incluidos en dinero en sentido amplio	Títulos incluidos en dinero en sentido amplio	Otros pasivos + valor neto	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	
Perú	0,2	6,6	0,4	6,2	4,3	3,8	0,1	5,3	13,4
Chile	0,8	–5,6	3,6	4,6	5,3	1,1	–3,6	0,5	3,3
Brasil	–2,9	8,0	4,6	6,1	1,1	4,3	7,5	2,9	15,7
Uruguay	6,4	3,6	0,5	2,4	10,9	0,3	0,3	1,5	12,9
Bolivia	–0,3	2,1	0,4	4,1	1,1	3,4	0,3	1,6	6,3
Jamaica	–0,1	3,1	1,1	3,3	6,5	1,1	0,0	–0,3	7,3
Colombia	0,3	–0,8	0,9	3,3	0,5	3,0	–0,2	0,4	3,7
Paraguay	3,4	1,9	–0,6	2,9	3,1	1,9	0,4	2,0	7,5
México	0,7	–0,4	2,3	1,0	1,0	1,6	0,0	0,9	3,6
Costa Rica	2,1	1,2	3,3	0,7	7,8	0,1	–0,4	–0,1	7,4

Fuente: Cálculos del BID basados en datos del FMI y de los bancos centrales.

⁶ Este debate se relaciona con la idea de que en algún momento la política monetaria se convierte en algo como “empujar un hilo” una frase a menudo atribuida a Keynes y al Gobernador de la Reserva Federal, M.S. Eccles, en los años treinta y el debate que siguió en relación con la eficacia de la relajación cuantitativa. Si bien en general las medidas de liquidez pueden eventualmente ser endógenas, puede que se produzcan impactos en mercados específicos y en el crédito (ver, por ejemplo, Kapoor y Peia, 2021).

⁷ El sector bancario se refiere a las instituciones depositarias además del Banco Central.

crédito neto a las empresas y a los hogares (crédito neto al sector privado) aumentó en todos los países, lo cual se puede interpretar como una medida del éxito de las políticas. Una vez más, Brasil, Chile y Perú fueron los países con la variación más grande 6,1%, 4,6% y 6,2% del PIB, respectivamente. Costa Rica y México volvieron a mostrar la expansión más pequeña: 0,7% y 1,0% del PIB, respectivamente. Este patrón demuestra que los bancos centrales que siguieron políticas más expansivas proporcionaron un mayor aumento del crédito neto al sector privado en sus economías. Esta expansión del crédito neto por parte de los bancos fue financiada en gran parte mediante pasivos a corto plazo, que comprenden depósitos a la vista, así como otros depósitos a corto plazo y valores incluidos en definiciones más amplias del dinero.

Conclusiones

Los bancos centrales en la región adoptaron medidas rápida y efectivamente en respuesta a la crisis de la COVID e implementaron una amplia gama de políticas. Como consecuencia, las tasas de interés disminuyeron, el stock de activos líquidos aumentó y los balances de los bancos centrales y de los bancos en general, se expandieron. Los bancos aumentaron el crédito a los gobiernos, las empresas y los hogares, financiado en gran parte mediante por un aumento de los pasivos a corto plazo, como los depósitos. Los bancos centrales vieron aumentar sus reservas y prestaron más a los gobiernos y a los bancos. Los pasivos también aumentaron, sobre todo la base monetaria y los pasivos de esterilización a corto plazo, aunque numerosos bancos centrales también tuvieron un aumento el en patrimonio neto, en parte debido a los efectos de valoración de las reservas internacionales producto de las depreciaciones cambiarias.

Si bien la inflación de alimentos aumentó en algunos países debido tanto a restricciones de la oferta como a efectos de la demanda, en general la inflación se ha mantenido baja y las expectativas de inflación están bien ancladas. Aun así, los bancos centrales tienen menos munición actualmente con balances más grandes y las tasas de interés en niveles bajos, y las expectativas de inflación ya han aumentado ligeramente por encima de las metas en algunos casos. Uno de los riesgos es que, si la demanda se recupera, pero persisten algunas restricciones de oferta, pueden producirse presiones al alza de la inflación. Si esto ocurriera, es probable que provoque un aumento transitorio de la inflación hasta que las limitaciones de la oferta desaparezcan. Para reducir los riesgos, durante la recuperación económica, el aumento del gasto debería contenerse para reconstruir amortiguadores fiscales, asegurar la consistencia con la política monetaria y contener las presiones inflacionarias.

Quizá una preocupación aun mayor es un escenario en el que se mantienen los déficits fiscales y una falta de opciones de financiamiento crea presión para el financiamiento monetario. Esto ya ocurrió en 2020 en algunos casos. Aun así, como se puso de

relieve en el Capítulo 3, la mayoría de los países siguen teniendo acceso a otras fuentes de financiamiento externas a tasas razonables. Los países deberían poder mantener el acceso a los mercados de capitales, salvo que ocurra un shock inesperado como, por ejemplo, un aumento de las tasas de interés en países avanzados, o si la sostenibilidad fiscal se deteriorara. Sin embargo, dada la historia de la región, el financiamiento monetario persistente de los déficits podría crear las condiciones para una mayor inflación, que luego es costosa de reducir (Esquivel, Kehoe y Nicolini, 2019). La independencia del Banco Central y la calidad de sus balances en el futuro son clave para evitar estos riesgos inflacionarios. Otro riesgo potencial viene por el aumento en el stock de los pasivos de esterilización a corto plazo, la mayoría denominados en moneda local, en los balances de algunos bancos centrales. Si bien esos mismos bancos centrales parecen tener los amortiguadores requeridos para respaldar estos compromisos, existen riesgos. Por ejemplo, algunos gobiernos se enfrentan a elevadas amortizaciones de deuda en 2021, y puede que los bancos centrales tengan que resistir bruscas depreciaciones cambiarias (que mejorarían sus balances ayudando a reducir los pasivos de esterilización) dadas las metas de inflación y la alta incidencia de deuda corporativa en dólares (ver Capítulo 6). Por lo tanto, el riesgo de refinanciación conjunto de las deudas del tesoro y del banco central debería ser objeto de un estrecho seguimiento.

CAPÍTULO 5

La estabilidad financiera: un imperativo para una sólida recuperación

Los sectores financieros de la región siguen estando dominados por los bancos. Las crisis bancarias de los años ochenta, noventa y, en algunos países, comienzos de la década del 2000, siguen influyendo en las estructuras regulatorias y supervisoras, así como en las decisiones de gestión de riesgo de los propios bancos. Las reformas posteriores ayudaron a la región a superar la crisis financiera global y salir relativamente indemne de ella. Además, los supervisores en toda la región han adaptado las regulaciones locales para asegurar el cumplimiento de Basilea III y otras reformas recientes.¹ Gracias a esto, el sector entró en la crisis actual en relativamente buenas condiciones, con una supervisión mejorada y niveles de capital y de liquidez relativamente altos.

Sin embargo, la COVID-19 no es un shock ordinario y, dado que la salud del sistema bancario refleja la salud de las economías subyacentes, cabe esperar que habrá impactos importantes. Las respuestas de las políticas han contribuido a amortiguar el shock, pero también ocultan riesgos subyacentes. La magnitud de los impactos sólo se revelará en los próximos meses. Este capítulo comienza abordando las respuestas de las políticas a la crisis y rastrea los impactos dada la evolución del balance de los bancos. Un análisis prospectivo utilizando información de mercado se emplea para estimar las probabilidades de escasez de capital de los bancos. Por último, se destacan algunas recomendaciones selectivas para las políticas del sector.

Respuestas de la política financiera

Como respuesta a la crisis de la COVID, los países prestaron apoyo a las empresas y a las familias (ver Capítulo 2). Los bancos centrales redujeron las tasas de interés de política monetaria, rebajaron los requisitos de reserva y proporcionaron liquidez a los bancos bajo la forma de acuerdos de recompra o de préstamos garantizados (ver Capítulo 4). Estas

¹ Ver Beck y Rojas-Suárez (2019) para un debate.

CUADRO 5.1 ● Medidas para la crisis de la COVID

Medidas de políticas	Número de medidas	Número de países
Apoyo a los prestatarios del sistema financiero	123	23
Liquidez	99	17
Regulación prudencial	76	17
Tasa de interés de la política monetaria	42	15
Funcionamiento del mercado financiero	35	8
Promover y garantizar la disponibilidad de mecanismos de pago digitales	24	13
Intermediarios financieros no bancarios	16	9
Integridad del sector bancario	15	9

Fuente: Base de datos del BID sobre las intervenciones financieras en el contexto de la COVID-19.
Nota: El cuadro presenta las medidas más utilizadas de las 467 reportadas en la base de datos.

medidas ayudaron a los bancos y a sus clientes y seguramente contribuyeron a moderar los impactos de la crisis en el sector financiero.

Las autoridades regulatorias en materia financiera también actuaron rápidamente. De acuerdo con información de una nueva base de datos de intervenciones en políticas financieras, se implementaron no menos de 467 medidas en la región, muchas de ellas relevantes para el sector bancario, (ver Cuadro 5.1). Ciento veintitrés medidas se centraron en el apoyo a los prestatarios, 99 medidas estaban destinadas a proporcionar liquidez y otras 77 medidas tenían como objetivo relajar o buscar una mayor flexibilidad de las normas prudenciales o las normas de información.

Las autoridades en la mayoría de los países actuaron rápidamente e introdujeron incentivos para que los bancos aplazaran los préstamos para incluir periodos de gracia y vencimientos más largos para los pagos. Se trataba de proporcionar liquidez y permitir a los bancos continuar calificando los préstamos como rentables, y no requerir provisiones adicionales. En unos pocos países, dichos programas fueron obligatorios. Los detalles de los programas varían, algunos permiten una reprogramación de hasta 12 meses y otros extienden plazos.²

Estas políticas tienen el beneficio de dar a las familias y a las empresas más tiempo para pagar los préstamos pendientes. Sin embargo, también hay costos: pueden mermar los amortiguadores de los bancos, y los bancos y las autoridades regulatorias pierden información sobre la situación de los prestatarios, lo cual dificulta la evaluación de riesgos. Numerosos actores del sector utilizan la clasificación de los préstamos de los bancos para evaluar riesgos, pero si los préstamos están congelados se pierde una valiosa información sobre la solvencia del prestatario.³ También resulta difícil discriminar entre clientes en

² Ver Nuguer y Powell (2020b) para más información y análisis.

³ Ver Powell y Rojas-Suárez (2020) para más información y análisis.

esos programas, y los aplazamientos se conceden frecuentemente en todo el espectro, o se basan en sólo un conjunto limitado de criterios; por lo tanto, se pueden conceder aplazamientos independientemente de la necesidad del prestatario.

Si el problema subyacente es estrictamente temporal y la expectativa es que la salud financiera de los prestatarios se recuperará relativamente rápido hasta niveles anteriores a la crisis, las políticas de aplazamientos pueden ser particularmente efectivas. Sin embargo, la crisis continúa, la recuperación sigue siendo incierta, y la economía después de la COVID puede ser bastante diferente de la que existía antes de la crisis (ver Capítulos 6 y 8). Un alto grado de reasignación en las economías tendrá un impacto considerable en la capacidad de los prestatarios de pagar los préstamos pendientes.

Un segundo conjunto de políticas han sido los programas de garantías para apoyar a los bancos privados que conceden nuevos préstamos a las empresas. Aunque estos programas hayan alcanzado varios puntos del PIB en algunos países, la implementación ha sido mixta.⁴ Las autoridades se han mostrado reacias a proporcionar garantías totales dado que eso eliminaría el incentivo de los bancos para asegurar una evaluación de riesgo adecuada y podría generar grandes pérdidas fiscales. Por otro lado, sin una garantía casi total, los bancos han sido reacios a prestar y, por lo tanto, en algunos casos la aceptación ha sido escasa.

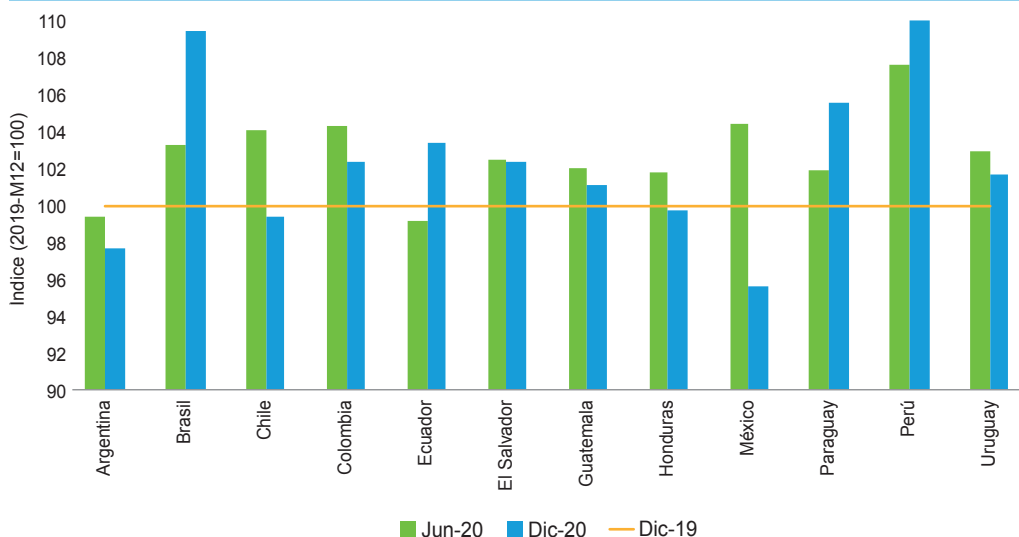
Estas políticas han contribuido a mantener el flujo del crédito a las empresas, pero, una vez más, hay riesgos. Los préstamos garantizados son un instrumento útil cuando hay confianza en la viabilidad futura del prestatario y la deuda no es demasiado grande. Si la supervivencia de una empresa es incierta o si ya tiene grandes deudas, puede que añadir más préstamos (o incluso reemplazar los existentes por préstamos garantizados) no sea el mejor criterio.⁵ Cuanto mayor sea la incertidumbre, más probabilidades tienen estos programas de sufrir pérdidas y, cuanto más altos los niveles de deuda, más probabilidades de que surja un problema de sobreendeudamiento (ver Capítulo 6).

El desempeño de los bancos durante la COVID

En promedio, ha aumentado el crédito tanto al sector privado como al sector público durante esta crisis (ver Capítulo 4). Los créditos al sector privado no financiero en términos reales crecieron de manera particularmente fuerte en 2020 en Brasil y Perú. El crédito a las empresas ha sido apoyado por esquemas de garantía de préstamos en algunos países; los programas de aplazamiento de los préstamos implican que los vencimientos han sido extendidos. Por lo tanto, los préstamos que podían haber sido pagados se mantienen en los libros, lo que implica que el crédito medido puede ser mayor de lo que habría sido de otra manera. En algunos

⁴ Powell y Rojas-Suárez (2020) proporcionan información sobre esos programas.

⁵ A favor del esquema de garantías, ver Blanchard, Philippon y Pisani-Ferry (2020) y para una advertencia, ver Hanson *et al.* (2020).

GRÁFICO 5.1 ● Créditos al sector privado no financiero

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de bancos centrales.

Nota: El gráfico recoge un índice del stock de crédito en moneda local nominal dividido por el índice de precios al consumidor y con una base de diciembre de 2019 igual a 100 para países seleccionados. Los datos son de diciembre de 2020, con la excepción de Argentina, Honduras y Paraguay, donde corresponden a noviembre de 2020.

países, la composición del crédito también cambió, y el crédito a los hogares disminuyó en relación al de las empresas.⁶

El crecimiento del crédito a los sectores privado y público se refleja en el crecimiento de los activos de los bancos, que han aumentado cerca del 9% para el banco medio de la región y un 15% para la media ponderada de los bancos desde finales de 2019 hasta septiembre de 2020 (ver Gráfico 5.2). El brusco aumento de la deuda del sector público estuvo asociado a una mayor demanda de financiamiento y, por lo tanto, un aumento del crédito al sector público, mientras que los programas de garantía han apoyado los créditos al sector privado.

Los pasivos de los bancos también crecieron, pero quizá lo que tiene un interés particular es el cambio en la estructura de los depósitos bancarios (ver Gráfico 5.3). Los depósitos a plazo han disminuido como porcentaje del total de depósitos mientras que los depósitos a la vista crecieron. Como se detalla en el Capítulo 4, la demanda de liquidez aumentó considerablemente.

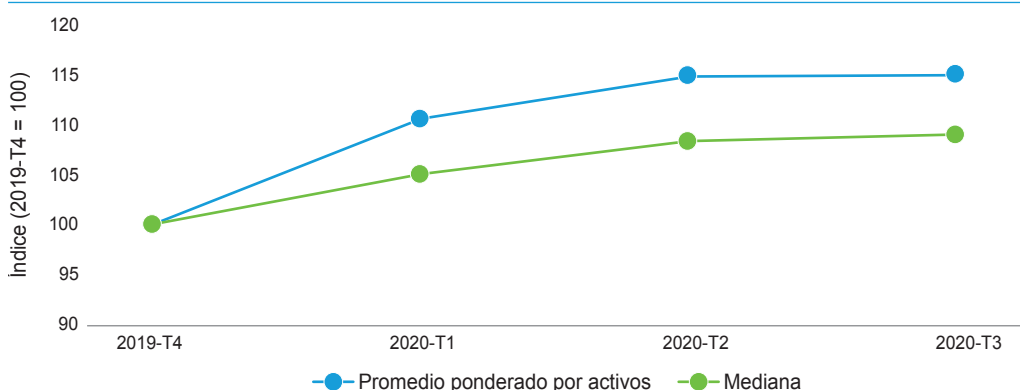
Los impactos de la crisis son manifiestos en el ingreso neto de los bancos, que cayó un 40% para el banco medio y más del 90% para los bancos de media ponderada desde finales de 2019 hasta el segundo trimestre de 2020. En algunos países, entre ellos

⁶ Por ejemplo, en Chile, el crédito a los hogares disminuyó del 31% al 28% del total de créditos y en México disminuyó de 39% a 36%, según los datos de BIS y comparando el cuarto trimestre de 2019 con el segundo trimestre de 2020.

Barbados, Chile y Perú, el ingreso neto promedio de los bancos en la muestra fue negativo en el segundo trimestre, pero se recuperó en varios países y para los bancos más grandes en el tercer trimestre. Por consiguiente, la media ponderada aumenta de tal manera que ambas medidas disminuyen aproximadamente un 35% hacia el tercer trimestre de 2020.

Los ratios de capital regulatorio de nivel 1, de cerca del 13% a finales de 2019, eran elevados a comienzo de la crisis, y aunque disminuyeron inicialmente, han subido desde el primer trimestre de 2020. Una pequeña muestra de bancos tiene datos hasta finales de 2020 y la tendencia de incremento de los ratios de capital continúa a lo largo de este

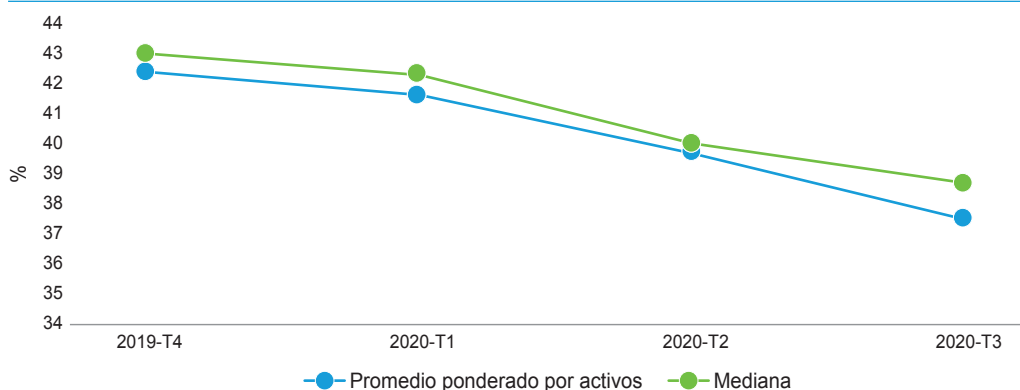
GRÁFICO 5.2 ● Crecimiento de los activos de los bancos durante la COVID



Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

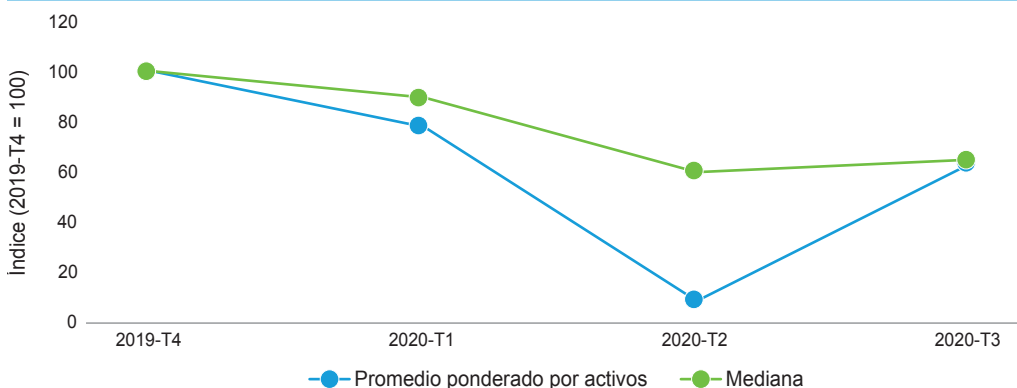
Nota: Los activos se convierten de la moneda local a un índice, donde el cuarto trimestre de 2019 = 100. El gráfico recoge la media entre diferentes bancos en la base de datos y un promedio de los índices ponderados por los activos del banco.

GRÁFICO 5.3 ● La composición cambiante de los depósitos bancarios (depósitos a plazo como % del total de depósitos)



Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

Nota: El gráfico recoge la media de la variable en diferentes bancos en la base de datos y un promedio de los índices ponderados por los activos del banco.

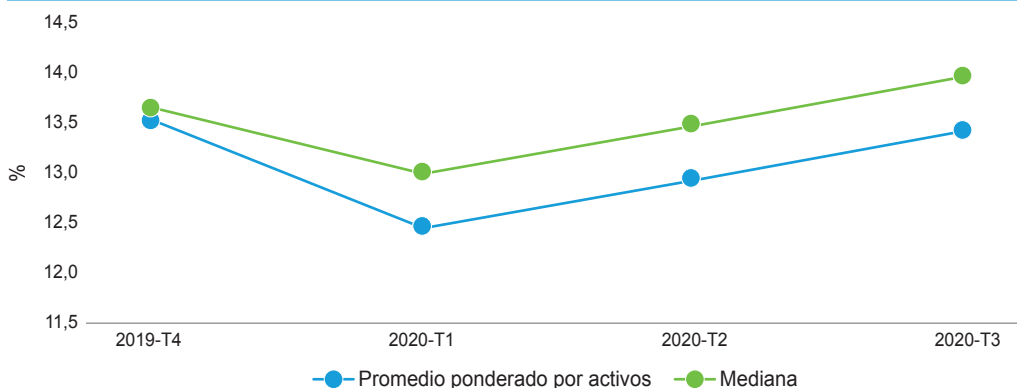
GRÁFICO 5.4 ● Ingreso neto de los bancos

Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

Nota: Los activos se convierten de la moneda local a un índice donde el cuarto trimestre de 2019=100. El gráfico recoge la media de diferentes bancos en la base de datos y un promedio de los índices ponderados por los activos del banco.

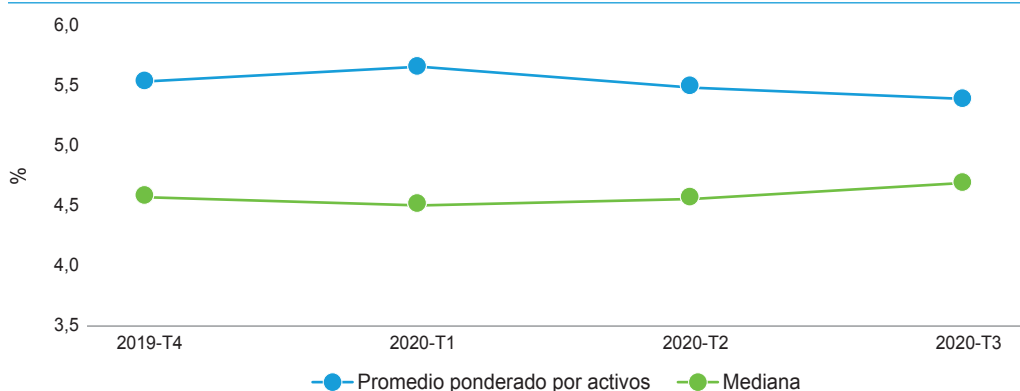
período. Por ejemplo, el banco medio en la región tenía un nivel de capital de nivel 1 más alto en relación con los activos en riesgo en el cuarto trimestre que en el primer trimestre de esta muestra más pequeña.

Es interesante señalar que los bancos pudieron aumentar el capital en términos nominales, dado que los pagos de dividendos disminuyeron (en algunos países los pagos de dividendos estaban limitados). Al mismo tiempo, la ponderación de riesgo promedio de los activos disminuyó, lo que refleja un cambio en los activos hacia bonos del gobierno que atraen un riesgo ponderado de cero en la mayoría de las jurisdicciones, empujando así al alza los ratios del capital regulatorio. Como reflejo del cambio de composición de

GRÁFICO 5.5 ● Ratios de capital regulatorio de nivel 1 sobre activos de riesgo

Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

Nota: El gráfico muestra la mediana del ratio de capital de nivel 1 de todos los bancos en la base de datos y el promedio ponderado por activos bancarios de la variable.

GRÁFICO 5.6 ● Préstamos no rentables como porcentaje de los préstamos totales

Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

Nota: El gráfico muestra la mediana de la variable de todos los bancos en la base de datos y un promedio ponderado por activos bancarios de la variable.

activos hacia títulos públicos, los ratios de préstamos/activos disminuyeron del 67% a cerca del 63% en el banco medio en el tercer trimestre de 2020.

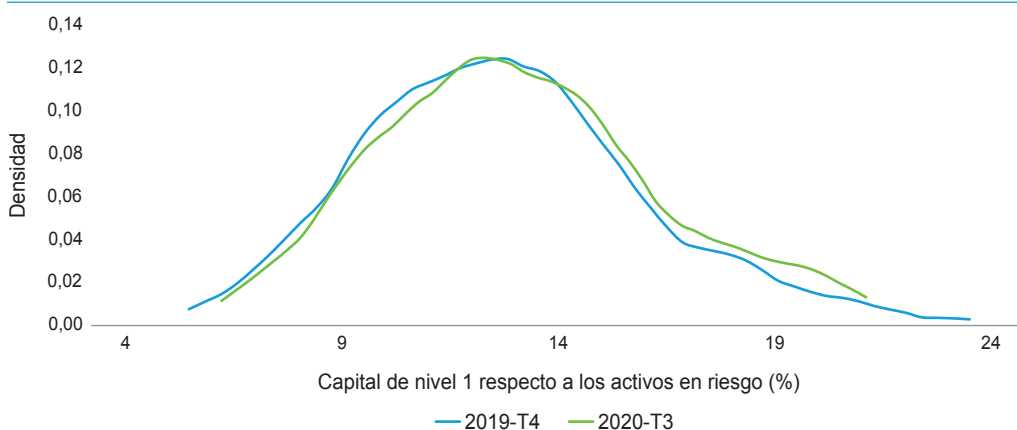
Dada la profundidad de la crisis, los préstamos no rentables se han movido relativamente poco. En el banco medio, los préstamos no rentables representan cerca del 4% del total de préstamos y cerca del 5% en el banco de media ponderada. Sin embargo, estas estadísticas ocultan diferentes patrones entre los países. El banco medio en Brasil, Chile, México, Panamá y Perú ha experimentado un aumento de los préstamos no rentables mientras que en Argentina, Colombia y Paraguay éstos de hecho han disminuido a lo largo de 2020. Estas diferencias probablemente reflejen cambios de regulación en cuanto a cómo reportar y diferentes impactos especificidades de los esquemas de aplazamiento de préstamos. En los países con ratios de préstamos no rentables en aumento en el tercer trimestre, esta tendencia se prolongó hasta el cuarto trimestre. Los préstamos no rentables en relación con el total de préstamos de los bancos en la muestra de Brasil, Chile, Colombia y Perú se situaban todos por encima del 5,0% para el banco medio en el cuarto trimestre. En otros países, los préstamos no rentables inevitablemente aumentarán a medida que los préstamos reprogramados comiencen a llegar a su vencimiento. Es interesante señalar que los bancos tendieron a aumentar las provisiones contra las pérdidas por créditos, que llegaron al 2,7% del total de préstamos para el banco medio y al 3,1% de los préstamos para los bancos ponderados en función de activos. Aunque los bancos no tenían que separar provisiones contra préstamos aplazados, algunos parecen haberse anticipado a la necesidad de amortiguadores más grandes en los próximos meses.

El debate de más arriba se centra en el banco mediano, o promedio en función de activos. Sin embargo, esto oculta diferencias considerables entre los bancos. Por ejemplo, mientras que el ratio medio de capital nivel 1 era de aproximadamente del 13% a finales

de 2019, cerca del 20% de los bancos en la muestra tenían ratios de nivel 1 de menos del 10%; esto se mantuvo en gran parte sin cambios durante el tercer trimestre de 2020, a pesar del aumento de los ratios de capital señalados más arriba. El Gráfico 5.7 ilustra la distribución de los ratios de capital de nivel 1 en diferentes bancos en la muestra.

La distribución de préstamos no rentables es particularmente interesante. Los bancos con pocos préstamos no rentables siguieron reportando cifras bajas, pero el número de bancos que reportaban préstamos no rentables de alrededor del 5% aumentó. (ver Gráfico 5.8). Y se produjo un desplazamiento claro en las provisiones contra préstamos no rentables en diferentes bancos (ver Gráfico 5.9).

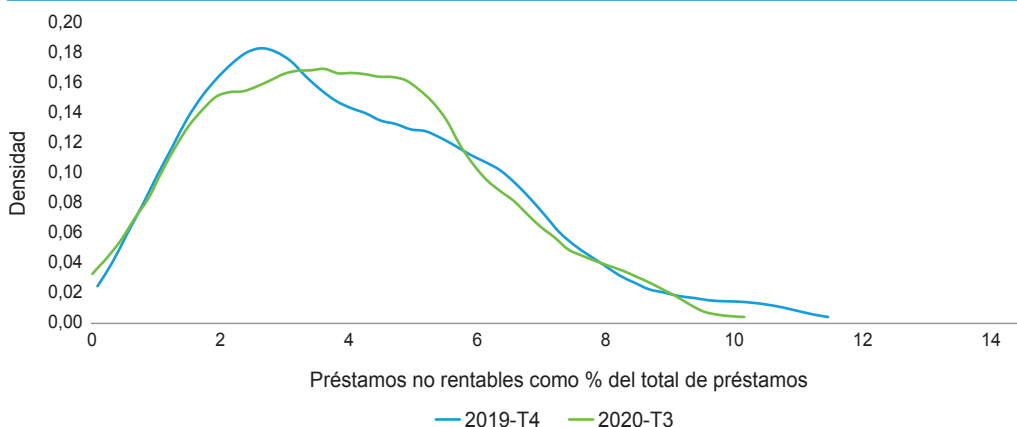
GRÁFICO 5.7 ● Distribución de los ratios de capital de nivel 1



Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

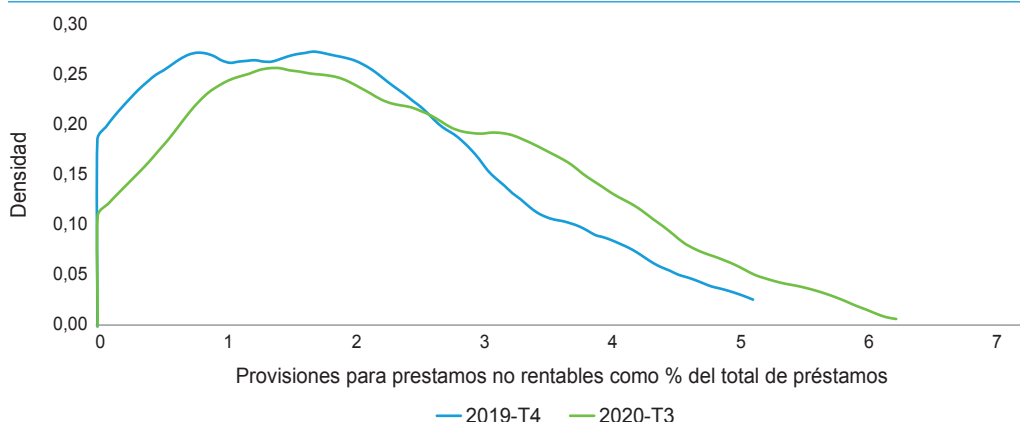
Nota: El gráfico recoge la distribución de los ratios de capital de nivel 1 en diferentes bancos individuales. Las distribuciones están truncadas en la media más y menos dos desviaciones estándar.

GRÁFICO 5.8 ● Distribución de los préstamos no rentables en diferentes bancos



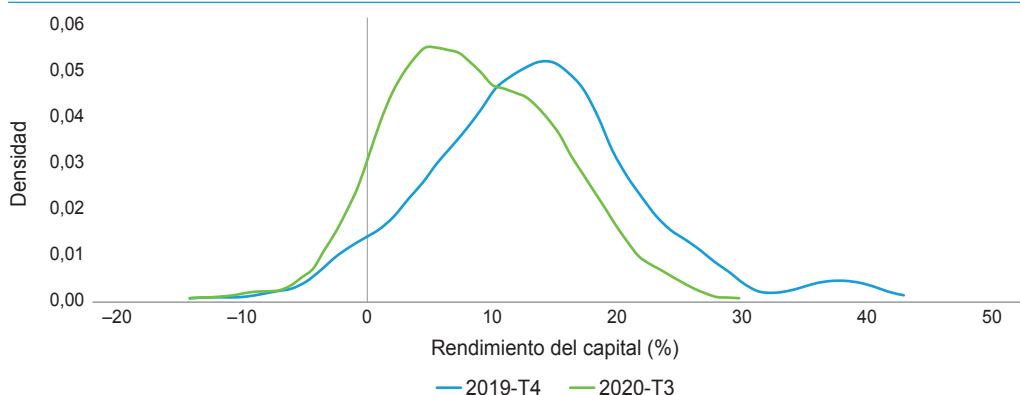
Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

Nota: El gráfico recoge la distribución de los préstamos no rentables de diferentes bancos individuales. Las distribuciones están truncadas en la media más y menos dos desviaciones estándar.

GRÁFICO 5.9 • Distribución de las provisiones para préstamos no rentables

Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

Nota: El gráfico recoge la distribución de provisiones por pérdidas de créditos en relación con el total de préstamos en diferentes bancos individuales. Las distribuciones están truncadas en cero y en la media más dos desviaciones estándar.

GRÁFICO 5.10 • Distribución del rendimiento del capital propio en diferentes bancos en la región

Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

Nota: El gráfico recoge la distribución del rendimiento del capital propio en diferentes bancos individuales. Las distribuciones están truncadas en la media más y menos dos desviaciones estándar.

Mientras que el ingreso neto se recuperó en algunos bancos en el tercer trimestre de 2020, la distribución del rendimiento del capital propio mostró un claro desplazamiento a la baja (Gráfico 5.10). En particular, más bancos reportaron rendimientos negativos en el tercer trimestre de 2020 en comparación con finales de 2019.

Balances de los bancos

La sección anterior apuntó cambios específicos en los balances de los bancos. El Gráfico 5.11 presenta una representación esquemática de la composición del balance del banco medio

y el banco de media ponderada (utilizando los activos como ponderaciones) con todas las cifras expresadas como porcentaje de los activos.

Por el lado de los activos, los títulos de deuda han aumentado notablemente en relación con los préstamos. El aumento se debió en gran parte a un aumento de la deuda emitida por el gobierno del país donde está localizado el banco, que creció del 14% al 16% de los activos totales para el banco de media ponderada. El total de valores para el banco de media ponderada representaba hasta el 30% del total de activos hacia finales del tercer trimestre.

Por el lado de los pasivos, los depósitos crecieron como porcentaje de los activos a pesar de que los activos también crecieron (ver Gráfico 5.11). La deuda cayó como porcentaje de los activos tanto para el banco medio como para el banco de media ponderada. El capital aumentó en términos de la moneda local, pero dado que los activos también aumentaron, el capital como porcentaje de los activos disminuyó. La composición del capital también cambió, con un declive del capital de nivel 1 y el capital de nivel 2 de menor calidad aumentó algo como porcentaje del capital total.

El contexto actual presenta diversos riesgos. El aumento de los bonos del gobierno en los activos de los bancos vincula los riesgos del sector bancario más estrechamente con la sostenibilidad de la deuda. En países donde se requiere un ajuste fiscal para asegurar la sostenibilidad, las dudas acerca de este proceso pueden generar

GRÁFICO 5.11 • Representación esquemática del balance general de los bancos

	Promedio ponderado por activos		Mediana	
	2019-T4	2020-T3	2019-T4	2020-T3
(Valores representados como porcentaje del total de activos)				
Efectivo	7,8	8	11	11,2
Títulos	27	30,7	12,5	14,1
Préstamos	57	54,4	66,1	62,8
Otros activos	8,3	6,9	10,4	11,9
Total de activos	100	100	100	100
Depositos	61,2	62,3	68,8	69,5
Deuda	19,4	18,4	10,8	9
Otros pasivos	8,7	9,6	9,5	11,3
Total Pasivos	89,3	90,3	89,1	89,8
Patrimonio	10,6	9,7	11,2	10,6
Memo:				
Capital de nivel 1 (% de total de capital)	85,8	84,9	88,9	87,5
Capital de nivel 2 (% de total de capital)	14,8	16	19	20
Activos ponderados por riesgo (% de total de capital)	69,6	64,6	70,9	66,5

Fuente: Cálculos del BID basados en los datos de Standard & Poor's.

preocupación a propósito de la solvencia de los bancos. Esos riesgos generalmente no se reflejan en el cálculo típico de los activos en riesgo, siguiendo las recomendaciones de Basilea, dado que el supuesto es normalmente que los bonos del gobierno emitidos en moneda local tienen una ponderación de riesgo cero.⁷ Sin embargo, el riesgo se puede reflejar en los mercados bursátiles, los ratings de los bancos y los costos de financiamiento.

Un segundo riesgo es la expansión de los depósitos dado el aumento de la demanda de liquidez y una menor dependencia de la deuda a largo plazo. El reciente crecimiento de los depósitos probablemente refleja incertidumbre más que una mayor cantidad de transacciones. Puede que algunos inversores opten por un *carry trade* —endeudarse a tasas muy bajas en dólares e invertir en tasas de interés más altas en moneda local. Si surgen preocupaciones a propósito de riesgos financieros o fiscales, o si suben las tasas de interés de Estados Unidos, algunos depósitos pueden desaparecer rápidamente. Los grandes depósitos de las empresas preocupan particularmente dado que tienden a ser los más susceptibles de riesgo de fuga. Dependiendo de la evolución en el lado de los activos, esto podría crear problemas de financiamiento para los bancos comerciales, que los bancos centrales pueden verse obligados a abordar.

Un tercer riesgo proviene del aumento potencial de los préstamos no rentables a medida que el crecimiento siga siendo bajo, que los programas de garantías y de aplazamiento expiren y que venza el pago de los préstamos aplazados. Teniendo en cuenta el banco medio, la cartera de préstamos es cerca del 63% de los activos, mientras que el capital total más provisiones representan cerca del 12%. Es necesario tener en cuenta numerosos detalles y parámetros, pero suponiendo un valor de recuperación del 50%, un cálculo aproximado sugiere que, si el 10% de los préstamos se vuelven no rentables, esto mermaría cerca de una cuarta parte del capital del banco (cerca del 3% de los activos). Si mitigan este riesgo, los bancos pueden encontrarse en una posición para seguir construyendo amortiguadores, suponiendo que el ingreso neto es positivo y que la política de dividendos sigue siendo conservadora. Será importante monitorear estrechamente estos riesgos en los meses que vienen.

Estimación de la probabilidad de escasez de capital

Los datos de los balances pueden proporcionar un panorama de la salud de un banco en un momento del tiempo. Sin embargo, el cambio de las normas de reporte y las políticas sobre provisiones implica que los ratios contables pueden producir métricas poco fiables de los riesgos a los que se enfrentan los bancos. Además, los datos de los balances sólo están disponibles con un rezago.

⁷ Ver Beck y Rojas-Suárez (2019) para un debate.

Ciertos indicadores de riesgo también se pueden generar a partir de los precios de mercado. Los analistas bancarios pueden tener mejor información, y si los participantes del mercado bursátil actúan según su evaluación rigurosa de los riesgos, los datos que surgen de los mercados de capital pueden producir una visión complementaria útil y prospectiva del riesgo del sector bancario. Aunque los indicadores de riesgo de mercado no resultaron anticipatorios la crisis financiera global, se podría decir que aquel fue un período inusual en el que surgieron riesgos importantes debido a los instrumentos complejos, opacos y extrabursátiles, y al hecho de que las exposiciones de los bancos no eran suficientemente conocidas. Los principales riesgos a los que se enfrentan los bancos en América Latina y el Caribe actualmente pertenecen más a una variedad de crédito tradicional. Aun así, estos indicadores sólo serán tan precisos como la información disponible para los participantes del mercado bursátil.

Los modelos de riesgo basados en acciones se han convertido en un elemento estándar de la caja de herramientas para los analistas de riesgo. Estos modelos se basan en la teoría de la determinación del precio y consideran el valor de la empresa (o del banco, en este caso) como similar a una opción de compra sobre los activos de la empresa.⁸ Se propone un proceso aleatorio para el ratio de activos/pasivos del banco, y se puede derivar una fórmula para la probabilidad de que el valor de los activos del banco como ratio en relación con los pasivos, caiga por debajo de un umbral en un período de tiempo determinado.

Siguiendo la literatura de finanzas, a menudo se supone que esto activa un evento de impago. En lo sucesivo, esto se denomina *escasez de capital*. Por lo tanto, la probabilidad de un evento de ese tipo es la probabilidad de que el valor de los activos de un banco caiga por debajo de este umbral. Aun así, la administración del banco y las autoridades regulatorias probablemente reaccionarán antes de ese momento e implementarán políticas para rectificar la situación. Además, se puede proporcionar apoyo financiero público, o el banco puede buscar ayuda de su casa matriz, o de otros bancos, o ser objeto de una adquisición lo que evitaría que se produzca el evento de impago. En ese caso, lo mejor es pensar en las probabilidades estimadas como un indicador de riesgo de mercado, de una potencial escasez de capital, que podría propiciar medidas correctivas. Una manera de pensar en ellas es como un tipo de rating crediticio en tiempo real.

El valor estimado del banco y la probabilidad de una escasez de capital son funciones de un conjunto limitado de parámetros que se pueden medir a partir de los datos, a saber, la capitalización de mercado del banco, los pasivos del banco (que se suponen fijos) y el plazo especificado (ver Perraudin, Powell y Yang, de próxima publicación).

La base de datos contiene información sobre 39 bancos en seis países. Los bancos incluidos son las instituciones bancarias más grandes en esos países y algunas subsidiarias

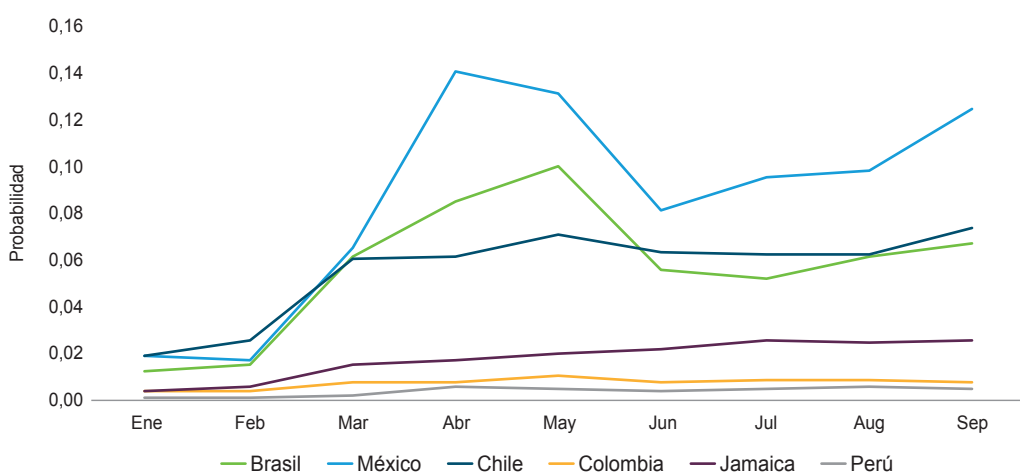
⁸ Ver cualquier buen texto sobre finanzas como Hull (2015) para un debate sobre la determinación de precios; Merton (1974) es la referencia clásica para la aplicación de esos modelos en la valoración empresarial.

extranjerías y bancos públicos que cotizan en el mercado bursátil nacional. Se estiman probabilidades a cinco años y se supone que el valor de activación de la escasez de capital es cuando el valor de los activos cae por debajo del 97% del valor de los pasivos. Los datos empleados incluyen la capitalización de mercado diaria de cada banco (derivada de la suma de todos los tipos de acciones) y los pasivos de cada banco, que se obtienen del balance del banco al comienzo del período. Los valores de las acciones son corregidos por el pago de dividendos.⁹

Las probabilidades estimadas de escasez de capital se ilustran en el Gráfico 5.12 para países seleccionados. Las probabilidades promedio se calculan para cada país ponderadas por los activos del banco. En comparación, para una muestra de bancos en Europa, las probabilidades similares aumentaron hasta cerca del 7% en marzo de 2020 y luego cayeron hasta aproximadamente el 5%. Según estas medidas, el riesgo aumentó significativamente cuando estalló la crisis de la COVID-19, sobre todo en Brasil, Chile y México. Posteriormente, estos indicadores de riesgo disminuyen a medida que las bolsas se recuperan, pero comienzan a subir nuevamente más tarde en la muestra.

Las probabilidades estimadas dependen de las características del banco. Existe una relación inversa notable entre el tamaño del banco y el riesgo estimado. Los bancos

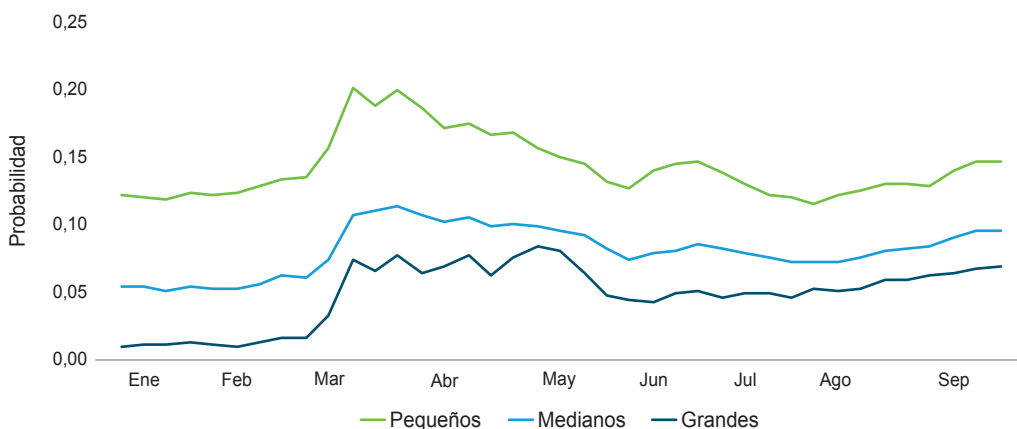
GRÁFICO 5.12 • Riesgo de escasez de capital de los bancos (2020)



Fuente: Perraudin, Powell y Yang (de próxima publicación).

Nota: El gráfico describe el promedio ponderado en función de pasivos para una selección de bancos que cotizan en bolsa en cada país, de la probabilidad de escasez de capital después de la aplicación de un modelo similar al de Merton (1974).

⁹ Los procesos de los precios del mercado de capitales se estiman utilizando un modelo de precios de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés) y empleando la cartera de acciones global de MSCI como una cartera de mercado. Los procesos estocásticos implicados se estiman utilizando técnicas de máxima verosimilitud (ver Perraudin, Powell y Yang [de próxima publicación] para más detalles).

GRÁFICO 5.13 • Riesgo de escasez de capital por tamaño del banco (2020)

Fuente: Perraudin, Powell y Yang (de próxima publicación).

Nota: El gráfico ilustra la probabilidad ponderada en función de pasivos del valor de mercado de que los activos de un banco caigan por debajo de un valor umbral para bancos seleccionados que cotizan en bolsa categorizados por sus pasivos totales.

pequeños (menos de USD 10.000 millones en pasivos) tienen un riesgo estimado más alto que los bancos medianos (pasivos de entre USD 10.000 millones y USD 50.000 millones) mientras que los bancos de tamaño medio tienen un mayor riesgo estimado que los bancos grandes (pasivos que superan los USD 50.000 millones). Las tres líneas despliegan un patrón similar, con una subida brusca en la probabilidad de carencia de capital en marzo de 2020, seguida de una caída y luego una tendencia al alza más gradual hacia el final de la muestra.

No es sorprendente que estos indicadores de riesgo aumentaran cuando se desató la crisis en marzo, dada la disminución de las cotizaciones del mercado bursátil. Quizá tiene más interés la reducción posterior de esas probabilidades y la tendencia gradual al alza evidente hacia el final del período. Resulta difícil evaluar cuán precisas son estas medidas de riesgo dado que dependen de la información que tienen los participantes del mercado bursátil y el supuesto subyacente es que los mercados bursátiles reflejan los fundamentos. Aún así, dada esta tendencia al alza, las autoridades tendrán que monitorear todos los indicadores de riesgo del sector bancario en los próximos meses.

Conclusiones

El sistema bancario comenzó la crisis con altos ratios de capital y liquidez. Las políticas de apoyo han contribuido a moderar el shock pero probablemente ocultan los riesgos. Los ingresos de los bancos han soportado un duro golpe, aunque las políticas de dividendos conservadoras han permitido a algunos bancos aumentar las provisiones y el capital. Los ratios de capital regulatorio han aumentado pero esto también refleja el aumento de los

títulos públicos en los balances de los bancos y la correspondiente caída de las ponderaciones de riesgos, a pesar de la alta incertidumbre generada por la pandemia.

La combinación de políticas de apoyo e intervenciones regulatorias puede estar creando una falsa sensación de seguridad con respecto a los riesgos para la estabilidad financiera. Como se ha visto en este capítulo, los indicadores de mercado del riesgo bancario han aumentado en los últimos meses a pesar de que muchos bancos presentan lo que parecen ser balances sólidos. Esta aparente falta de conexión entre los indicadores de riesgo que surgen del balance y las percepciones del mercado es preocupante y puede aumentar a menos que las políticas se adapten.

La experiencia de numerosos episodios anteriores (incluidas la crisis de ahorro y préstamos en Estados Unidos, los problemas del sistema bancario en Japón, así como las crisis anteriores en la región) nos dice que la flexibilidad regulatoria contribuye a moderar los shocks, pero que tiende a aumentar las pérdidas eventuales.¹⁰ Los análisis recientes advierten de los peligros de estas políticas en el contexto actual en América Latina y el Caribe y en otros países.¹¹

Los préstamos no rentables han comenzado a aumentar en algunos países y probablemente aumentarán más a medida que expiren más préstamos aplazados. Esto es de prever y los bancos tienen importantes amortiguadores para esas situaciones. La prolongación de la flexibilidad se volverá menos efectiva y más peligrosa en los próximos meses. Cuando sea factible, será preferible desplazarse hacia una mayor transparencia y permitir que las pérdidas se reflejen en los balances de los bancos. Si se comunica de una manera que indique que hay un plan de recuperación en marcha, esto será más creíble y probablemente menos riesgoso que limitar la transparencia, que puede agravar los problemas eventuales.

Los programas de garantías han contribuido a mantener el crédito fluyendo, pero la aceptación ha sido diversa; en los próximos meses, habría que pensar en instrumentos nuevos. Las garantías sobre los préstamos son más adecuadas cuando se contiene el riesgo, y los niveles de deuda no son demasiado altos.¹² Cuando hay mucha incertidumbre, o cuando los niveles de deuda ya son altos, debería pensarse en instrumentos alternativos.¹³ Un instrumento semejante a un instrumento de capital permitiría al sector público disponer de un potencial al alza y no sólo de una contención del riesgo a la baja.¹⁴ Los mecanismos de apoyo que aprovechan el conocimiento que los bancos tienen de los clientes de los bancos pero que no añaden más deuda a los balances de las empresas, serían una incorporación valiosa en la caja de herramientas de las políticas financieras. Aun así, los

¹⁰ Ver, por ejemplo, Brown y Dinç (2011), Caballero, Hoshi y Kashyap (2008) y Peek y Rosengren (2005).

¹¹ Ver Baer (2020), Cooper *et al.* (2020), Fitch Ratings (2020), y Powell y Rojas-Suárez (2020).

¹² Ver Blanchard, Philippon y Pisani-Ferry (2020) para un debate sobre los programas de garantías como parte de la mezcla de políticas.

¹³ Hanson *et al.* (2020) mencionan esto en el contexto de Estados Unidos.

¹⁴ Ver Powell y Rojas-Suárez (2020).

países deberían considerar atentamente las instituciones y mecanismos adecuados para proporcionar el tipo de apoyo que puede proteger el uso de fondos públicos, así como los derechos de propiedad del sector privado.

Las autoridades tendrán que monitorear los riesgos del sector financiero atentamente en los próximos meses. La inestabilidad financiera sólo añadiría a los problemas a los que se enfrenta la región. Mantener la estabilidad financiera es una necesidad para que los bancos jueguen un rol constructivo proporcionando crédito a empresas viables y nuevas y en aras de una recuperación económica saludable y sostenible.

CAPÍTULO 6

Los balances corporativos y los primeros indicios de reasignación

El shock de la COVID-19 dejó repentinamente a numerosas empresas con flujos de caja limitados o nulos para cubrir los costos operativos, pagar obligaciones de deuda o continuar con los planes de inversión. Su respuesta fue intentar restablecer la liquidez recaudando efectivo de fuentes disponibles y construyendo amortiguadores con el fin de evitar una crisis de duración desconocida. Los programas de ayuda desplegados por los bancos centrales y los gobiernos contribuyeron a moderar la súbita escasez de liquidez. Además de proporcionar un apoyo muy necesario de liquidez, las medidas de financiamiento de emergencia impidieron una ola más dañina de restructuraciones de la deuda y quiebras en el sector corporativo de la región (ver Capítulos 4 y 5). Sin embargo, la inversión sigue siendo escasa y la salud de los balances de las empresas se ha deteriorado.

Este capítulo proporciona una visión general sobre cómo la crisis de la COVID-19 y la respuesta de las empresas afectaron sus balances. La visión general es selectiva porque se basa en información de los balances sólo de las empresas que cotizan en los mercados bursátiles locales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Sin embargo, estas son algunas de las empresas más grandes y con menos limitaciones financieras en la región. Por lo tanto, los impactos de los shocks de la COVID-19 en los balances de estas empresas son probablemente el límite inferior de los efectos observados en el espectro más amplio de empresas.

Cuando el shock de la COVID-19 golpeó de lleno los mercados financieros en marzo, las cotizaciones del mercado bursátil en la región se desplomaron. Desde entonces se han recuperado, apoyadas por el contexto de bajas tasas de interés y por el excelente desempeño de las empresas de tecnología. Sin embargo, la recuperación ha variado entre sectores. A su vez, la diferencia en las cotizaciones es una señal de la percepción que tiene el mercado de las posibles reasignaciones a nivel sectorial después de la pandemia, donde las empresas de tecnología emergen como claras ganadoras y se espera que otros sectores, entre los cuales la minería y las manufacturas intensivas en capital, tengan buenos resultados en el contexto de la post pandemia.

Medidas de desempeño de las empresas durante la COVID-19

Los shocks de la oferta y la demanda provocados por el confinamiento obligatorio generaron una fuerte disminución de los ingresos y los beneficios de las empresas. Las tasas de beneficios disminuyeron del 13% en 2018–19 al 10% en el primer trimestre de 2020 y al 5% en el segundo trimestre de 2020, antes de recuperarse con fuerza hasta el 15% en el tercer trimestre de 2020 (ver Gráfico 6.1, panel A). Sin embargo, los promedios (ponderados en función de activos) son impulsados en gran medida por el buen desempeño de las empresas brasileñas. En Chile, Colombia, México y Perú, las tasas de beneficios se desplomaron hasta prácticamente 0%, o incluso fueron ligeramente negativas en el segundo trimestre de 2020, mientras que las empresas brasileñas registraron un promedio de 7%. Por el lado positivo, la recuperación en el tercer trimestre fue fuerte y se produjo en los cinco países analizados (ver Gráfico 6.1, panel B).

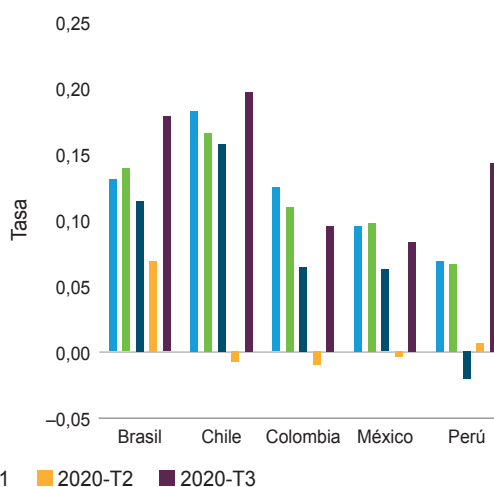
La fuerte disminución de los beneficios fue impulsada por la caída aún más fuerte de las ventas en relación con los costos variables de las empresas. Numerosas empresas pudieron contener algunos costos variables despidiendo a trabajadores, recortando los gastos de insumos intermedios o refinanciando créditos. Los ingresos de las empresas (ventas) cayeron en aproximadamente un 10% en términos reales en el segundo trimestre —el peor de la pandemia— una cifra comparable con el declive durante la crisis financiera global en 2009 (ver Gráfico 6.2, panel A).

GRÁFICO 6.1 • Tasas de beneficio promedio en empresas que cotizan en bolsa

A. Tasa de ganancias por región

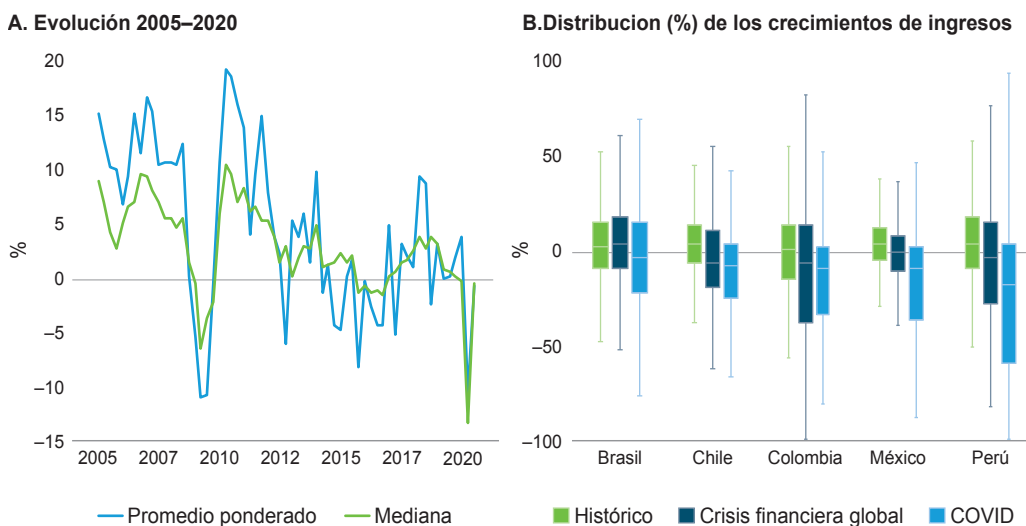


B. Tasa de ganancias en países seleccionados



Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

Nota: Se incluyen las empresas de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La tasa de beneficios se define como el ratio de beneficios/ingresos, donde los beneficios son el resultado de los ingresos menos los costos totales (incluyendo el costo de los productos vendidos, los gastos de capital y los gastos de ventas, generales y administrativos). Los gráficos muestran las tasas de beneficios (ponderadas en función de activos) de diferentes empresas no financieras que cotizan en bolsa para cada país o grupo.

GRÁFICO 6.2 • Crecimiento del ingreso: período histórico versus trimestres de la COVID-19

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

Nota: Se incluyen las empresas de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. El crecimiento del ingreso de las empresas (%) es la tasa de crecimiento anual de los ingresos trimestrales totales en unidades de la moneda local real (deflactado por el IPC) de 2015. El panel A muestra la evolución media y ponderada en función de activos de las tasas de beneficios de las empresas no financieras que cotizan en bolsa. El panel B muestra la distribución de las tasas de crecimiento anual de los ingresos trimestrales de las empresas en moneda local de las empresas no financieras que cotizan en bolsa, en cada período y país. La caja en el panel B representa el 50% intermedio de las tasas de crecimiento para cada país; la mediana, mostrada como la línea que divide la caja en dos partes, marca el punto medio de los datos. El período histórico en el panel B comprende el período que va del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2020, excluyendo la crisis financiera global. La Gran Crisis Financiera comprende el tercer trimestre de 2008 hasta el segundo trimestre de 2009; COVID-19 comprende el segundo y tercer trimestre de 2020.

El impacto del shock en los ingresos de las empresas se puede ilustrar observando la distribución (frecuencias) del cambio en los ingresos durante un periodo histórico largo (del primer trimestre de 2000 al primer trimestre de 2020) en comparación con los trimestres de la COVID-19 (segundo y tercer trimestre de 2020).¹ Durante el período histórico, la tasa de crecimiento promedio anual de los ingresos en los cinco países fue del 3,6%; durante los trimestres de la COVID-19, el crecimiento anual medio fue de -10%.

El panel B del Gráfico 6.2 presenta resultados análogos desglosados por país. Durante la COVID-19, en los cinco países analizados, se produjo una disminución significativa de la distribución del crecimiento del ingreso y un aumento del riesgo idiosincrático. La mediana muestral del incremento del ingreso cambió de positivo (en tiempos normales) a negativo en los cinco países, y la *middlebox* (caja intercalada) que representa

¹ Se considera que el primer trimestre de 2020 es considerado dentro del período de referencia porque la mayoría de los países adoptaron fuertes restricciones después de que la Organización Mundial de la Salud declarara la existencia de una pandemia de coronavirus en marzo de 2020.

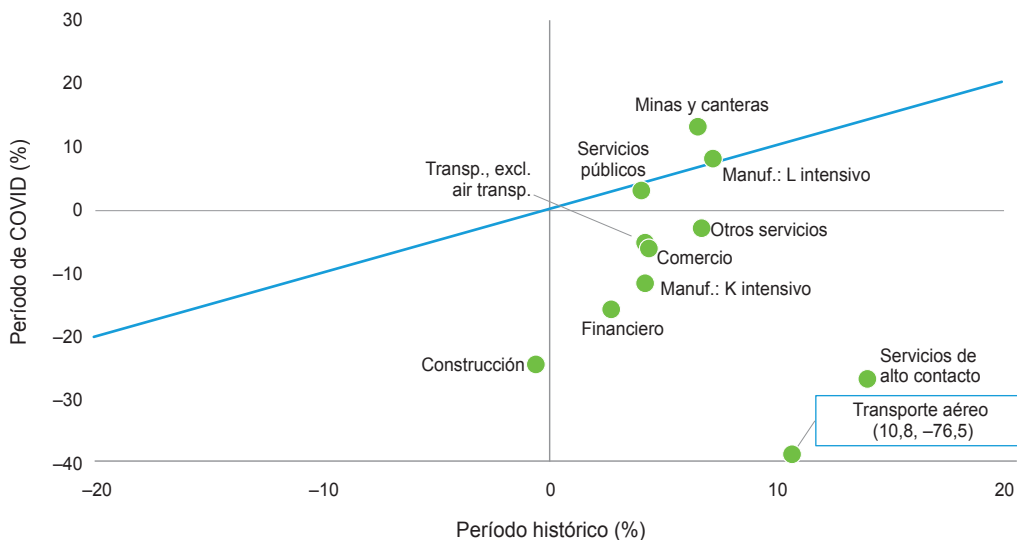
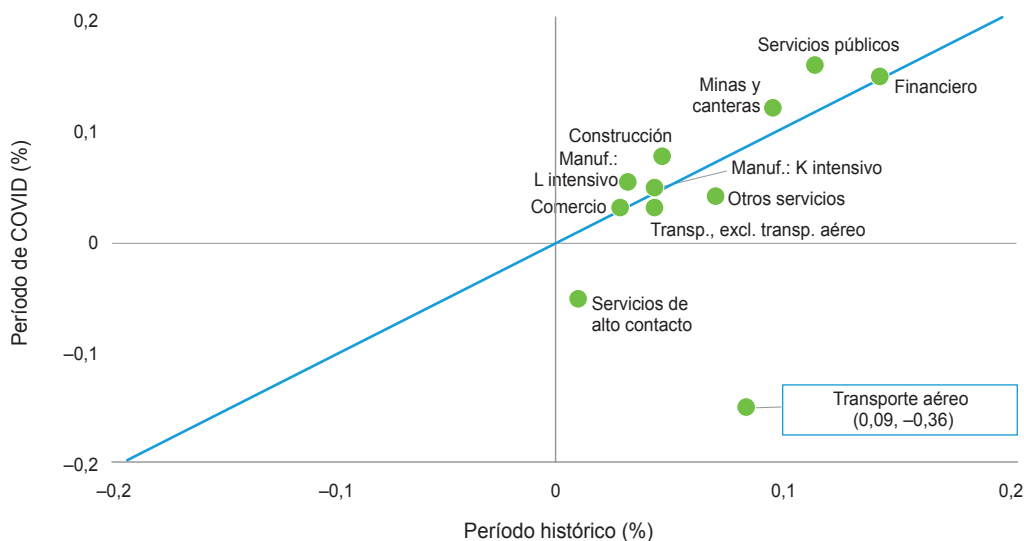
las observaciones de las empresas entre los percentiles 25º y 75º, se desplazó casi por completo a valores negativos, con la excepción de Brasil. En comparación con tiempos normales, Perú sufrió la mayor caída del crecimiento medio del ingreso y el mayor aumento de la incertidumbre, mientras que Brasil tuvo resultados comparativamente mejores que el resto de los países analizados. Se podría decir que los resultados de los cinco países reflejan las diferentes intensidades con las que se impusieron los confinamientos, así como la efectividad de otras políticas sanitarias y económicas. En comparación con la crisis financiera global, la caída media del crecimiento del ingreso fue mayor en todos los países durante el shock de la COVID-19, y la distribución de los resultados fue más dispersa, excepto en Colombia, lo que sugiere que las empresas enfrentaron una mayor volatilidad que en la crisis anterior.

Los efectos de la crisis sanitaria han sido heterogéneos entre los sectores económicos. El Gráfico 6.3 resume el promedio (ponderado) del crecimiento del ingreso y las tasas de beneficio de diferentes empresas en sectores económicos, comparando un promedio histórico prolongado (2000 — primer trimestre de 2020) con los trimestres de la COVID-19. Los sectores por debajo de la línea de 45 grados, que comprende la mayoría de los sectores, tuvieron peores resultados durante los trimestres de la COVID-19, con las notables excepciones de la explotación de minas y canteras y las manufacturas intensivas en mano de obra. Los ingresos disminuyeron drásticamente en el transporte aéreo (-77%) y en los servicios con un alto grado de contacto (-27%), que comprenden restaurantes, hoteles, cines, museos, recreación y educación. A su vez, los ingresos en construcción, finanzas y manufacturas intensivas en capital disminuyeron un 25%, 17% y 12%, respectivamente durante los trimestres de la COVID-19 (ver Gráfico 6.3, panel A).

Sin embargo, el panorama parece algo mejor a través del lente de las tasas de beneficios porque los costos variables también fueron ajustados a la baja. El transporte aéreo y los servicios con un alto grado de contacto siguen siendo las industrias más afectadas, y arrojaron tasas de beneficios negativos durante el segundo y tercer trimestre de 2020. Sin embargo, la mayoría de los demás sectores están situados en o cerca de la línea de 45 grados. Notablemente, los sectores de construcción y finanzas consiguieron mantener las tasas de beneficios, en promedio, lo cual señala la capacidad del sector para disminuir los costos variables en un contexto de caída del ingreso (ver Gráfico 6.3, panel B).

Instrumentos de la deuda corporativa y aumento del apalancamiento

Las empresas en todo el mundo han recaudado grandes cantidades de dinero de fuentes públicas y privadas para hacer frente a los confinamientos sin romper las valiosas relaciones entre trabajadores, empresas, proveedores y consumidores. Como consecuencia, las medidas de la deuda de las empresas han aumentado en todo el mundo.

GRÁFICO 6.3 • Ingreso y beneficios por sector económico**A. Crecimiento de ingresos****B. Tasa de ganancias**

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

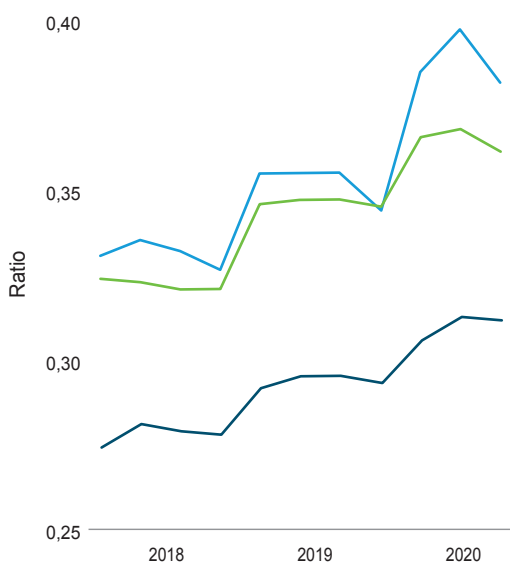
Nota: Se incluyen las empresas de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La tasa de beneficio se define como el ratio de beneficios/ingreso, donde los beneficios se calculan como el ingreso menos los costos totales (incluidos el costo de los productos vendidos, los gastos de capital y los gastos de venta, generales y administrativos). El panel A muestra los pares de ingreso/tasa de crecimiento (ponderado en función de activos) del período por sector económico. El panel B ilustra las medias de los pares de las tasas de beneficios de las empresas por sector económico del período. La clasificación sectorial se basa en el código US SIC de dos dígitos. Los paneles A y B incluyen una línea de referencia de 45 grados. Los servicios con un alto grado de contacto incluyen restaurantes, hoteles, cines, museos, recreación y educación. Otros servicios comprenden servicios comerciales, legales y sociales; Manuf.: K intensivo incluye manufacturas intensivas en capital (productos químicos, petróleo, metal, electrónica y equipos de transporte); Manuf.: L intensivo comprende las manufacturas intensivas en mano de obra (alimentación, industria textil, mueble, papel y otras). Se excluyen la agricultura, la silvicultura y la pesca debido al tamaño pequeño de la muestra. El histórico corresponde al período 2000-primer trimestre de 2020; COVID-19 corresponde al segundo y tercer trimestre de 2020.

Antes de la pandemia, las medidas de apalancamiento en los países de América Latina eran, en promedio, similares a las de Estados Unidos. Sin embargo, durante 2020, el apalancamiento de las empresas ha aumentado significativamente más en los países de América Latina que en el resto del mundo. El promedio del ratio deuda/activos aumentó de 0,35 a 0,4 en sólo dos trimestres (del cuarto trimestre de 2019 al segundo trimestre de 2020) mientras que en Estados Unidos alcanzó un máximo de sólo 0,32 (ver Gráfico 6.4, panel A).

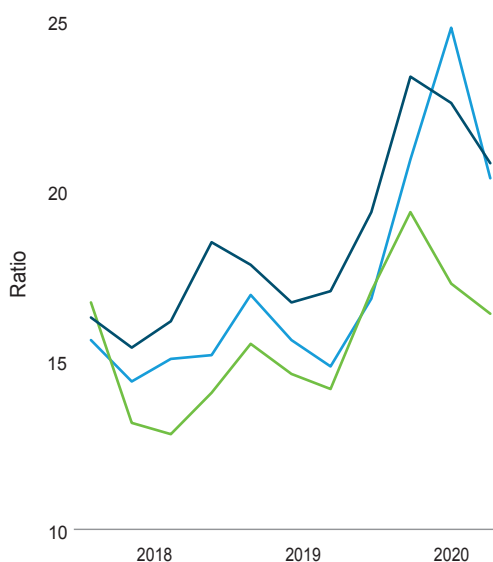
De la misma manera, la relación deuda/EBITDA² —un ratio alternativo de la deuda normalizado por los flujos de caja— aumentó aún más bruscamente en América Latina en relación con Estados Unidos o con el índice Global, de 17x en el cuarto trimestre de 2019 a un 25x sin precedentes en el segundo trimestre de 2020, para recuperarse parcialmente hasta 21x hacia finales del tercer trimestre de 2020 (ver Gráfico 6.4, panel B). Como referencia de largo plazo, el ratio deuda/EBITDA en esos cinco países fue de un promedio de 14x en el período 2000-2019, y el pico que se registró durante la gran crisis financiera de 2008-09 fue de 21x. Las dificultades financieras, medidas por el ratio

GRÁFICO 6.4 ● Medidas de apalancamiento de diferentes empresas que cotizan en bolsa

A. Deuda/activos



B. Deuda/EBITDA^a



— América Latina — Estados Unidos — Global

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

Nota: Los paneles A y B ilustran los ratios ponderados en función de activos en diferentes empresas no financieras que cotizan en bolsa en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, más las empresas de S&P Global BMI (excluyendo América Latina).

^a EBITDA: Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

² EBITDA: Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

deuda/EBITDA aumentaron más en los países de América Latina que en otras regiones (ver Gráfico 6.4, panel B).

El aumento del apalancamiento es generalizado en diferentes sectores económicos y países (ver Cuadro 6.1). El transporte aéreo es de lejos el sector que comenzó la pandemia con el ratio más alto de deuda/activos (promedio de 0,42) y también es la industria con el mayor aumento (50%) entre el promedio de antes de la pandemia y el segundo y tercer trimestre de 2020. Otros sectores con un apalancamiento inicial alto y grandes aumentos del apalancamiento durante la COVID-19 son el comercio mayorista y minorista, otros transportes y servicios con un alto grado de contacto. Con algunas excepciones, los mismos patrones sectoriales rigen para Estados Unidos y para el índice Global en el Cuadro 6.1. Al comparar las regiones, el aumento del apalancamiento en diferentes sectores generalmente es mayor en América Latina que en el resto del mundo, sobre todo en los sectores más apalancados.

Para lidiar con la escasez de liquidez, las empresas han recurrido a los créditos bancarios y los títulos de deuda (bonos). Durante la última década, el sector corporativo

CUADRO 6.1 • Aumento del apalancamiento (deuda/activos) durante la COVID-19

	América Latina			Estados Unidos			Global		
	Histórico	COVID	Ratio	Histórico	COVID	Ratio	Histórico	COVID	Ratio
Transporte aéreo	0,42	0,63	1,50	0,44	0,49	1,12	0,36	0,49	1,37
Comercio	0,31	0,39	1,27	0,37	0,40	1,09	0,22	0,26	1,18
Transp., excl. transporte aéreo	0,34	0,41	1,23	0,40	0,41	1,04	0,34	0,37	1,10
Servicios de alto contacto	0,31	0,35	1,15	0,41	0,53	1,30	0,28	0,36	1,27
Manuf.: K intensivo	0,29	0,32	1,13	0,25	0,25	1,01	0,18	0,18	1,02
Manuf.: L intensivo	0,28	0,30	1,08	0,34	0,37	1,10	0,23	0,24	1,04
Servicios públicos	0,34	0,34	1,02	0,38	0,40	1,06	0,40	0,43	1,07
Construcción	0,31	0,31	1,02	0,33	0,30	0,92	0,20	0,23	1,14
Minas y canteras	0,21	0,21	1,00	0,27	0,31	1,16	0,21	0,22	1,04
Financiero	0,22	0,21	0,95	0,15	0,14	0,95	0,26	0,26	1,00
Otros servicios	0,28	0,23	0,82	0,27	0,30	1,12	0,16	0,15	0,91

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

Nota: El histórico abarca la media del primer trimestre de 2018-primer trimestre de 2020, la COVID-19 comprende la media del segundo trimestre de 2020-tercer trimestre de 2020; el ratio es la media de los ratios de apalancamiento de las empresas en el segundo y tercer trimestre de 2020 dividido por la media del período histórico

$$\left(\frac{\text{apalancamiento}_t}{\text{apalancamiento}_{t-1}} = \frac{2020t2 - 2020t3}{2018t1 - 2020t1} \right)$$

Los servicios con un alto grado de contacto comprenden los restaurantes, hoteles, cines, museos, recreación y educación; otros servicios comprenden servicios comerciales como tecnología de la información y software, así como los servicios legales y sociales, manufacturas: intensivas en capital incluye productos químicos, petróleo, metal, electrónica y equipos de transporte; manufacturas: intensivas en trabajo comprenden la alimentación, la industria textil, del mueble, del papel y otras manufacturas intensivas en trabajo. La agricultura, la silvicultura y la pesca quedan excluidas debido al pequeño tamaño de la muestra.

en América Latina ha dependido cada vez más del financiamiento de bonos (ver Powell, 2014), una tendencia que se ha profundizado durante la crisis de la COVID-19.

Los préstamos bancarios, según la información disponible de una fuente de datos internacional que se centra en préstamos sindicados, aumentaron en USD 37.000 millones, un 37% menos en 2020 en comparación con 2019 (ver Gráfico 6.5, panel A).

En relación con los títulos de deuda, después de la volatilidad de los mercados de bono en marzo, las condiciones de mercado mejoraron progresivamente a lo largo de 2020.³ Entre enero y diciembre, las empresas de América Latina recaudaron USD 131.000 millones mediante la emisión de bonos —un aumento del 12% en relación con el mismo período de 2019. En cuatro de los cinco países analizados, las empresas aumentaron la emisión de bonos en 2020 en comparación con 2019 (102% en Colombia, 58% en Perú, 38% en Chile y 3% en Brasil); México es el único país donde la emisión de bonos corporativos disminuyó (-3%) en el mismo período (ver Gráfico 6.5, panel C).

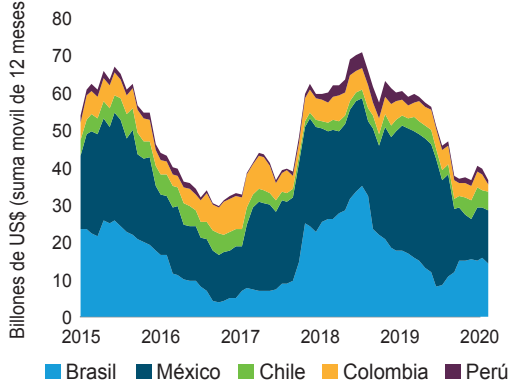
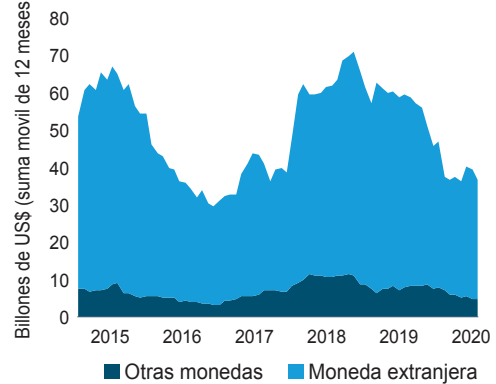
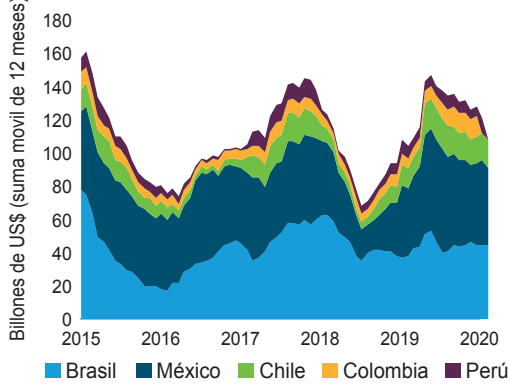
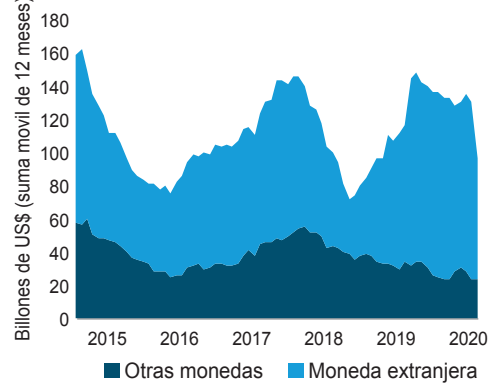
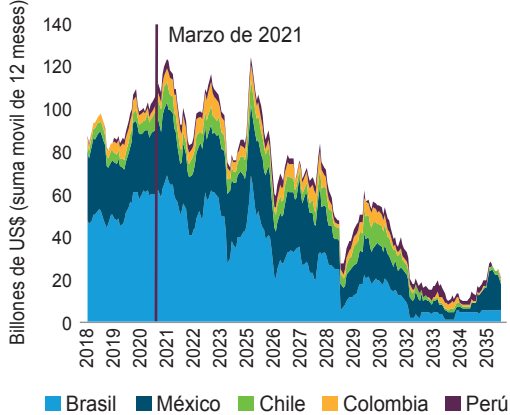
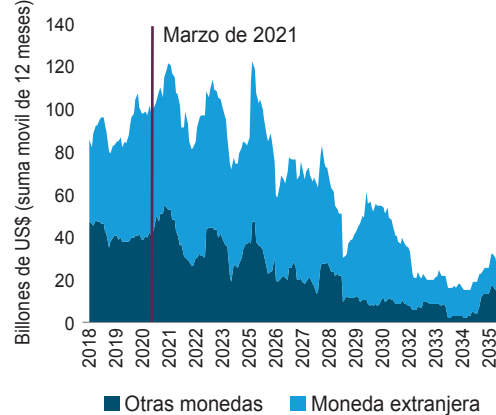
En general, la dependencia del financiamiento mediante bonos, medido como el total de emisión de bonos en relación con los bonos más los préstamos, ha aumentado del 66% de la cuota de los bonos en 2019 al 78% en 2020.

En relación con el calendario de amortización de los bonos emitidos hasta el final de 2020, las empresas se enfrentan a una carga de la deuda de USD 472.000 millones que vencerá antes de 2025 (USD 763.000 millones que vencerá antes de 2030), de los cuales USD 103.000 millones deben pagarse dentro de un año (ver Gráfico 6.5, panel E). Si bien un acceso fluido a los mercados de bonos extranjeros es una señal de fortaleza financiera, también suscita inquietudes porque la deuda denominada en moneda extranjera puede colocar al sector corporativo en una posición de vulnerabilidad ante la depreciación de las monedas nacionales (ver Gráfico 6.5, paneles B, D y F). Aproximadamente el 65% del total de las amortizaciones deberá pagarse en moneda extranjera (ver Gráfico 6.5, panel F). A mediano plazo, los altos niveles de deuda pueden deprimir persistentemente la inversión debido a un problema de sobreendeudamiento.

Inversión corporativa y efectivo precautorio

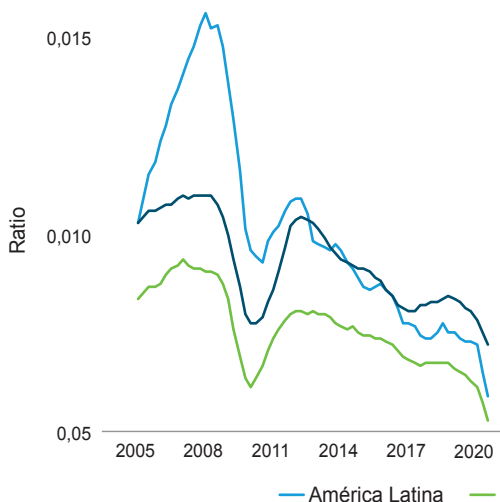
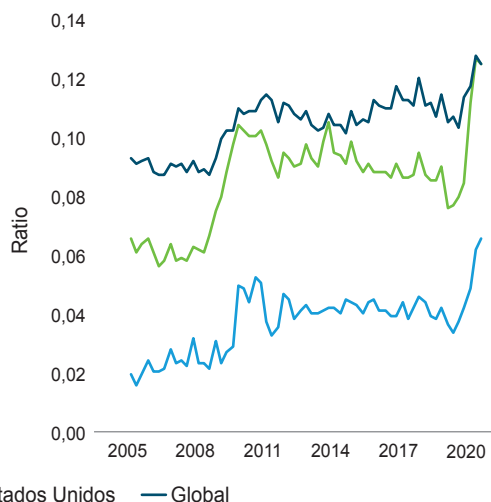
La inversión de las empresas, medidas como el ratio de gastos de capital en relación con los activos totales, ha disminuido sostenidamente en América Latina desde los altos niveles alcanzados durante el súper ciclo de las materias primas y está llegando a mínimos históricos durante la actual pandemia (ver Gráfico 6.6, panel A). En lugar de gastar en capital nuevo, a lo largo de 2020 las empresas que cotizan en bolsa acumularon importantes

³ Datos de calificación crediticia están disponibles para sólo un subconjunto de empresas en la muestra (14%). Entre aquellas empresas, aproximadamente a una de cada cuatro se le rebajó su calificación crediticia al menos una vez durante la pandemia de la COVID-19. La mayoría de esas rebajas se concentraron entre marzo y junio de 2020.

GRÁFICO 6.5 • Crédito corporativo, emisión de bonos y amortizaciones de la deuda**A. Préstamos sindicados y otros préstamos por país****B. Préstamos sindicados por moneda****C. Emisión de bonos por país****D. Emisión de bonos por moneda****E. Amortización de bonos por país****F. Amortización de bonos por moneda**

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos Refinitiv Datastream.

Nota: Frecuencia mensual, la última observación disponible data del 31 de diciembre, 2020. Todos los gráficos muestran volúmenes calculados como el total acumulado de valores emitidos en 12 meses, por nacionalidad del emisor. Préstamos incluye sindicados y otros tipos de préstamos específicos. Las monedas extranjeras en los paneles B, D y F incluyen el dólar de Estados Unidos, el euro, la libra esterlina, el franco suizo y el yen japonés. Otras monedas incluye moneda local y de los otros países de la región. Los paneles E y F suponen que todas las amortizaciones se efectúan al vencimiento del bono.

GRÁFICO 6.6 • Tasas de inversión y tenencia de efectivo**A. Gastos de capital/activos****B. Efectivo y equivalentes/activos**

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

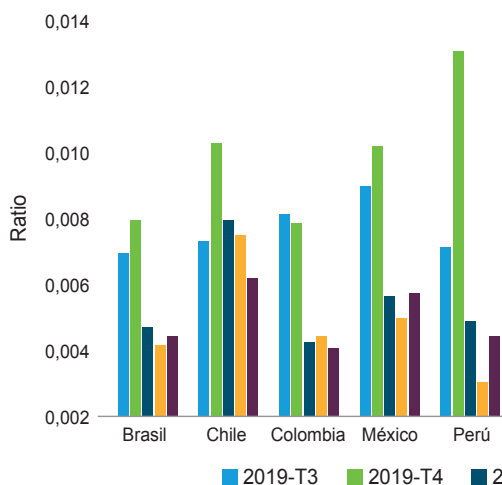
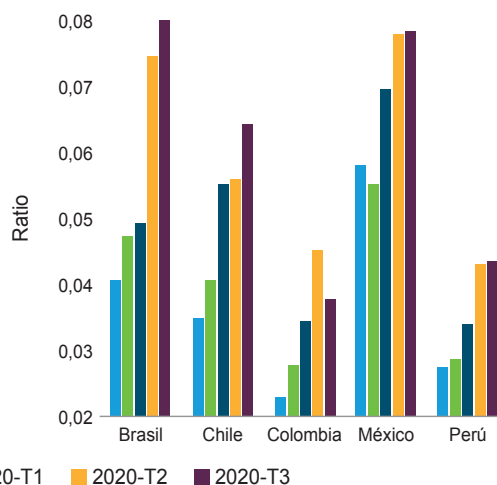
Nota: Los paneles A y B ilustran la media de los ratios a nivel de las empresas en empresas no financieras que cotizan en bolsa en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú y los constituyentes del S&P Global BMI (excluyendo los cinco países de América Latina). Truncado en 0% y 99% de la distribución. El panel A muestra la media del promedio móvil del ratio inversión/activos para moderar la variación estacional.

balances de efectivo para cubrir gastos operativos y prepararse para más pérdidas potenciales ante la incertidumbre de la duración del shock. Se observó un comportamiento similar en todo el mundo (ver Gráfico 6.6, panel B). Por un lado, la precaución de acumular efectivo y posponer los gastos de capital es prevista durante una recesión con altos niveles de incertidumbre. Por otro lado, es muy posible que algunas empresas grandes decidan tener un exceso de efectivo para fines de *carry trade*; en esos casos, las empresas aprovechan los diferenciales de la tasa de interés combinados con la apreciación prevista de las monedas nacionales para obtener ganancias financieras (ver Bruno y Shin, 2017; y Caballero, Panizza y Powell, 2016).

En los países analizados, en Perú se observó la mayor disminución de la inversión corporativa, mientras que Chile tuvo mejores resultados que sus pares (ver Gráfico 6.7, panel A). Brasil y México tuvieron la acumulación más vigorosa de efectivo en la región, con ratios promedio de efectivo/activos que llegaban a cerca del 8%, en comparación con un 6% en Chile y sólo el 4% en Colombia y Perú (ver Gráfico 6.7, panel B).

Ganadores y perdedores: indicaciones de reasignación sectorial

Las valoraciones del mercado bursátil encajaron un fuerte golpe en las primeras etapas de la pandemia, y se recuperaron notablemente hacia finales de 2020. Los precios

GRÁFICO 6.7 • Tasas de inversión y tenencias de efectivo**A. Gastos de capital/activos****B. Efectivo y equivalentes/activos**

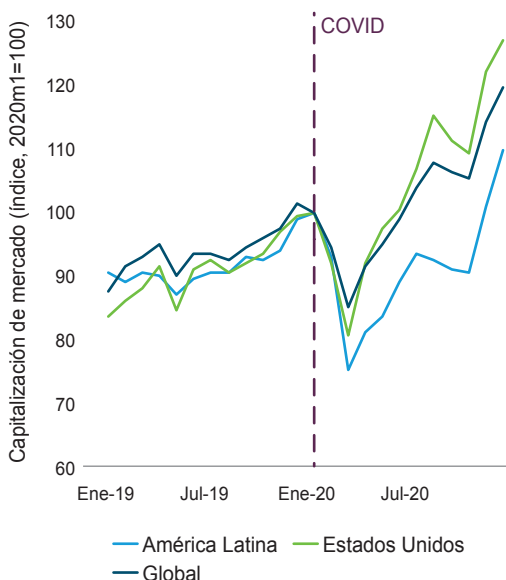
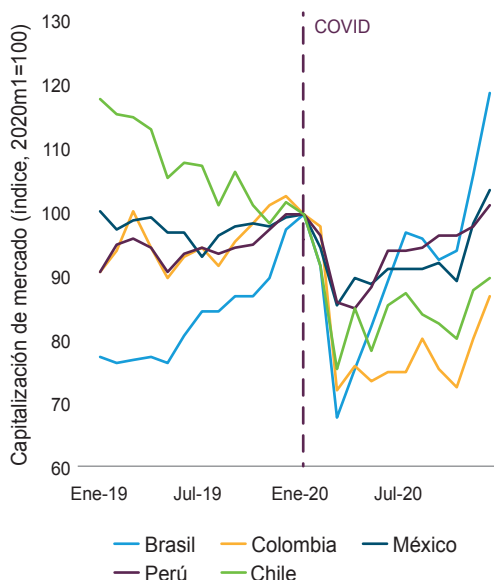
Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

Nota: Los paneles A y B ilustran la media de los ratios a nivel de la empresa en las empresas no financieras que cotizan en bolsa en cada país (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú). Truncado en el 0% y el 99% de la distribución.

actuales de los activos son estimaciones prospectivas de dividendos futuros previstos a nivel de las empresas y, por lo tanto, son indicativos de las perspectivas a mediano plazo durante la recuperación posterior a la COVID en diferentes países y sectores económicos.

Alcanzando un máximo en marzo de 2020, la capitalización de mercado de las empresas de la región disminuyó en promedio un 25% en relación con enero de 2020; esto se compara con una caída del 20% en Estados Unidos y un 15% en el índice Global (ver Gráfico 6.8, panel A). La recuperación de las valoraciones de mercado en América Latina es sistemáticamente más débil que en el resto del mundo, pero todavía es suficiente para superar los niveles anteriores a la COVID-19 hacia finales de 2020. Dentro de la región, Brasil sufrió la disminución más grande de pico a mínimo (32% de enero a marzo); sin embargo, también fue el país con la recuperación más pronunciada, y hacia diciembre llegó al 20% por encima de los niveles anteriores a la COVID-19. Colombia registró la segunda peor caída (28%) y la recuperación más débil del grupo. Las cotizaciones del mercado bursátil se han recuperado por completo en México y Perú mientras que hacia finales de 2020, Chile y Colombia todavía se encontraban un 10% o más por debajo de los niveles pre COVID-19 (ver Gráfico 6.8, panel B).

Los precios de los activos también sugieren fuerzas de reasignación potenciales en diferentes sectores en los próximos años. Por ejemplo, las valoraciones de los activos en el transporte aéreo y los servicios con un alto grado de contacto se desplomaron un 52% y un 46%, respectivamente, entre enero y marzo de 2020 (ver

GRÁFICO 6.8 • Capitalización de mercado por región (enero de 2020 = 100)**A. América Latina relativo a un punto de referencia global****B. Velocidades de recuperación diferenciadas entre países**

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

Nota: La suma de la capitalización de mercado en unidades de moneda local para empresas no financieras que cotizan en bolsa en cinco países de América Latina y los constituyentes de S&P Global BMI.

Cuadro 6.2). Estos sectores también tuvieron las recuperaciones más débiles del grupo: a finales de 2020 se mantuvieron un 18% y 9% respectivamente por debajo de los niveles pre COVID-19.

La caída de las valoraciones de los activos en los sectores de las finanzas, los seguros y el sector inmobiliario también es relativamente grande en diferentes regiones, y la recuperación hacia finales de 2020 también es más débil que en otras industrias, sobre todo en las empresas de América Latina. Por otro lado, utilizando las valoraciones de activos como señales prospectivas de la forma que asumirá la recuperación, las industrias manufactureras intensivas en capital, que incluyen productos químicos, petróleo y manufacturas relacionadas con el metal, la electrónica y similares, han emergido como sectores prometedores en todas las regiones en la economía posterior a la COVID-19.

Respecto a los ganadores relativos entre los sectores, otros servicios, que incluyen los servicios relacionados con la tecnología y los servicios profesionales, experimentaron la mayor recuperación tanto en América Latina como en el resto del mundo, señalando así hacia mejores perspectivas de la economía después de la pandemia. Si bien existen algunas variaciones regionales, otros sectores prometedores en términos de señales del

CUADRO 6.2 • Evolución de la capitalización de mercado por sectores (cambio porcentual)

Sector	Enero a marzo (%)			Enero a diciembre (%)		
	América Latina	Estados Unidos	Global	América Latina	Estados Unidos	Global
Transporte aéreo	-52	-41	-29	-18	4	0
Servicios de alto contacto	-46	-27	-19	-9	17	19
Manuf.: K intensivo	-38	-19	-16	10	31	22
Financiero	-30	-28	-18	-7	1	-4
Otros servicios	-23	-17	-11	28	31	39
Servicios públicos	-21	-22	-15	-4	-8	5
Manuf.: L intensivo	-20	-20	-11	-5	5	29
Comercio	-19	-12	-14	5	36	25
Transp., excl. transporte aéreo	-16	-23	-14	-7	14	1
Minas y canteras	-15	-48	-22	62	-8	15
Construcción	-15	-40	-15	-6	18	-10

Fuente: Cálculos del BID basados en datos de la base de datos S&P Capital IQ.

Nota: Enero a marzo representa el cambio porcentual en la suma de la capitalización de mercado en unidades de moneda local entre enero de 2020 y marzo de 2020; enero a diciembre representa el cambio porcentual en la capitalización de mercado en unidades de moneda local entre enero de 2020 y diciembre de 2020. Los servicios con un alto grado de contacto comprenden los restaurantes, hoteles, cines, museos, recreación y educación; otros servicios comprenden servicios comerciales como tecnología de la información y software, así como los servicios legales y sociales, manufacturas: intensivas en capital incluye productos químicos, petróleo, metal, electrónica y equipos de transporte; manufacturas: intensivas en trabajo comprenden la alimentación, la industria textil, del mueble, del papel y otras manufacturas intensivas en trabajo. La agricultura, la silvicultura y la pesca quedan excluidas debido al pequeño tamaño de la muestra.

precio de los activos a nivel global son el sector manufacturero y el comercio mayorista y minorista (ver columnas 4 a 6, Cuadro 6.2).

El sobreendeudamiento y la inversión corporativa

El apalancamiento de las empresas ha aumentado en la última década y ha alcanzado niveles récord durante la pandemia de la COVID-19. Los altos niveles de deuda corporativa constituyen una preocupación a mediano plazo porque pueden deprimir persistentemente el crecimiento a través de un problema de sobreendeudamiento en el que la carga de la deuda es demasiado grande para que las empresas asuman deuda adicional para financiar oportunidades rentables de inversión (ver Brunnermeier y Krishnamurthy, 2020). Los problemas de sobreendeudamiento tienden a empeorar durante las recesiones dado que las normas de los préstamos bancarios se vuelven más estrictas y la solvencia de las empresas se estanca (ver Blickle y Santos, 2020).

Los resultados de un análisis econométrico sugieren que las empresas con sobreendeudamiento, definidas como empresas con un apalancamiento inicial alto, muestran un

crecimiento de los gastos de capital significativamente más bajo en períodos posteriores. Los resultados se obtienen ampliando el análisis en Blickle y Santos (2020) a una muestra de empresas que cotizan en bolsa en 64 países para la muestra del primer trimestre de 2000 al tercer trimestre de 2020.⁴

Considerando la muestra completa de empresas en todo el mundo, un aumento del ratio deuda/activos de 10 puntos porcentuales se asocia con una disminución de 3,1 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento de los gastos de capital. En otras palabras, mientras que una empresa con el apalancamiento promedio de la muestra de 25% invierte a una tasa de crecimiento anual de 5,1%, una empresa apalancada hasta un 35% (10 puntos porcentuales por encima de la media)⁵ invierte a una tasa anual de sólo el 2%, lo que corresponde al promedio de la muestra de 5,1% menos el efecto de sobreendeudamiento de -3,1%.

La estimación de la submuestra de países de América Latina arroja un coeficiente similar (columna 2, Cuadro 6.3). Sin embargo, el efecto de sobreendeudamiento es mucho peor porque la tasa de crecimiento de la inversión anual promedio en la región es de sólo 0,7%. Por lo tanto, las empresas de América Latina con un ratio de deuda/activos de 39%

CUADRO 6.3 • Sobreendeudamiento de las empresas no financieras, por región

Variable dependiente: $\ln\left(\frac{\text{capex}_{it}}{\text{capex}_{it-4}}\right)$	(1) Global	(2) América Latina
Apalancamiento _{<i>it-5</i>}	-0,3***	-0,3***
Apalancamiento _{<i>it-5</i>} · D_t^{GFC}	-0,3***	-0,7***
Apalancamiento _{<i>it-5</i>} · D_t^{C19}	-0,2***	-0,5***
Observaciones	347.844	21.971
Número de firmas	9.588	576
Promedio de var. dependiente (%)	4,9	5,1
R^2	0,034	0,12

Nota: Resultados de la regresión:

$$\ln\left(\frac{\text{capex}_{it}}{\text{capex}_{it-4}}\right) = \alpha + \beta_1 \text{Apalancamiento}_{it-5} + \beta_2 \text{Apalancamiento}_{it-5} \cdot D_t^{\text{GFC}} + \beta_3 \text{Apalancamiento}_{it-5} \cdot D_t^{\text{C19}} + \gamma Z_{it} + \varphi_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde capex_{it} son los gastos de capital para la empresa i en el trimestre t , Leverage_{it} es el ratio deuda/activos de la empresa, D_t^{GFC} es una simulación de crisis financiera global igual a 1 en el tercer trimestre de 2008-segundo trimestre de 2009, y D_t^{C19} es una simulación de la crisis de COVID-19 igual a 1 en el segundo y tercer trimestre de 2020. Las regresiones incluyen efectos fijos de empresa φ_i , efectos fijos de industria-año φ_{sT} , y controles de empresa (Z_{it}) (no reportados) que incluyen activos líquidos rezagados y tamaño rezagado (medidos a través de los activos totales). *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. Muestra: primer trimestre 2000-tercer trimestre 2020.

⁴ Los resultados son robustos a la inclusión de efectos fijos de empresa, sector y año, así como controles a nivel de la empresa.

⁵ Dado que la desviación estándar de apalancamiento es el 18% para toda la muestra, un aumento de 10 puntos porcentuales corresponde a aproximadamente media desviación estándar.

(10 puntos porcentuales por encima de la media de 29% en América Latina) sufrieron una disminución de la inversión de 2,3%.⁶

La segunda y tercera fila del Cuadro 6.3 muestran la interacción entre apalancamiento a nivel de la empresa y dos variables dicotómicas de crisis, una para la gran crisis financiera y una para la COVID-19. Los coeficientes miden el efecto incremental de sobreendeudamiento en los tiempos malos. Como es de prever, los signos son negativos, significativos y económicamente grandes, sobre todo para las empresas de América Latina.

Durante la gran crisis financiera, una empresa apalancada hasta un 35% (una vez más, 10 puntos porcentuales por encima de la media de la muestra), invirtió a una tasa anual de -1,3%, que corresponde al crecimiento medio de la inversión en la muestra (5,1%) para las empresas con un apalancamiento promedio (25%), neto del efecto de sobreendeudamiento de apalancarse hasta el 35% (-3,1%) y menos el efecto incremental de la recesión (-3,3%) (columna 1). Las empresas de América Latina (columna 2), con ratios de deuda/activos de 39%, muestran un crecimiento de la inversión de -9.6% durante la gran crisis financiera. De la misma manera, las tasas de crecimiento de la inversión durante la crisis de la COVID-19 en las empresas con un apalancamiento excesivo de 10 puntos porcentuales son de -1,3% para las empresas en todo el mundo y de -6,8% en las empresas de América Latina.⁷

Comentarios finales

La COVID-19 produjo fuertes cambios en los flujos de caja de las empresas y un deterioro de los indicadores de los balances. Aunque los flujos de caja se desplomaron a mediados de 2020, numerosas empresas siguieron una estrategia cautelara de “esperar y ver qué sucede”, recortando la inversión y acumulando activos líquidos. Con alguna variación entre los países debido, entre otras cosas, a diferentes grados de intervención de los gobiernos, las empresas no financieras en la región generalmente fueron capaces de captar fondos de fuentes alternativas.

Como consecuencia, el apalancamiento ha aumentado en las empresas de la muestra de América Latina más que en otras regiones, sobre todo en los sectores con un alto grado de contacto como el transporte, los restaurantes, hoteles, cines y museos, la recreación y la educación. Sin embargo, puede que la herencia de la crisis se prolongue más allá de la

⁶ La cifra proviene del siguiente cálculo: tasa de crecimiento promedio de la inversión anual (0,7%) menos β_1 (= -0,3, columna 2, Cuadro 6.3) multiplicado por el apalancamiento incremental (10 puntos porcentuales).

⁷ Un análisis complementario llevado a cabo con los datos a nivel mundial desglosados por industria (no reportados) revela un patrón estable de sobreendeudamiento en sectores económicos grandes. Las simulaciones de crisis a nivel sectorial también revelan que la crisis de la COVID-19 golpeó con especial dureza al transporte aéreo y los sectores con un alto grado de contacto. El transporte aéreo es también el sector mundial con el mayor coeficiente de sobreendeudamiento incluso en tiempos normales, lo cual es congruente con la evidencia de la alta deuda registrada más arriba.

pandemia. La principal preocupación para el futuro es el alto nivel de deuda que tendrá el sector corporativo al salir de la pandemia. El alto apalancamiento deja a las empresas en una posición de vulnerabilidad ante nuevos shocks adversos, como posibles nuevas olas del virus o una mayor depreciación de las monedas nacionales. Además, el aumento de los niveles de deuda implica un calendario de amortización más exigente: las empresas en los cinco países considerados en la región ya deben pagar cerca de USD 100.000 millones dentro de un año, de los cuales cerca de dos terceras partes son en moneda extranjera. Los altos niveles de la deuda también están relacionados con una baja inversión en el futuro debido a un efecto de sobreendeudamiento que impide que las empresas recauden nuevos fondos a medida que aumenta la carga de la tasa de interés. Por lo tanto, si bien los niveles de riesgo agregados habían disminuido significativamente hacia el segundo semestre de 2020, los riesgos idiosincráticos de las empresas cuyos balances se deterioraron más permanecen elevados.

A medida que continúe el proceso de recuperación en el período post pandemia, la salud financiera de las empresas debe ser monitorizada y los riesgos deben ser contenidos para evitar reveses durante la recuperación. Aun así, el shock de la COVID-19 ha traído consigo una importante reasignación entre los sectores económicos. Los países deben buscar aprovechar las oportunidades creadas en esos sectores que han emergido como sectores líderes de acuerdo con sus valoraciones en los mercados bursátiles e implementar políticas que faciliten la reasignación de empleo a esos sectores. Estos sectores incluyen los de servicios relacionados con la tecnología y algunos sectores manufactureros, como los productos químicos, las manufacturas intensivas en capital y la electrónica. La expansión de esos sectores puede contribuir a convertir la recuperación en un crecimiento post pandemia más sólido y sostenible.

CAPÍTULO 7

Cadenas de valor globales y regionales: riesgos y oportunidades

Las cadenas globales de valor (CGV), o la separación de la producción en etapas en diferentes países proporciona a éstos oportunidades para diversificar el comercio y aumentar la productividad y el crecimiento especializándose en una etapa del proceso de producción. Sin embargo, en gran parte la región no ha aprovechado plenamente el crecimiento de las CGVs, y las cadenas regionales de valor (CRVs) en América Latina y el Caribe han sido limitadas. La participación de la región en las CGVs sigue siendo baja (18%) en comparación con Asia (28%) y Europa (34%).¹ En particular, América Latina y el Caribe ha quedado rezagada en relación con otras regiones en materia de cadenas de suministro intrarregionales, representando sólo el 24% de la participación total en las CGV, comparado con el 56% en Asia y el 74% en Europa (Blyde y Trachtenberg, 2020). Además, la participación de las CGVs en América Latina y el Caribe ha tenido menos de la mitad del impacto en la productividad que en otras regiones.²

La pandemia de la COVID-19, las preocupaciones relacionadas con el proteccionismo y los desastres naturales han llevado a los países y las empresas a reconsiderar sus posiciones en las cadenas globales de valor. La crisis ha afectado enormemente el comercio, pero también brinda oportunidades para impulsar la integración regional y las cadenas de valor en Las Américas, a veces denominado “*nearshoring*”. Es interesante señalar que, a pesar de la crisis, algunas empresas han mostrado buenos resultados, incluso en aquellos sectores donde la demanda global ha disminuido, mientras que otras han perdido cuotas de mercado.

Basándose en el estudio de una rica base de microdatos, este capítulo analiza el desempeño exportador a nivel de las empresas para comprender sus diferencias. Estos resultados luego se utilizan para diseñar posibles políticas económicas que asistan a las empresas de la región. Hay un gran potencial para que estas empresas logren una mayor

¹ La participación en las CGV se mide como la suma de los bienes intermedios importados utilizados en las exportaciones de un país más las exportaciones del país utilizadas por otro país en la producción de sus exportaciones, en relación con el total de exportaciones.

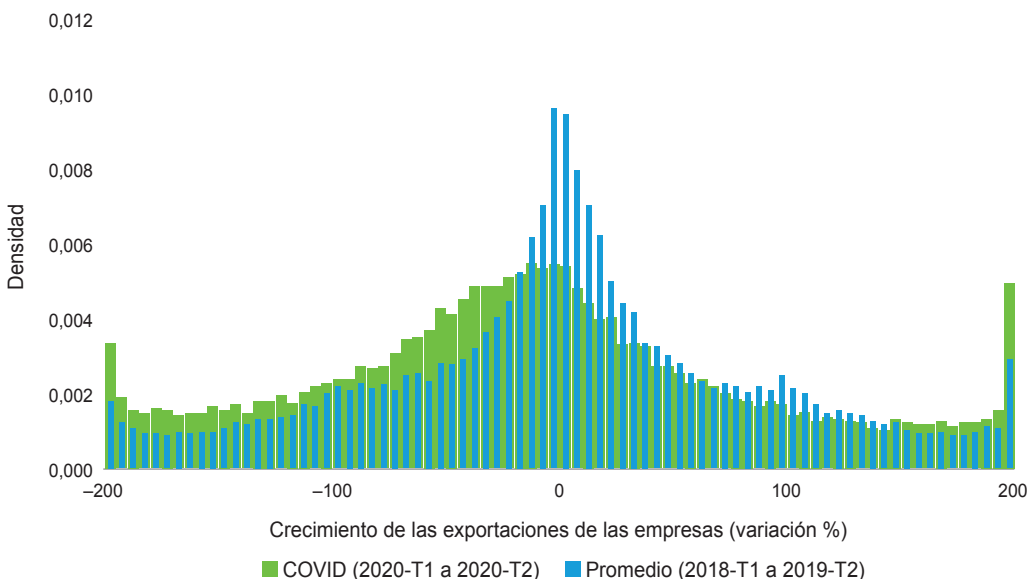
² Las estimaciones en diferentes países indican que un 1% de aumento de la participación en las CGVs se asocia con un aumento de 0,33 puntos porcentuales del crecimiento a largo plazo de la productividad laboral. Sin embargo, en América Latina y el Caribe la estimación es 0,18 puntos porcentuales más baja. Ver apéndice C.

participación tanto en las cadenas de valor regionales como globales, lo que podría beneficiar significativamente el proceso de recuperación posterior a la pandemia.³

Aumento de las exportaciones en tiempos de pandemia

Durante la pandemia de la COVID-19, las exportaciones totales disminuyeron considerablemente en la mayoría de los países de la región, para la mayoría de los sectores y destinos. El Gráfico 7.1 compara el crecimiento de las exportaciones durante los dos primeros trimestres de 2020 con el mismo período en 2019 y 2018, reuniendo información a nivel de las empresas para seis países de la región: Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay. La tendencia a la baja es clara: más empresas experimentaron un menor crecimiento en sus exportaciones y un número mayor registró una reducción en las mismas comparado con el período prepandemia. El Gráfico 7.1 se focaliza en las empresas que

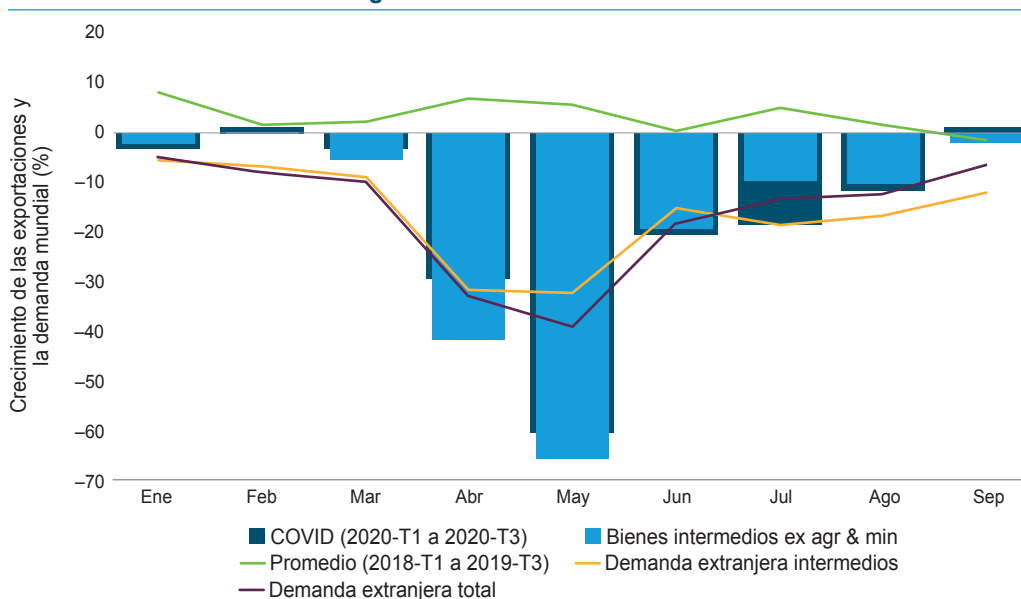
GRÁFICO 7.1 • Evolución de las exportaciones de las empresas durante la COVID-19



Fuente: Alviarez (de pronta publicación).

Nota: Este gráfico ilustra la distribución del crecimiento de las exportaciones de las empresas antes y durante la COVID-19 (eje X). El crecimiento de las exportaciones a nivel de la empresa se calcula utilizando datos mensuales para los dos primeros trimestres de 2020 (barras rojas), en relación con el promedio durante los dos primeros trimestres del período 2018–2019 (barras azules), para los países en la muestra: Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay. La figura gráfica la distribución de las tasas de crecimiento a nivel de la empresa. Sólo se incluyen las empresas que exportaron en 2019 y 2020. La distribución está truncada en -200% y $+200\%$.

³ El análisis presentado en este capítulo se basa en datos al nivel de transacción de las importaciones y exportaciones obtenidos en los conocimientos de embarque (*bills of lading* en inglés) de cada país (ver Alviarez, de pronta publicación).

GRÁFICO 7.2 ● Crecimiento de las exportaciones a nivel agregado versus crecimiento de la demanda global

Fuente: Alviarez (de pronta publicación).

Nota: Las barras blancas corresponden al crecimiento de las exportaciones totales y las barras grises corresponden al crecimiento de los bienes intermedios, excluyendo los de la minería y la agricultura, siguiendo la clasificación de las categorías económicas amplias. La línea roja muestra el crecimiento promedio de las exportaciones desde el primer trimestre de 2018 hasta el tercer trimestre de 2019. La línea azul continua muestra el crecimiento de la demanda externa de bienes intermedios únicamente, mientras que la línea azul discontinua muestra el crecimiento de la demanda externa total.

continúan exportando, quedando excluidas aquellas que no exportaron en los primeros dos trimestres del 2019 o del 2020.

Las exportaciones no sólo cayeron, sino que lo hicieron en relación con una medida de la demanda global, que se construye como un promedio ponderado del crecimiento de las importaciones globales de Estados Unidos y Europa de los mismos productos, donde las ponderaciones corresponden a la importancia relativa de cada producto en la canasta de exportaciones de la región (ver Gráfico 7.2).⁴ El Gráfico también incluye el crecimiento de las exportaciones el año anterior a la crisis. Las exportaciones totales se desplomaron en cerca de un 60% entre mayo de 2019 y mayo de 2020, mientras que crecieron de mayo de 2018 a mayo de 2019.

El Gráfico 7.2 también muestra el desempeño de las exportaciones en bienes intermedios (excluidos los de la minería y la agricultura), y su correspondiente demanda global. En los seis países de América Latina analizados, la caída en las exportaciones de bienes intermedios fue mayor que el de las exportaciones totales. Esto sugiere que participar en

⁴ Cada producto se refiere a una categoría de la Sistema Armonizado de Descripción y Codificación de Mercancías (HS), en el nivel de 6 dígitos que comprende aproximadamente 5300 productos.

las cadenas de valor puede ser más riesgoso que exportar productos acabados; aun así, estas exportaciones se han recuperado desde junio y han crecido más rápidamente que la demanda global de los mismos productos.

Para investigar el rol de las cadenas de valor, este capítulo se centra en los bienes intermedios manufacturados.⁵ Es probable que estas exportaciones formen parte de las CGVs dados sus importantes vínculos hacia atrás y hacia adelante en la cadena de producción.⁶ Con el 38% de las exportaciones totales, estos representan un porcentaje considerable de la canasta de exportación de los países considerados.⁷

Reasignación de las importaciones de Estados Unidos en diferentes regiones: ¿quiénes fueron los más beneficiados?

Durante la crisis de la COVID-19, las importaciones de Estados Unidos provenientes de China disminuyeron más del 18%, seguido de una reducción del 17% de las importaciones provenientes de México y del 15% de otros países de América Latina y el Caribe. Las importaciones de Estados Unidos de otros países asiáticos sólo disminuyeron un 6% y las importaciones de Europa de hecho aumentaron un 2% (ver Gráfico 7.3, panel izquierdo). Cerca de USD 56.500 millones (6,1%) del total de las importaciones de Estados Unidos cambiaron de países de origen durante este período. Esto contrasta con la reasignación observada en tiempos más normales; por ejemplo, en 2016-17, la reasignación de importaciones de Estados Unidos fue de sólo 2,6 puntos porcentuales, menos de la mitad de la registrada durante la pandemia.⁸ Esto representa una oportunidad considerable para la región, la cual exportó USD 26.000 millones en productos a Estados Unidos en 2019.

En cuanto a los bienes intermedios, Europa aumentó su cuota de mercado en las importaciones de Estados Unidos en 3 puntos porcentuales, USD 5.600 millones, mientras que la cuota de América Latina y el Caribe disminuyó en 1 punto porcentual (ver Gráfico 7.3, panel derecho). ¿Cómo puede la región emular a Europa o a países asiáticos y aprovechar

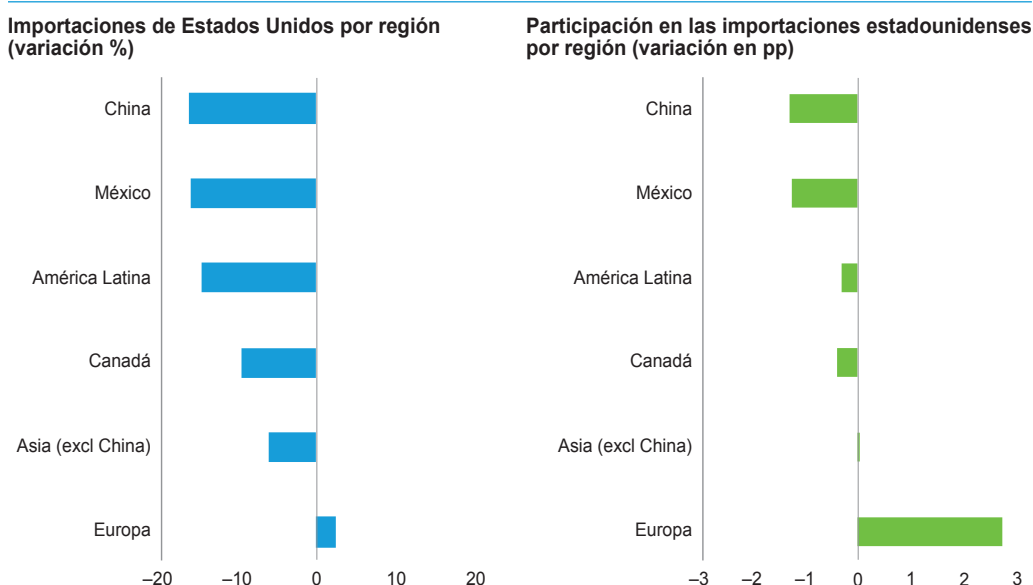
⁵ El análisis se centra en bienes intermedios, excluidos aquellos en minería y la agricultura, siguiendo la clasificación de Categorías Económicas Amplias (BEC). Las conclusiones son similares cuando los bienes de consumo y de capital (excluidos los de la minería y la agricultura) son incluidos en el análisis. Ver Antràs (2020) para obtener una discusión detallada sobre las diferentes medidas de las CGV utilizando datos a nivel país-industria y empresa.

⁶ Los vínculos hacia atrás corresponden al valor agregado de los bienes intermedios importados utilizados para producir bienes de exportación. Los vínculos hacia adelante representan el valor agregado interno de productos intermedios que son exportados y utilizados para producir las exportaciones de socios comerciales. Algunos países se especializan en actividades de recursos naturales anteriores de la cadena de producción, con escasos vínculos hacia atrás, pero con fuertes vínculos hacia adelante. Se excluye la minería y la agricultura puesto que no tienen vínculos hacia atrás importantes.

⁷ Los bienes intermedios manufacturados constituyen el 40% de las exportaciones de México, 20% en Colombia, 32% en Perú, 34% en Uruguay y 27% en Paraguay.

⁸ En 2018-19, debido en gran parte al aumento de tarifas entre Estados Unidos y China, Estados Unidos reasignó las importaciones en 8,1 puntos porcentuales (ver Gráficos C7.5A y C7.5B en el Apéndice C).

GRÁFICO 7.3 • Reasignación de importaciones de Estados Unidos por región



Fuente: Cálculos del BID basados en UN Comtrade.

Nota: El panel izquierdo del gráfico muestra el cambio porcentual en las importaciones de Estados Unidos de cada una de las regiones seleccionadas. El panel derecho muestra el cambio en la cuota de mercado de los insumos intermedios importados en Estados Unidos (en puntos porcentuales) desde cada región. Los números en la parte superior de las barras muestran la cuota de mercado de cada región en 2019 (izquierda) y en 2020 (derecha).

mejor la reevaluación que las empresas están haciendo de las cadenas globales de valor a raíz de la COVID-19?

La demanda global no cayó para todos los productos, ni las exportaciones de todos los países se contrajeron. Los impactos varían dependiendo del sector y del país. La comparación entre lo que ocurrió con la demanda y lo que ocurrió con las exportaciones en cada par país-sector ayuda a identificar a los ganadores y perdedores.

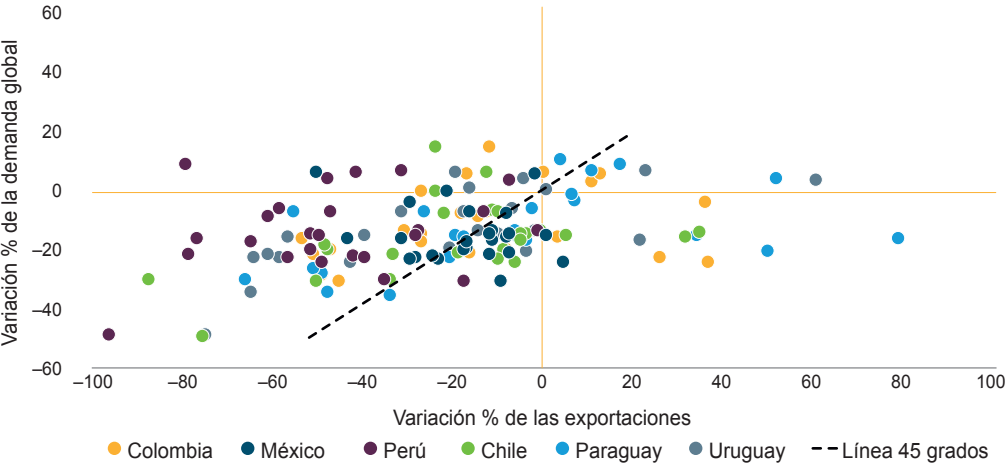
Para la mayoría de los sectores en la mayoría de los países tanto la demanda global como las exportaciones de la región cayeron. Éste es el cuadrante inferior izquierdo del Gráfico 7.4, panel A, denominado cuadrante III. Pero, aun así, dentro de este cuadrante, algunos sectores en algunos de los países tuvieron mejores resultados que otros; éstos son los puntos a la derecha de la línea de 45 grados, donde las exportaciones (medidas a lo largo del eje horizontal) cayeron menos de lo que cayó la demanda global (medida en el eje vertical). Por ejemplo, aunque las exportaciones de aluminio y caucho de Colombia disminuyeron, las exportaciones colombianas en estos sectores cayeron menos que la contracción registrada por la demanda global, permitiéndoles ganar cuota de mercado (ver Gráfico 7.4, panel B).⁹

⁹ En el Apéndice C se pueden encontrar más detalles y gráficos para el resto de los países en la muestra.

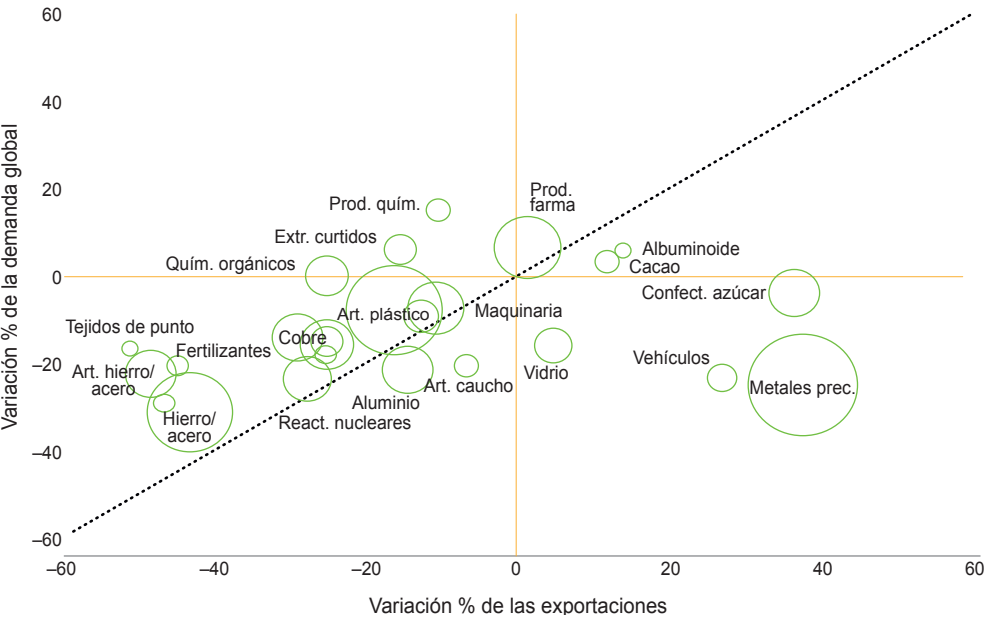
El cuadrante IV en el Gráfico 7.4 tiene un interés particular dado que contiene sectores en los que las exportaciones han aumentado a pesar de la disminución de la demanda global. Este es el caso de los vehículos y los metales preciosos, permitiéndole a Colombia ganar cuota de mercado en las exportaciones de estos dos sectores.

GRÁFICO 7.4 ● Crecimiento de las exportaciones versus demanda global

A. Desempeño de cada sector en siete países



B. Desempeño de cada sector en Colombia



Fuente: Alviarez (de pronta publicación).
Nota: El panel superior del gráfico muestra el crecimiento de las exportaciones de cada país-sector y el correspondiente crecimiento de la demanda global para cada sector clasificado como insumos intermedios con la excepción de la minería y la agricultura. El panel inferior muestra la identidad de los sectores en cada cuadrante para el caso de Colombia. El tamaño de la burbuja indica la importancia relativa de cada sector en las exportaciones de Colombia de insumos intermedios. En el Apéndice C se pueden encontrar más detalles y gráficos para el resto de los países en la muestra.

El cuadrante II contiene sectores en países donde las exportaciones han disminuido, aunque la demanda global ha aumentado; en Colombia, esta categoría incluye los productos químicos, en la que perdió una cuota de mercado considerable.

Por último, el cuadrante I contiene sectores en países donde aumentó tanto la demanda global como las exportaciones. En algunos casos, la cuota de mercado incluso creció (los sectores a la derecha de la línea de 45°). En Colombia, los productos del cacao pertenecen a esta categoría.

El estudio de datos de empresas individuales resulta útil para entender cuáles son los elementos impulsores de su éxito o fracaso, así como la dirección de políticas que se podrían considerar.

CUADRO 7.1 • Sectores con las brechas más grandes entre exportaciones y demanda global

País	Sector	Cuadrante	Crecimiento de oferta	Crecimiento de demanda	Brecha = crecimiento de la oferta- crecimiento de la demanda	Participación en intermedios
Colombia	Hierro/acero	III (a)	-0,44	-0,31	-0,13	0,07
Colombia	Artículos de plástico	III (a)	-0,17	-0,07	-0,09	0,18
Colombia	Metales preciosos	IV	0,38	-0,24	0,62	0,29
México	Maquinaria	III (a)	-0,15	-0,07	-0,08	0,24
México	Vehículos	III (a)	-0,27	-0,23	-0,04	0,17
México	Artículos de plástico	III (b)	-0,07	-0,07	0,01	0,05
Perú	Metales preciosos	III (a)	-0,47	-0,24	-0,22	0,46
Perú	Artículos zinc	III (a)	-0,40	-0,22	-0,18	0,05
Perú	Residuos industrias alimentarias	III (a)	-0,26	-0,14	-0,12	0,11
Chile	Artículos madera	III (a)	-0,10	-0,06	-0,04	0,09
Chile	Pulpa de madera	III (a)	-0,33	-0,30	-0,02	0,09
Chile	Químicos inorgánicos/ orgánicos	III (b)	-0,03	-0,14	0,12	0,08
Paraguay	Maquinaria	III (a)	-0,53	-0,07	-0,46	0,12
Paraguay	Artículos de plástico	III (a)	-0,25	-0,07	-0,18	0,05
Paraguay	Residuos industrias alimentarias	III (b)	-0,05	-0,14	0,09	0,50
Uruguay	Pieles crudas	III (a)	-0,63	-0,35	-0,28	0,06
Uruguay	Pelo animal	III (a)	-0,72	-0,50	-0,23	0,06
Uruguay	Artículos de plástico	III (a)	-0,16	-0,07	-0,09	0,11

Fuente: Alviarez (de pronta publicación).

Nota: El cuadro muestra, por país, los tres primeros sectores (categorías HS2) ordenados por la diferencia entre el crecimiento de su oferta y su demanda y con una cuota de mercado de las exportaciones igual o superior al 5%.

Análisis del crecimiento neto de las exportaciones

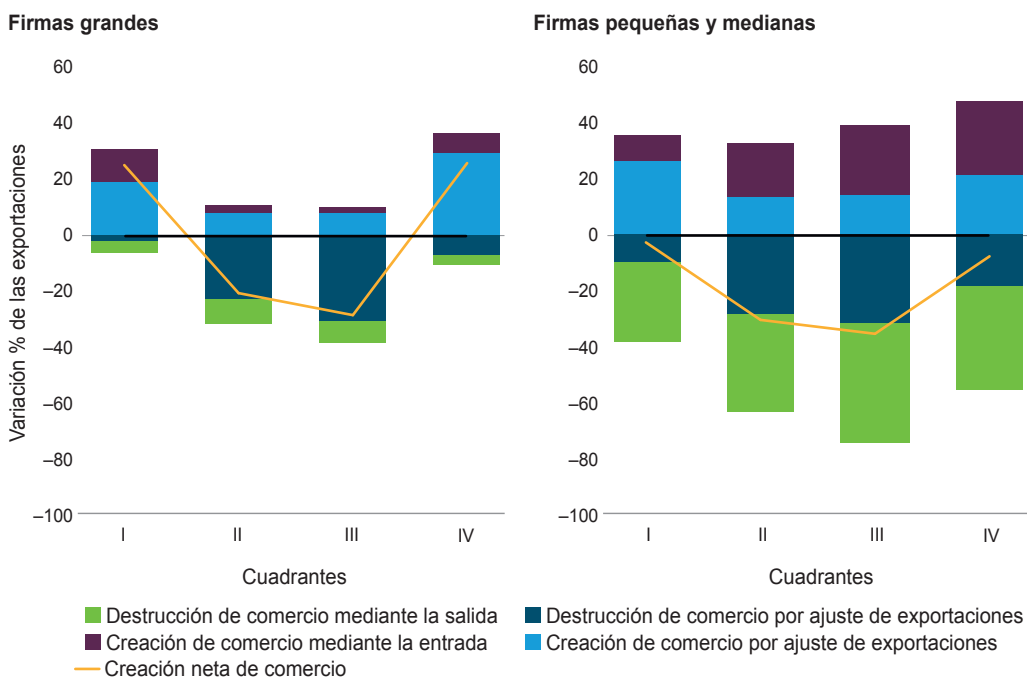
Si bien las exportaciones disminuyeron en algunos sectores, puede que algunas empresas individuales de hecho hayan aumentado sus exportaciones; de la misma manera, algunas empresas pueden haber exportado menos, aunque las exportaciones del sector en su conjunto hayan aumentado. Las exportaciones pueden aumentar o disminuir porque las empresas aumentan o disminuyen su nivel de exportaciones, porque dejan de exportar del todo o porque entran en el mercado de exportación. En general, hay cuatro maneras en que pueden cambiar las exportaciones totales, lo cual a veces en economía se denominan margen intensivo y margen extensivo (ver Recuadro 7.1 para un debate más extenso):¹⁰

- i. Las empresas reducen sus exportaciones: el margen intensivo de la destrucción de comercio
- ii. Las empresas dejan de exportar: el margen extensivo de la destrucción de comercio
- iii. Las empresas aumentan sus exportaciones: el margen intensivo de la creación de comercio
- iv. Las empresas comienzan a exportar: el margen extensivo de la creación de comercio

Es interesante señalar que en los cuadrantes I y IV (donde las exportaciones aumentaron) las empresas grandes representan una parte muy significativa de la creación neta de comercio. El Gráfico 7.5 estudia cada cuadrante y grafica los cuatro tipos de creación y destrucción de comercio para las empresas grandes y empresas de menor tamaño. En las empresas pequeñas y medianas, la creación de comercio neta fue negativa en todos los cuadrantes. En los cuadrantes II y III (donde las exportaciones disminuyeron), tanto las empresas más grandes como las empresas de pequeño y mediano tamaño participaron en la destrucción neta de comercio. Por otra parte, las empresas grandes se ajustaron mayormente aumentando o reduciendo sus exportaciones—el margen intensivo. En claro contraste, las empresas más pequeñas se ajustan más dejando de exportar del todo, o comenzando a exportar —el margen extensivo. La destrucción de comercio cuando las empresas más pequeñas dejan de exportar es particularmente preocupante dado que todas las relaciones y vínculos en su red comercial podrían destruirse.¹¹ La destrucción de comercio en el margen extensivo no se limita sólo a aquellos sectores en los que las exportaciones cayeron (cuadrantes II y III) sino que también está presente en empresas más pequeñas en sectores donde las exportaciones aumentaron (cuadrantes I y IV).

¹⁰ Ver Alviarez (de pronta publicación).

¹¹ La distribución por tamaño de las exportaciones de la empresa en cada par país-sector se divide en ventiles (20 cuantiles). Se considera que una empresa es grande si pertenece al cuantil 20º, y de otra manera, se considera pequeña o mediana. Las empresas grandes representan en promedio el 83% de las exportaciones. La creación y destrucción de comercio para cada grupo son promedios simples.

GRÁFICO 7.5 • Desagregación de la creación y destrucción de comercio

Cuadrante	Creación neta de comercio	Creación de comercio por ajuste de exportaciones	Creación de comercio mediante la entrada	Destrucción de comercio por ajuste de exportaciones	Destrucción de comercio mediante la salida
Firmas grandes (variación %)					
I	1,1	0,8	0,5	-0,1	-0,1
II	-0,4	0,2	0,1	-0,5	-0,2
III	-11,1	5,1	1,0	-13,7	-3,5
IV	4,4	5,6	1,1	-0,8	-1,5
Firmas pequeñas y medianas (variación %)					
I	0,4	1,0	0,6	-0,4	-0,8
II	-0,3	0,1	0,1	-0,2	-0,2
III	-5,8	2,6	3,8	-6,1	-6,1
IV	-0,9	1,0	1,4	-0,6	-2,6
Total	-12,7	16,2	8,6	-22,5	-15,0

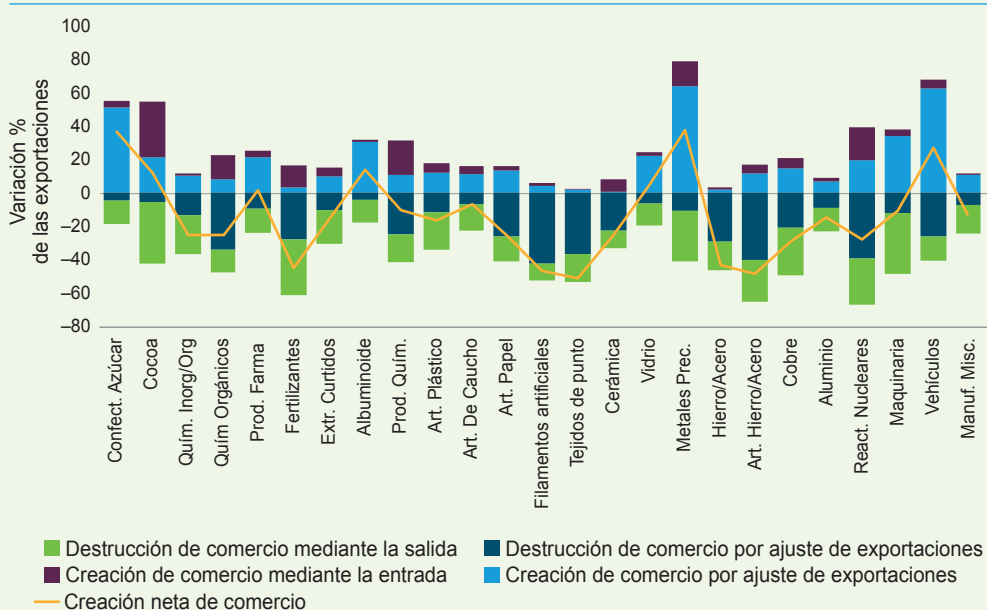
Fuente: Alviarez (de pronta publicación).

Nota: Cada barra en este gráfico representa un cuadrante y cada una se desglosa en los cuatro márgenes de la creación neta de comercio: (i) un aumento de las exportaciones de los exportadores existentes (barras azul oscuro), (ii) de las empresas que entran en el mercado de exportación en 2020 (barras azul claro), (iii) una disminución de las exportaciones de los exportadores existentes (barras rojo oscuro), y (iv) una disminución de las exportaciones de las empresas que salen del mercado de la exportación en 2020. El panel izquierdo (derecho) muestra los márgenes de la creación de comercio para las empresas grandes (pequeñas) situadas en cada cuadrante. Una empresa se considera grande si pertenece al cuartil 20º y, de otra manera se le considera pequeña. El cuadro más arriba muestra la creación neta de comercio y cada uno de sus márgenes ya está ponderado por la importancia relativa de cada sector y tamaño en la economía.

RECUADRO 7.1 • Márgenes de creación y destrucción de comercio

Durante el período de la pandemia de la COVID-19, las exportaciones disminuyeron en la mayoría de los sectores. Sin embargo, dentro de cada sector algunas empresas exportadoras “crearon comercio” ya sea aumentando su nivel de exportaciones durante los primeros tres trimestres de 2020 en relación con 2019 (margen intensivo), o porque algunas empresas exportaron en 2020 aunque no exportaron el año anterior (margen extensivo). El Gráfico 7.1.1 muestra la disminución de la tasa de crecimiento de las exportaciones (línea amarilla continua) en los macro sectores de Colombia. El crecimiento de las exportaciones dentro de un sector se puede dividir en dos componentes: creación de comercio (CC), representada por las barras celestes y moradas, y destrucción de comercio (DC), representada por barras azules y verdes. La creación de comercio (CC) distingue entre (i) un aumento de las exportaciones de las empresas en expansión (barras celestes) y (ii) exportaciones creadas por nuevos exportadores (barras moradas). De manera similar, la destrucción del comercio (DC) distingue entre la reducción de las exportaciones de las firmas que siguen exportando (barras azules) y las empresas que salen de los mercados de exportación (barras verdes) (ver Alviarez, de pronta publicación).

GRÁFICO 7.1.1 • Creación y destrucción de comercio en Colombia (comparación con 2018–19)



Fuente: Cálculos del BID basados en UN Comtrade.

Un hecho interesante capturado en el Gráfico 7.1.1 es la creación y destrucción de comercio simultánea en un determinado sector, lo cual indica que la creación neta de comercio (línea amarilla continua) oculta grandes diferencias entre las empresas. Por ejemplo, en Colombia, aunque las exportaciones de metales preciosos crecieron en un robusto 36% neto, ciertamente no todas las empresas disfrutaron un crecimiento de sus exportaciones durante ese período. De hecho, se

(continúa en la página siguiente)

RECUADRO 7.1 • Margins of Trade Creation and Destruction (continuación)

produjo una destrucción de comercio considerable (41%) en el sector. En el sector de productos farmacéuticos, la creación neta de comercio fue relativamente pequeña (1% en los primeros tres trimestres de 2020), pero tanto la creación como la destrucción de comercio fueron considerables. Las empresas que exportaron en 2020 pero no en 2019, o que aumentaron sus exportaciones a lo largo de este período, representaron una creación de comercio del 21,2%. Por otro lado, las empresas que dejaron de exportar en este sector, o que exportaron menos que el año anterior, representaron la destrucción de comercio de casi igual magnitud, pero de signo opuesto (24,1%). Dados los altos niveles de destrucción de comercio en algunos sectores, los creadores de comercio han jugado un rol crucial para compensar el efecto negativo de la destrucción de comercio en el crecimiento agregado de las exportaciones.

Formalmente, la creación neta de comercio (CNC) está dada por la creación de comercio (CC) menos la destrucción de comercio (DC), $CNC_{ft} = CC_{ft} - DC_{ft}$. La creación de comercio se calcula como la suma ponderada de la tasa de crecimiento correspondiente a aquellas empresas que aumentan el comercio, con ponderaciones correspondientes a la importancia relativa de cada empresa en la economía,

$$TC_{ft} = \sum_{gft \geq 0} \left(\frac{x_{ft}}{x_{st}} \right) g_{ft}.$$

Nótese que las ponderaciones se construyen como el promedio de las exportaciones de las empresas en los dos periodos, en relación con las exportaciones totales promedio del país en los dos periodos. De la misma manera, la destrucción de comercio se define como el promedio ponderado del crecimiento absoluto de las empresas con tasas de crecimiento negativo de las exportaciones.

$$TD_{ft} = \sum_{gft < 0} \left(\frac{x_{ft}}{x_{st}} \right) |g_{ft}|.$$

La tasa de crecimiento de las exportaciones se calcula utilizando el método del punto medio, $g_{ft} = 2(x_{ft} - x_{ft-1}) / (x_{ft} + x_{ft-1})$. Esta descomposición se inspira en los conceptos de creación y destrucción de empleo utilizados en la literatura de economía laboral (Daves y Haltiwanger, 1992).

El cuadro en el panel inferior del Gráfico 7.5 muestra la creación neta de comercio y cada uno de sus márgenes, pero esta vez ponderado por la importancia relativa de cada sector y por el tamaño de la empresa. Por lo tanto, las cifras para la creación neta de comercio no son las mismas que en el gráfico que ilustra la creación de comercio no ponderada. Como era de esperarse, la mayor parte de la destrucción de comercio se produce en el cuadrante III, donde se sitúan la mayor parte de los pares sector-país. Las empresas grandes representaron la mayor parte de la destrucción de comercio (dado que exportan más debido a su tamaño) pero esto se produjo en gran parte a través de un ajuste en las exportaciones. Las empresas pequeñas y medianas también representaron una destrucción de comercio considerable, la cual se divide equitativamente entre un ajuste en las exportaciones y el cese total de las mismas.

En los análisis empíricos, cinco características de las empresas parecen jugar un rol clave para explicar el desempeño de las exportaciones durante la pandemia: i) el tamaño

de la empresa, ii) la diversificación de los mercados de exportación, iii) si la empresa también importa, iv) si la empresa importa bienes intermedios de países distantes como China, y v) el desempeño de los proveedores y clientes de las empresas (la resiliencia de la red de las empresas).¹² La importancia de estos factores específicos sugiere cuál es la mejor manera posible de diseñar las políticas para ayudar a las empresas a participar en las cadenas globales de valor.

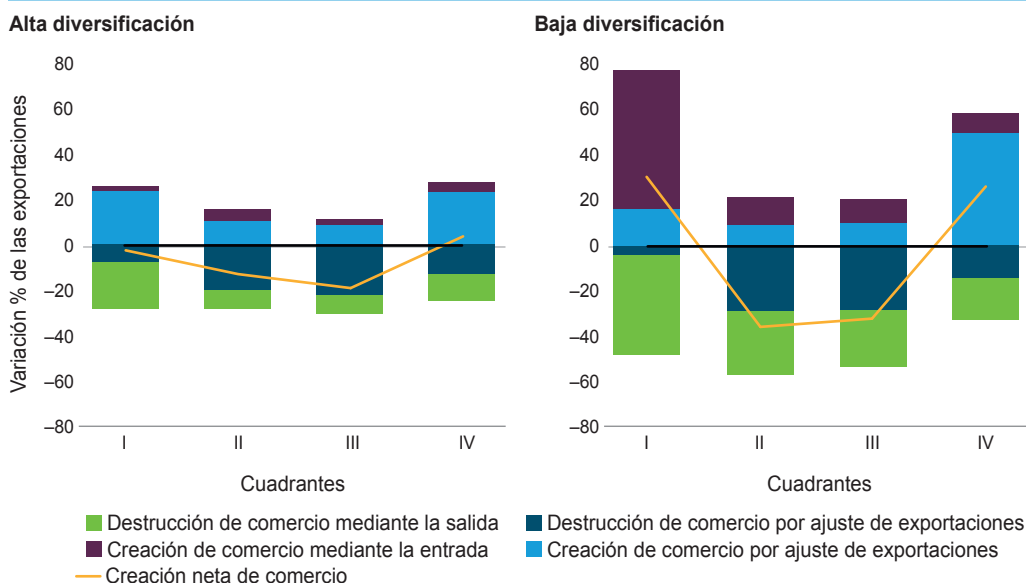
i. Tamaño de la empresa. Como se señaló, las empresas grandes parecen ajustar sus exportaciones más fácilmente, mientras que las empresas pequeñas son más proclives a destruir comercio dejando de exportar del todo. Este tipo de ajuste (margen extensivo) es altamente ineficiente dado que una vez que los vínculos comerciales se rompen resulta difícil restablecerlos nuevamente. La menor capacidad de las empresas más pequeñas para absorber los shocks negativos puede explicar esta conducta. Aunque las empresas de pequeño y mediano tamaño representan una parte relativamente pequeña de las exportaciones (15%-20% como promedio), estas constituyen una fracción significativa del empleo. Encontrar maneras de conservar los vínculos de las empresas pequeñas que ya están exportando sería un valioso objetivo de las políticas. Al facilitar el acceso al crédito se puede aumentar la capacidad de una empresa pequeña para absorber shocks negativos, y ayudarle a conservar los vínculos.¹³

ii. Diversificación en los mercados de exportación. Diversificar las exportaciones disminuye los riesgos asociados con shocks negativos, o dicho de otra manera, resulta riesgoso tener sólo unos pocos clientes para la mayor parte de las exportaciones de una empresa (una alta concentración de los clientes). Las empresas que exportan a sólo unos pocos clientes crean más comercio, pero también destruyen más comercio comparado con empresas más diversificadas. Nótese que en todos los cuadrantes la destrucción de comercio es mayor para las empresas con una baja diversificación de clientes. En el cuadrante III (referido al Gráfico 7.4), los sectores en los que tanto la demanda global como las exportaciones disminuyeron, la destrucción de comercio fue particularmente aguda en aquellas empresas con una alta concentración de sus exportaciones.¹⁴ En particular, hubo más empresas que dejaron de exportar del todo (ver Gráfico 7.6). Como se señaló, se trata de una manera ineficiente de ajustar el comercio dado que

¹² Ver Alviarez (de próxima publicación).

¹³ Debido a su escala, las exportaciones de las empresas pequeñas a menudo están concentradas en sólo unos pocos clientes —por lo general sólo uno (ver explicación en la próxima subsección sobre diversificación).

¹⁴ Una empresa se considera que concentra mucho (poco) sus exportaciones entre sus compradores extranjeros si el índice Herfindahl (HHI) es superior (inferior) a la mediana de la distribución del HHI para las empresas de la misma categoría de tamaño (pequeñas o grandes). Esto explica por qué las empresas pequeñas tienen menos clientes como resultado de su escala).

GRÁFICO 7.6 • Diversificación en diferentes cuadrantes

Fuente: Alviarez (de pronta publicación).

Nota: Cada barra en esta figura representa un cuadrante y se desglosa en los cuatro márgenes de la creación neta de comercio: i) un aumento de las exportaciones de los exportadores existentes (barras azul oscuro), ii) nuevas exportaciones de empresas que entran en el mercado de exportaciones en 2020 (barras azul claro), iii) una disminución de las exportaciones de parte de los exportadores existentes (barras rojo oscuro), y iv) una disminución de las exportaciones por parte de las empresas que salen del mercado de exportaciones 2020. El panel izquierdo (derecho) muestra para cada cuadrante los márgenes de creación de comercio de las empresas cuyas exportaciones muestran una concentración alta (baja) de las exportaciones entre sus clientes extranjeros. Se considera que una empresa es de alta (baja) concentración si su índice Herfindahl (HHI) se sitúa por encima (por debajo) de la media de la distribución HHI de empresas en la misma categoría de tamaño (pequeña o grande).

restablecer estos vínculos rotos resulta muy costoso. Y en el caso del cuadrante IV (donde la demanda global disminuyó, pero las exportaciones aumentaron) también fueron las empresas con pocos clientes las que crearon más comercio. Es interesante señalar que esta creación de comercio fue liderada por empresas existentes que incrementaron sus exportaciones. Una posibilidad es que estas empresas aprovecharon los problemas que enfrentaron otros proveedores. Sin embargo, las empresas entrantes no fueron las que aprovecharon esta oportunidad; en cambio sólo las empresas que ya eran exportadoras pudieron hacerlo.

Quizá el hallazgo más relevante es que una alta concentración de las exportaciones en pocos clientes implica una mayor exposición y destrucción de comercio en caso de un shock negativo. De hecho, en el cuadrante III, la contribución de los exportadores concentrados que salieron del mercado fue casi el doble de grande que la de los exportadores en el mismo cuadrante pero con una clientela diversificada. Por lo tanto, tener una cartera más diversificada de clientes extranjeros puede funcionar como un seguro contra el riesgo, sobre todo en condiciones de demanda y oferta adversas. Desde una perspectiva de política,

la estrategia debería consistir en ayudar a las empresas a diversificar su cartera de clientes, en los tiempos buenos cuando la demanda puede estar aumentando, e incluso en tiempos turbulentos, cuando las empresas de otros países salen del mercado, con el fin de convertirse en exportadores más resilientes. Las políticas que ayuden a las empresas a conservar sus clientes en estos tiempos difíciles también los harán más resilientes ante las crisis futuras.

iii. El estatus de importación de la empresa y iv) si la empresa importa de países distantes. Los exportadores que también son importadores tienden a beneficiarse de productos intermedios de una mayor calidad y más baratos, pero parecen también estar más expuestos a los shocks negativos externos, y puede que no sean capaces de rápidamente aprovechar los shocks positivos. Las empresas exportadoras que no son importadores representan la mayor parte de la creación de comercio en los cuadrantes I y IV, mientras que las empresas exportadoras que son importadores representan la mayor parte de la destrucción de comercio en los cuadrantes II y III (ver Gráfico 7.7A). Específicamente, en el cuadrante IV, donde la demanda global disminuyó, pero las exportaciones de la región aumentaron, los no importadores dieron cuenta de esa creación neta de comercio.

Importar desde lejos durante la pandemia añadió más complicaciones. Las importaciones de China se utilizan para ilustrar este punto. Las empresas que importaron bienes intermedios de China tuvieron una menor creación de comercio en todos los cuadrantes en comparación con las empresas que importaron de otros lugares (Gráfico 7.7B). La mayor parte de la creación de comercio en los cuadrantes I y IV, donde las exportaciones aumentaron, se debió a empresas que importaron de otros lugares y no de China. Una gran parte de esta creación de comercio se debió a empresas que empezaban a exportar. Sin embargo, hubo una escasa creación de comercio proveniente de empresas que comenzaban a exportar si esas empresas importaban de China.¹⁵ Por otro lado, también se observa más destrucción de comercio de empresas que no importan desde China, pero la creación neta de comercio sigue siendo mayor. Estos resultados sugieren que participar en cadenas de valor realmente globales puede reducir la posibilidad de aprovechar nuevas oportunidades. Una interpretación es que, si bien las cadenas globales de valor pueden mejorar la productividad y el crecimiento, también pueden limitar la capacidad de las empresas de reaccionar ante los shocks y de impulsar sus exportaciones de existir una oportunidad para hacerlo. Puede que las cadenas regionales de valor tengan una ventaja en esta situación dado que tienen una mayor productividad y crecimiento, pero al mismo tiempo, parecen permitir que las empresas aprovechen las nuevas oportunidades de exportación. La sección final

¹⁵ Análisis adicionales indican que este efecto no se explica dada la distribución por tamaño de las empresas.

GRÁFICO 7.7A ● Importadores versus no importadores

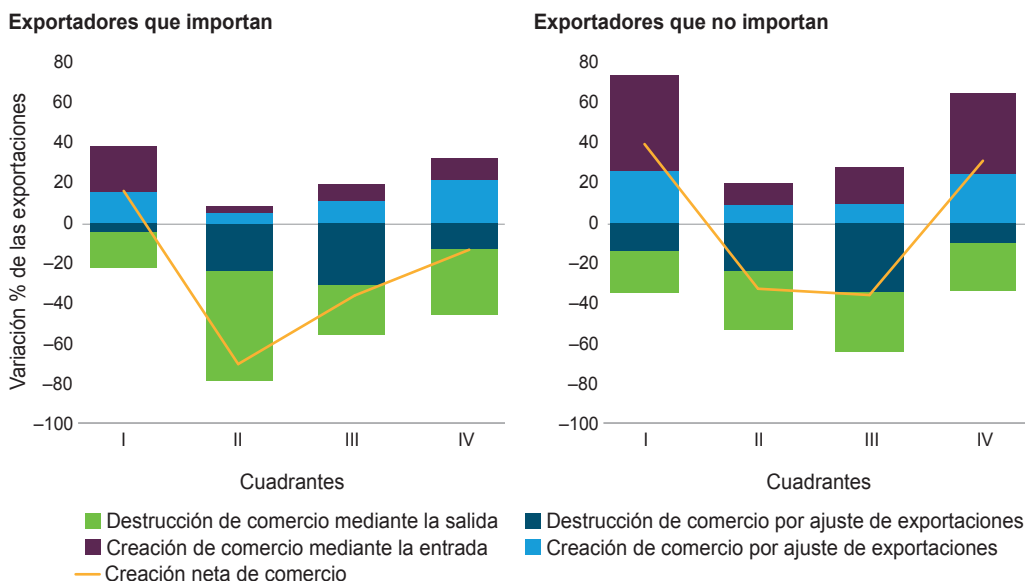
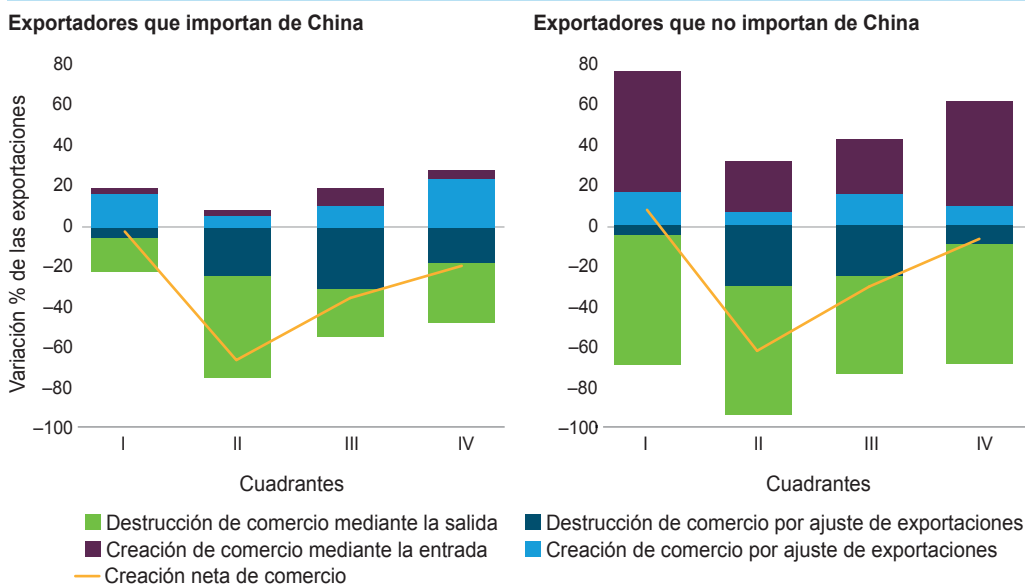


GRÁFICO 7.7B ● El impacto de importar de países distantes: China versus otros lugares



Fuente: Alviarez (de pronta publicación).

Nota: Cada barra en este gráfico representa un cuadrante y cada una se desglosa en los cuatro márgenes de creación neta de comercio: (i) aumento de las exportaciones de los exportadores existentes (barras azul oscuro), ii) exportaciones de las empresas que entran en el mercado de las exportaciones en 2020 (barras azul claro), iii) disminución de las exportaciones de los exportadores existentes (barras rojo oscuro) y iv) disminución de las exportaciones de las empresas que salen del mercado exportador en 2020. El panel izquierdo (derecho) del Gráfico 7.7A muestra los márgenes de la creación de comercio de las empresas importadoras (no importadoras) situadas en cada cuadrante. El Gráfico 7.7B muestra los márgenes de la creación de comercio de los importadores que obtienen cualquiera de sus bienes intermedios importados de China (panel izquierdo) y los importadores que no obtienen ninguna importación de China (panel derecho).

de este capítulo destaca las políticas que multiplicarían la creación de vínculos comerciales intrarregionales y permitirían a las empresas obtener más insumos intermedios de países en la región, impulsando las exportaciones de productos acabados a las economías avanzadas y a países de América Latina y el Caribe.¹⁶

iv. El desempeño de los proveedores y clientes de las empresas: resiliencia de las redes. La creación de relaciones comerciales exige un tiempo y esfuerzos considerables. Esto es especialmente verdad en los negocios internacionales, donde las partes de una transacción a menudo no hablan la misma lengua y llevan a cabo negocios en diferentes zonas horarias. Además, en relación con las transacciones domésticas, el tiempo transcurrido entre que se emiten las órdenes de compra, se cumplen los trámites de aduana y los productos finalmente son entregados es considerablemente más largo y crea riesgos adicionales que deben ser gestionados, y que requieren confianza entre las partes.¹⁷

Los exportadores a menudo dependen de insumos intermedios importados adaptados a necesidades específicas, que requieren inversiones significativas de ambas partes. Por lo tanto, cuando un exportador pierde uno de sus proveedores le toma tiempo buscar y establecer con éxito una relación con un nuevo socio comercial, lo cual suele tener efectos negativos en la producción.¹⁸ Cuando se enfrentan a un shock de gran escala como la pandemia de la COVID-19, numerosas empresas se ven obligadas a dejar de cumplir sus pedidos, interrumpiendo muchas de sus relaciones.¹⁹

El shock de la COVID-19 ha tenido un fuerte impacto en los proveedores extranjeros de las empresas en la región, y también en los clientes de las empresas. El Gráfico 7.8A muestra el cambio en las exportaciones de las empresas (eje Y) en relación con la fracción de proveedores netos que la empresa perdió.²⁰

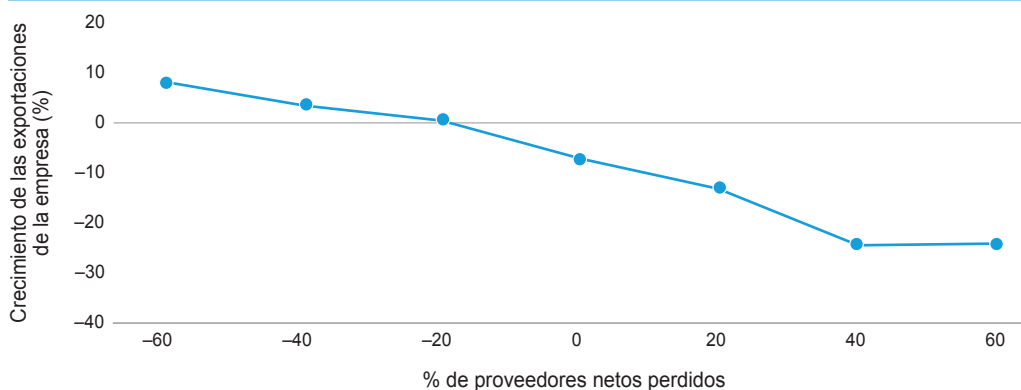
¹⁶ Dada su ventaja comparativa, etapa de desarrollo y considerable concentración de las redes de producción globales, Asia Oriental es el principal competidor de América Latina y el Caribe en las exportaciones a las economías avanzadas.

¹⁷ Para superar parcialmente la falta de confianza, así como las fricciones reputacionales e informacionales relacionadas con las transacciones internacionales, el mercado ha desarrollado instrumentos financieros, como cartas de crédito, así como un complejo sistema de tecnología informática que permite a los vendedores y compradores compartir información sobre sí mismos y sobre los productos que ofrecen.

¹⁸ Para una discusión sobre la relevancia de las redes en el desempeño de las empresas, ver Barrot y Sauvagnat (2016); Martin, Mejean y Parenti (2020); Kramarz, Martin y Mejean (2020); y Bernard *et al.* (2019).

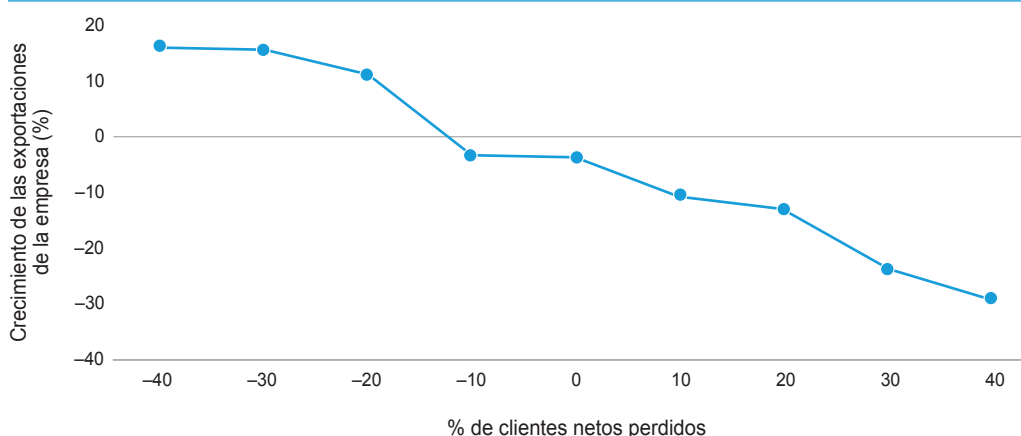
¹⁹ Este análisis define una nueva relación como una relación observada en el actual período, pero no en el anterior. De la misma manera, una relación interrumpida es una relación observada en el período anterior, pero no en el actual. Algunas de estas relaciones interrumpidas podrían restablecerse después de la crisis, mientras que otras pueden quedar permanentemente rotas, sobre todo si los compradores conectados con nuevos proveedores o vendedores ya han encontrado nuevos clientes. Por lo tanto, la medida de la resiliencia de la red en este caso evalúa si una relación fue alterada durante la pandemia.

²⁰ Las empresas pueden agregar algunos proveedores y perder otros; el análisis se lleva a cabo en el cambio neto de proveedores para Colombia y México.

GRÁFICO 7.8A ● Red de proveedores extranjeros del exportador

Fuente: Alviarez (de pronta publicación).

Nota: El eje X muestra la fracción de los proveedores netos perdidos. En esta fracción, el numerador se calculó como el número de proveedores perdidos menos el número de proveedores añadidos en una determinada empresa. El denominador es el número de proveedores que abastecieron a la empresa en 2019. El eje Y es el crecimiento de las exportaciones a nivel de la empresa.

GRÁFICO 7.8B ● Red de clientes extranjeros del exportador

Fuente: Alviarez (de pronta publicación).

Nota: El eje X muestra la fracción de los clientes netos perdidos. En esta fracción, el numerador se calculó como el número de clientes perdidos menos el número de clientes añadidos en una determinada empresa. El denominador es el número de clientes a los que la empresa exportó en 2019. El eje Y es el crecimiento de las exportaciones a nivel de la empresa.

Es claro que cuanto más grande la fracción de proveedores netos perdidos, más negativo es el impacto en las exportaciones de las empresas. Por ejemplo, para empresas que perdieron cerca del 20% de sus proveedores netos, las exportaciones cayeron aproximadamente un 13%. Por otro lado, las empresas que aumentaron sus proveedores netos en aproximadamente un 20% vieron sus exportaciones crecer cerca del 0,1%. Un ejercicio similar en relación a los clientes, en lugar de los proveedores, muestra otra sólida correlación entre el cambio en

las exportaciones y la pérdida de clientes.²¹ El Gráfico 7.8B muestra el crecimiento de las exportaciones de la empresa en relación con la fracción de clientes netos perdidos. Las empresas que exportaron cerca de un 25% menos perdieron cerca de una tercera parte de sus clientes.

Mientras la pandemia persista y reine la incertidumbre sobre cómo evolucionará la crisis sanitaria y económica, la destrucción de la red de proveedores y clientes de las empresas causa preocupación. Dado que se tarda tiempo y se requieren recursos para construir relaciones, si la red sigue descomponiéndose, la región podría disminuir significativamente sus exportaciones. Por otro lado, la conmoción en las cadenas globales de valor puede representar una oportunidad para las empresas de la región.

Implicaciones de política económica

Aumentar la participación en las cadenas globales de valor puede ayudar a los países en la región a mejorar la productividad y el crecimiento, pero también puede aumentar la vulnerabilidad ante los shocks. ¿Cómo pueden las políticas simultáneamente mejorar la participación y reducir los riesgos? Los tiempos turbulentos como los de la actualidad a veces ofrecen ventanas de oportunidad. Estas ventanas pueden cerrarse rápidamente y deben ser aprovechadas; ya que a pesar de ser temporales sus potenciales beneficios pueden ser permanentes.

Hay diversas políticas que pueden ayudar a las empresas a participar en las cadenas de valor de una manera más completa. Permitir que las corporaciones multinacionales funcionen más libremente, promoviendo la facilitación del comercio, mejorando el desempeño de la logística, invirtiendo en infraestructura (tanto el capital físico como su gestión), promoviendo la innovación al mejorar la protección de los derechos de propiedad intelectual e invirtiendo en educación y capacitación para mejorar las capacidades técnicas de los trabajadores son ejemplos de políticas horizontales más amplias que pueden facilitar una mayor inserción en las cadenas globales de valor. La mejora de las instituciones, incluidas las agencias de promoción del comercio, también juegan un rol importante.²²

La profundización de las cadenas regionales de valor que están menos desarrolladas y son menos vulnerables a los shocks globales también produciría beneficios. La eliminación de las barreras para la integración regional sería un avance muy significativo para promover una mayor participación en las cadenas regionales de valor.²³ Lamentablemente, la

²¹ Como sucede con los proveedores, las empresas pueden ganar algunos clientes y perder otros; el análisis considera el cambio neto.

²² Para un debate más detallado, consultar Mesquita Moreira y Stein (2019).

²³ Estas barreras afectan las ganancias del comercio y de la producción multinacional, distorsionando los niveles y la asignación sectorial de la inversión externa (Alviarez, 2019).

complicada maraña de tratados comerciales en toda la región carece de reglas consistentes. La mayor parte del comercio que tiene lugar podría ser preferencial (en otras palabras, es probable que exista un tratado entre el país exportador y el país importador) pero la complejidad de las reglamentaciones aumenta los costos de cumplimiento resultando en un escaso comercio. Por ejemplo, las reglas de origen difieren según los acuerdos y en muchos casos no son acumulativas.²⁴ Formar cadenas regionales de valor que abarquen múltiples países es una tarea difícil. Un enfoque de abajo hacia arriba que asegure que las reglas de origen sean consistentes entre los numerosos y diferentes acuerdos, así como la eliminación de otras barreras comerciales y no comerciales, representaría un avance significativo.²⁵

El análisis en este capítulo sugiere que un conjunto de políticas más específicas podría ser útil:

- **Pequeñas y medianas empresas como exportadores (PyMEs):** las empresas grandes tienden a ser los principales actores en las cadenas globales de valor. La mayor parte de las exportaciones son producto de un número limitado de grandes empresas, a menudo corporaciones multinacionales. Sin embargo, las cadenas de suministro se han vuelto mucho más fragmentadas y dispersas, con redes de pequeñas y medianas empresas (PyMEs), tanto aguas arriba como aguas abajo, más largas y de más amplio crecimiento en todo el mundo. Además, las PyMEs representan una parte importante de la creación y destrucción de comercio, sobre todo dado que las empresas que comienzan a exportar, generalmente abandonan pronto el mercado exportador. Las políticas que permiten que las PyMEs entren y se mantengan como exportadores de manera más consistente podrían generar una participación considerablemente mayor en las cadenas globales de valor. Las dificultades para crear una red resiliente de clientes extranjeros y el acceso al crédito parecen ser los principales problemas. Las políticas para ayudar a las empresas eficientes a navegar los shocks negativos transitorios y así impedir que salgan del mercado exportador podrían ser sumamente beneficiosas.

Como se señaló en el Capítulo 5, los gobiernos han intentado facilitar el crédito durante la crisis mediante programas de garantías. A pesar de las preocupaciones en relación con las posibles pérdidas fiscales asociadas con estas políticas y su apoyo a las compañías potencialmente ineficientes, su objetivo es mantener a las empresas funcionando y a su fuerza laboral intacta durante la crisis sanitaria. Estos programas pueden ser particularmente útiles para los exportadores cuyos

²⁴ Algunas empresas ni siquiera se molestan en asegurarse que las preferencias se apliquen debido a los altos costos de cumplimiento.

²⁵ Ver Powell (2017) y Mesquita Moreira y Stein (2019).

clientes extranjeros también sufren dificultades financieras y que, al no poder recibir el pago por adelantado, deben esperar recibirlo al momento de la entrega de los bienes. Esta política ayudará a los exportadores pequeños y medianos a mitigar los altos costos asociados con las interrupciones de las relaciones. También complementa las regulaciones de Basilea III que establecen un requisito de capital más bajo para los instrumentos de financiamiento del comercio y prescinden del denominado piso soberano en las cartas de crédito confirmadas, que son particularmente importantes en los países de bajos ingresos.²⁶ Costos regulatorios más bajos para el financiamiento del comercio internacional podrían aumentar la resiliencia de estos países ante los shocks externos.

- **Resiliencia de la red de exportadores.** Un conjunto robusto de redes de proveedores mejora el desempeño exportador, dado que los shocks idiosincráticos a nivel de la empresa se propagan a lo largo de sus redes de producción. La evidencia de las consecuencias de los desastres naturales, por ejemplo, señala que los proveedores afectados imponen considerables pérdidas de producción a sus clientes, sobre todo cuando producen insumos específicos, que es el típico caso en las cadenas globales de valor complejas.²⁷ La diversificación a nivel de país de origen también es importante. Por ejemplo, desde enero hasta marzo de 2020 algunas empresas de Estados Unidos cambiaron sus importaciones de determinados productos de China a Vietnam y Bangladesh, como respuesta a las etapas iniciales de la pandemia de la COVID-19 (Heise, 2020a). Esta estrategia de diversificación de suministros fue implementada por empresas que ya importaban de países alternativos, lo que señala la importancia de las relaciones comerciales preexistentes y la utilidad de la diversificación de los mercados para construir resiliencia en las CGVs. Además, la diversificación de las CGVs de los proveedores extranjeros puede disminuir la volatilidad macroeconómica al reducir la exposición a un único país. Los países que se abastecen en diversos lugares están mejor protegidos ante los shocks y experimentan menos volatilidad agregada. Una gran concentración geográfica de los proveedores aumenta el riesgo a un shock que se propague a lo largo de las cadenas de suministro afectando negativamente a la economía (Caselli *et al.*, 2020).

Dada la importancia de mantener relaciones y de crear otras nuevas cuando se enfrenta un shock importante como la pandemia de la COVID-19, es crucial apoyar las redes empresariales en este frente. Las redes en línea para las empresas son una herramienta importante que proporciona Internet para que las PyMEs se conecten con los mercados internacionales. Un ejemplo de estos

²⁶ Beck y Rojas-Suárez (2019).

²⁷ Ver Barrot y Suavagnat (2016).

esfuerzos es ConnectAmericas, una red en línea para empresas en las Américas creada por el Banco Interamericano de Desarrollo con el apoyo de Google, DHL, Visa y Alibaba; la cual tiene como objetivo promover el comercio y la inversión internacional de empresas de todos los tamaños en las Américas a través de su plataforma. Dicha plataforma cuenta con una red de cerca de 86.000 empresas, y ofrece acceso a cursos y seminarios en línea, casos de éxito, y herramientas e información sobre buenas prácticas empresariales, tendencias y nuevos mercados. Apoyar la participación de las empresas en las ferias comerciales y contar con agencias activas y efectivas de promoción de las exportaciones también es útil. Estas políticas mejoran la capacidad de las empresas de conectar con nuevos proveedores y clientes.

La pandemia de la COVID-19 puede convertirse en una oportunidad para América Latina y el Caribe. Los mercados extranjeros están reestructurando sus estrategias de suministro y la región puede ser capaz de aprovechar estos cambios. Durante las crisis se abren ventanas de oportunidad, pero pueden cerrarse rápidamente. Los países que no consiguen aprovecharlas pueden perderse beneficios duraderos. Por ejemplo, las políticas que promueven el crédito comercial actualmente pueden ser más efectivas para permitir que las empresas aprovechen las oportunidades —incluido evitar la pérdida de los contactos con clientes y proveedores— que otros esfuerzos similares en tiempos normales. Sin embargo, este capítulo sugiere la necesidad de destacar algunas de estas políticas de manera más consistente. Los tiempos turbulentos pueden generar grandes beneficios cuando se han aplicado medidas más temprano y más sostenidamente para ayudar a las empresas a participar en las cadenas globales de valor. Al agrupar a las empresas por su desempeño en las exportaciones en relación con la demanda global, y analizar las características que son más susceptibles de asociarse con su capacidad para crear y destruir comercio, este capítulo contribuye a encontrar la mezcla adecuada de políticas que ayuden a la región a alcanzar una mayor y más estable participación en las cadenas de valor y a promover el crecimiento a largo plazo.

CAPÍTULO 8

Crecimiento, productividad y maleabilidad

La pandemia de la COVID-19 ha asestado un duro golpe al crecimiento económico en América Latina y el Caribe (ver Capítulo 1). Sin embargo, el crecimiento en la región ha sido esquivo durante décadas. Desde 1960, la tasa del crecimiento promedio del PIB real per cápita de la región fue de 2,4% al año, notablemente inferior a los países emergentes asiáticos de rápido crecimiento (4,9%). Dos de los factores que han contribuido al mediocre crecimiento a largo plazo han sido las bajas tasas de inversión, que han tenido como resultado una limitada expansión del stock de capital, y un rezago en el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), que es la medida más ampliamente utilizada de la eficiencia económica agregada.¹ Otro factor han sido las crisis económicas recurrentes.² Las crisis tienen costos y no todos los sectores se recuperan de la misma manera. Esta asimetría influye en la asignación de los recursos económicos después de las crisis y, por lo tanto, en el crecimiento a largo plazo.

La COVID-19 ha generado más pérdidas de producción en los sectores intensivos en mano de obra, que son los que más han sufrido el impacto del cambio de los patrones de consumo y producción. A pesar de la naturaleza sin precedentes de la pandemia, el impacto negativo desproporcionado en los sectores intensivos en trabajo es una característica habitual de las crisis porque esos sectores son más “maleables”, lo que significa que es más fácil reasignar el trabajo que el capital. La misma característica, agravada por una baja inversión en capital físico después de las crisis, permite que los sectores intensivos en trabajo absorban relativamente más recursos en el proceso de recuperación que los sectores intensivos en capital. Un problema con este patrón de caída y recuperación es que, en promedio, los sectores intensivos en trabajo son menos productivos y, por lo tanto,

¹ El crecimiento desde 1960 ha sido apuntalado por una mayor participación laboral —como parte del bono demográfico— y mejores competencias a medida que la educación se ampliaba a la cobertura universal (ver Cavallo y Powell, 2018).

² En términos de inversión, América Latina y el Caribe invirtió menos (como porcentaje del PIB) antes de la pandemia que cualquier otra región excepto África Subsahariana. Si bien la inversión (neta de depreciación del capital) ha sido en promedio el 12% del PIB desde 1960, durante el mismo período fue del 19% del PIB en Asia emergente. La tasa de crecimiento de la PTF ha sido cercana a cero desde 1960 en América Latina y el Caribe, mientras que en Asia emergente ha sido de aproximadamente 1% al año, en promedio.

puede que los recursos sean mal asignados y limiten la eficiencia económica. Para revertir ese ciclo, los países deben aumentar la inversión en sectores con un mayor potencial para incrementar la PTF. La infraestructura es un ejemplo: invertir en infraestructura acumula o mejora los activos de transporte, energía, agua y saneamiento y telecomunicaciones de un país, con efectos secundarios positivos en otros sectores. Aumentar la inversión en infraestructura y focalizarla más adecuadamente en la fase de recuperación de la COVID-19 puede mejorar las perspectivas de crecimiento de la región.

De la volatilidad a la maleabilidad

Debido a la frecuente exposición a los shocks externos, incluidos los términos de intercambio, los desastres naturales y las crisis financieras, además de instrumentos inadecuados para lidiar con ellos, las economías de América Latina y el Caribe son volátiles. Las economías que están intermitentemente expuestas a la volatilidad se enfrentan a una incertidumbre considerable respecto a la rentabilidad de los proyectos de inversión, y puede que los empresarios opten por tecnologías que se revierten fácilmente, es decir, que son más “maleables”.³ Sin embargo, puede que una mayor maleabilidad tenga sus costos, dado que pasar constantemente de una tarea a otra puede inhibir el descubrimiento de métodos más eficientes de producción.⁴ Por ejemplo, Cavallo *et al.* (2013) observan que una mayor volatilidad distorsiona la asignación eficiente de los recursos —lo que conlleva un menor crecimiento de la productividad— sobre todo en los países en desarrollo muy expuestos a los shocks y que carecen de las instituciones necesarias para lidiar exitosamente con ellos. Por consiguiente, los países que adoptan tecnologías más maleables acaban con una PTF baja, un crecimiento de la productividad más lento y un menor crecimiento económico a largo plazo (Pagés, 2010).

Aunque es difícil evaluar empíricamente la maleabilidad, un atajo es considerar la intensidad del capital en relación con el trabajo (K/L), bajo el supuesto de que es más fácil reasignar el trabajo que el capital, que tiende a ser más específico de un proceso de producción concreto en cada sector.⁵ Una nueva base de datos⁶ proporciona la información para evaluar la relación entre la intensidad de capital de los sectores y, por lo tanto,

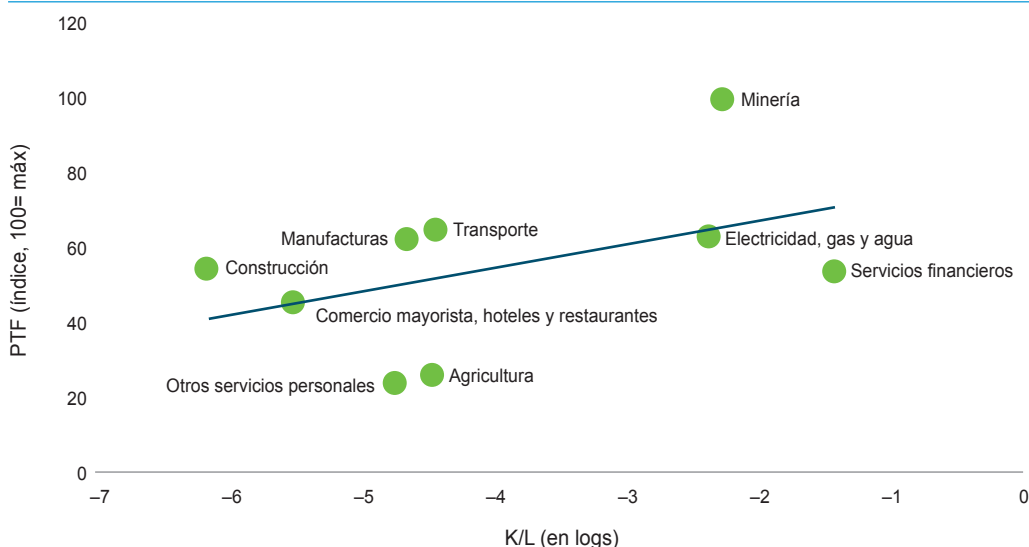
³ Calvo (2005).

⁴ Ver, por ejemplo, Hausmann y Rodrik (2003).

⁵ Esta idea fue definida hace tiempo en la literatura sobre América Latina y el Caribe como un caso de “producción especulativa” en el sentido de que los empresarios, que especulan constantemente sobre la volatilidad relativa de los precios, optan por tecnologías que les facilitan cambiar de un producto a otro. Ver Ocampo Gaviria (1984).

⁶ LA-KLEMS es el capítulo de América Latina y el Caribe de World KLEMS, una iniciativa global creada para promover el análisis de los patrones de crecimiento y productividad en todo el mundo. El enfoque se basa en un marco de contabilidad del crecimiento. Ver Jorgenson (2012) y la base de datos LA-KLEMS (2019). La principal innovación de la metodología KLEMS es la creación de bases de datos sobre la producción (PIB), los insumos (es decir, stocks de capital, trabajo e insumos intermedios) y la productividad detallada a nivel sectorial.

GRÁFICO 8.1 ● PTF versus intensidad del capital por sector



Fuente: Cálculos del BID basados en LA-KLEMS (2019) y EU-KLEMS (Van Ark y Jäger, 2017).

Nota: Cada punto es el promedio de la PTF del sector y sus ratios capital/trabajo, con un promedio calculado a lo largo del tiempo y entre diferentes países (8 países de LA-KLEMS y 12 países de EU-KLEMS). La PTF para cada sector/país se calcula como un residual utilizando una función de producción Cobb-Douglas con coeficientes específicos del sector (ver Apéndice D). Las unidades de capital se expresan en dólares de Estados Unidos a PPA, y el trabajo se mide en número de trabajadores.

su maleabilidad estimada, y la productividad a nivel de los sectores (PTFs).⁷ El Gráfico 8.1 muestra la relación entre el ratio capital/trabajo por sector y un índice de la PTF para los sectores —calculado según la contabilidad estándar del crecimiento, utilizando el capital y el trabajo como factores de producción— de LA-KLEMS y EU-KLEMS.⁸ El gráfico muestra que una mayor intensidad del capital está asociada con niveles más altos de PTF, en promedio.⁹ Dado que la PTF agregada es el promedio ponderado de los PTF a nivel sectorial, los países que adoptan tecnologías menos intensivas en capital —más maleables— tienen una menor eficiencia agregada (PTF). En el caso de América Latina y el Caribe, por ejemplo, la intensidad del capital promedio en diferentes sectores es cerca

⁷ La base de datos LA-KLEMS proporciona datos de 10 sectores económicos a nivel de un dígito de la CIIU (rev 3) —agricultura; construcción; electricidad, gas y agua; servicios financieros (finanzas y seguros); manufacturas; minería; transporte (transporte, almacenamiento y comunicación); comercio mayorista, hoteles y restaurantes; y otros servicios personales— sobre ocho economías de América Latina (Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Honduras, México y Perú), a lo largo del período 1990-2017.

⁸ El Apéndice D describe cómo se construyen las medidas de PTF. Basta decir que la PTF se construye mediante un enfoque de participación factorial. Se supone una función de producción Cobb-Douglas en el trabajo y el capital. La función de producción se log-linealiza y la PTF se calcula como la diferencia entre el producto y una combinación lineal de los insumos, en donde la participación de cada factor varía entre sectores pero permanece constantes entre países.

⁹ Ver Cavallo *et al.* (2013) y Pagés (2010).

de las dos terceras partes de Europa, mientras que el nivel medio de la PTF en la región es un 60% menor.^{10,11}

La pandemia de la COVID es un shock de grandes proporciones que probablemente tendrá impactos considerables y persistentes en la asignación de recursos en diferentes sectores.¹² Las implicaciones a largo plazo de esos cambios dependerán de cuáles son los sectores que crecen y atraen más recursos en la fase de recuperación. La experiencia de la región en crisis anteriores puede ser una referencia útil para evaluar las posibles consecuencias de la COVID-19. Para llevar a cabo esa evaluación, este capítulo comienza calificando la maleabilidad de los sectores, emplea la clasificación resultante para estudiar los impactos a nivel sectorial del shock de la COVID-19 y luego extrae de las crisis anteriores las lecciones necesarias para la recuperación.

Ranking de la maleabilidad en diferentes sectores

La maleabilidad está inversamente relacionada con el ratio K/L. El Gráfico 8.2 muestra el ranking de los sectores económicos por su ratio K/L, comparando entre diferentes sectores en América Latina y el Caribe (eje X) y Europa (eje Y). Sectores con un ranking bajo son sectores con tecnologías de producción más maleables, y viceversa. El ranking de diferentes sectores entre regiones es similar excepto en la agricultura, que tiene el ratio K/L más bajo en América Latina, mientras que ocupa el sexto lugar de diez países en Europa. Esto sugiere que, en promedio, las tecnologías utilizadas en los sectores agrícolas de América Latina son considerablemente menos intensivas en capital que en Europa.¹³

La clasificación similar del resto de los sectores sugiere que el grado de maleabilidad es intrínseco en los procesos de producción, y que algunos sectores emplean tecnologías más maleables (es decir, menos capital por unidad de trabajo) que otros en todas partes.¹⁴

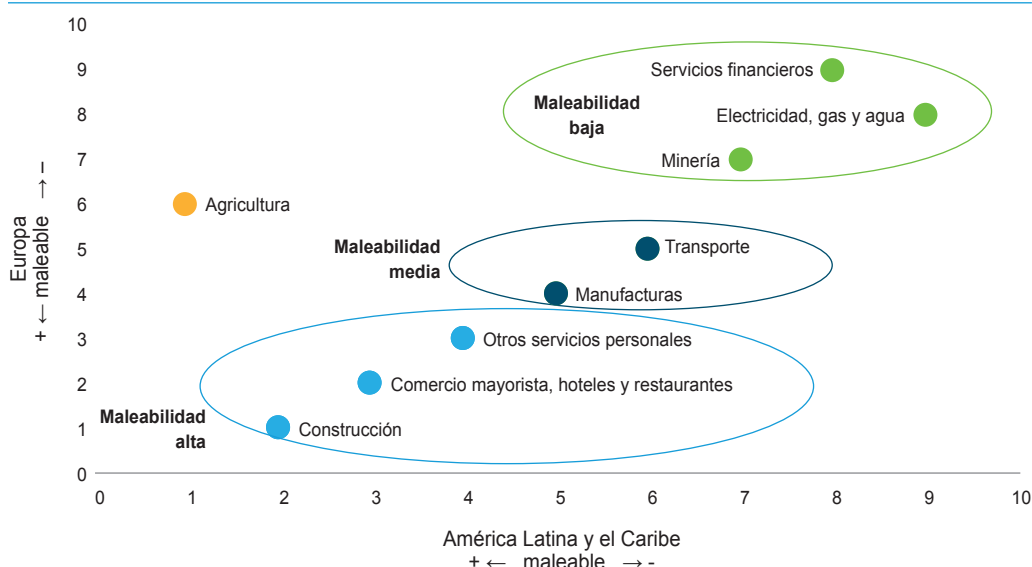
¹⁰ Los ratios K/L son menores en América Latina y el Caribe que en Europa a nivel de la economía agregada, y en la mayoría de los otros sectores económicos. A nivel de economía agregada, el ratio K/L en Europa es 1,5 veces el de los países de la región. A nivel sectorial, la mayoría de los sectores en la región tienen ratios K/L más bajos que sus contrapartes europeas. Ver Apéndice D para más detalles.

¹¹ Una PTF más baja implica que la eficiencia promedio con la que se emplean los factores de producción (es decir, trabajo y capital) para producir un producto es menor, lo que a su vez explica las diferencias relativas de ingreso entre los países. Ver Caselli (2005) y Hsieh y Klenow (2010) y Daude y Fernández-Arias (2010) para un análisis de América Latina y el Caribe.

¹² Ver Barrero, Bloom y Davis (2020).

¹³ El sector agrícola en América Latina y el Caribe está dividido entre un subsector moderno (probablemente más intensivo en capital) y uno tradicional (probablemente intensivo en trabajo) que coexisten (ver Mesquita Moreira y Stein, 2019). La baja intensidad del capital en la agricultura en el Gráfico 8.3 probablemente refleja el predominio del sector más tradicional en esta muestra.

¹⁴ El supuesto de que el grado de maleabilidad de los sectores es intrínseco de sus procesos de producción es similar al supuesto de Rajan y Zingales (1998) de que hay un motivo tecnológico (es decir, diferentes intensidades de capital) por el que algunas industrias dependen más del crédito que otras y que estas diferencias tecnológicas persisten en diferentes países y a lo largo del tiempo.

GRÁFICO 8.2 • Ranking de las intensidades en capital (K/L)


Fuente: Cálculos del BID basados en LA-KLEMS (2019) y EU-KLEMS (Van Ark y Jäger, 2017).

Nota: Ranking del ratio capital/trabajo promedio de cada sector en cada región; desde el ratio capital/trabajo más bajo (alta maleabilidad) al ratio capital/trabajo alto (baja maleabilidad).

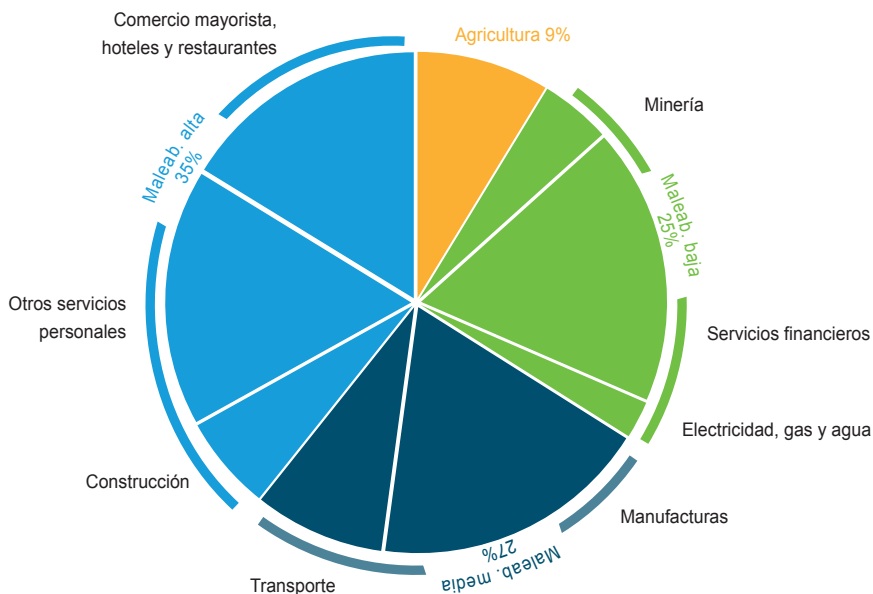
Esto implica que, por ejemplo, la construcción es más maleable que las manufacturas, y a su vez, las manufacturas son más maleables que el sector de la electricidad, gas y agua en ambas regiones. Con la excepción de la agricultura, los otros sectores¹⁵ forman tres grupos de maleabilidad: la “maleabilidad alta” comprende la construcción, las ventas al por mayor, los hoteles y los restaurantes y otros servicios personales; la “maleabilidad media” es propia de las manufacturas y el transporte, y; “maleabilidad baja” es propia de la minería, los servicios financieros y la electricidad, gas y agua.

El tamaño relativo de cada grupo en la economía promedio en América Latina y el Caribe se muestra en el Gráfico 8.3. Los grupos de maleabilidad media (27%) y superior (39%) son más grandes que los grupos de maleabilidad baja (25%) y, por lo tanto, pesan más en la economía agregada. La agricultura representa cerca del 9% del total. En la sección siguiente se utiliza el ranking a nivel sectorial para evaluar el impacto de la COVID-19 en los sectores.

El impacto de la COVID-19 en la producción a nivel sectorial

La pandemia global generó simultáneamente shocks de la oferta y la demanda en diferentes sectores. Los confinamientos y otras medidas de mitigación llevaron a la suspensión total o parcial de las actividades productivas, dañando el consumo y la producción. El efecto de

¹⁵ La vivienda se elimina de la muestra debido a la falta de datos.

GRÁFICO 8.3 • Porcentaje por sector del PIB en América Latina y el Caribe

Fuente: Cálculos del BID basados en LA-KLEMS (2019).

los confinamientos ha sido más marcado en sectores cuyas actividades conllevan una aglomeración y proximidad o contacto físico, por ejemplo, el turismo, la recreación, los hoteles y restaurantes, el transporte y los servicios personales, que son sectores intensivos en trabajo. El efecto ha sido más leve en sectores considerados esenciales, por ejemplo, actividades relacionadas con la alimentación y algunas actividades manufactureras, entre las cuales los suministros de limpieza y desinfectantes, los productos farmacéuticos y el material médico.¹⁶

Cuando la pandemia golpeó, el PIB real cayó en un 0,6% interanual en promedio durante el primer trimestre de 2020 en países seleccionados en la región con datos disponibles (ver Cuadro 8.1). Los impactos del confinamiento se hicieron sentir con toda su fuerza en el segundo trimestre de 2020, y el producto se desplomó en un 13,1% interanual, y cayó otro 6,6% interanual en promedio durante el tercer trimestre.¹⁷ A su vez, los impactos en la producción a nivel sectorial han sido mayores en los grupos de maleabilidad alta y media que en el grupo de maleabilidad baja. La excepción es la agricultura, que ha aguantado el shock mejor que otros sectores maleables, probablemente porque los alimentos, al ser esenciales, se han beneficiado de las políticas de mitigación —incluidas las transferencias directas para sostener los ingresos— que los gobiernos implementaron como respuesta a la pandemia.

¹⁶ Ver CEPAL (2020).

¹⁷ Se han observado patrones sectoriales similares en otros países. Por ejemplo, ver Brinca, Duarte y Faria-e-Castro (2020).

CUADRO 8.1 • Crecimiento económico por sectores durante 2020 (%)

	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre
Maleabilidad baja	0,3	-8,5	-4,1
Maleabilidad media	-1,4	-17,5	-8,0
Maleabilidad alta	-1,3	-18,5	-10,6
Agricultura	0,6	-1,9	1,1
Total	-0,6	-13,1	-6,6

Fuente: Cálculos del BID basados en cuentas nacionales.

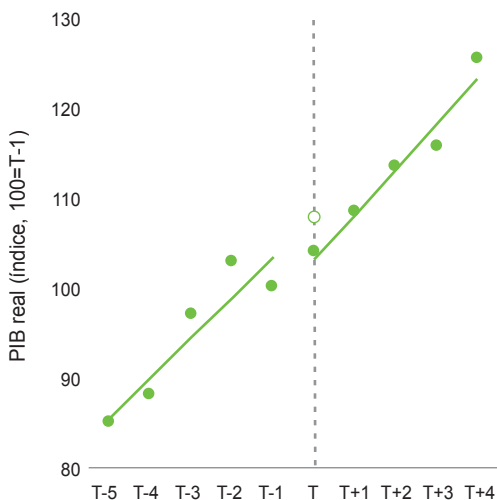
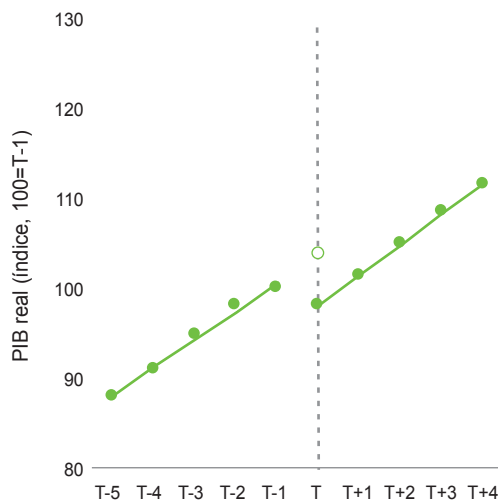
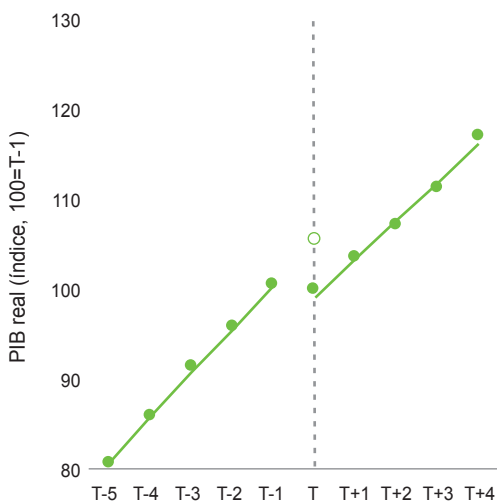
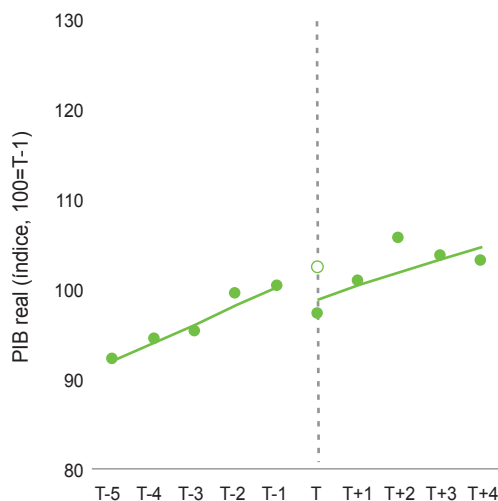
Nota: Promedio simple de las tasas de crecimiento anual del PIB de los sectores en cada grupo. Países con datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2020: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Nicaragua.

Los impactos en la producción han variado según los sectores; ¿qué se puede esperar durante la fase de recuperación? ¿Y cuáles pueden ser las consecuencias para la asignación eficiente de los recursos? Si bien es demasiado temprano para saber cuándo acabará la crisis de la COVID-19, la siguiente sección revisa el patrón de recuperación económica de crisis anteriores buscando claves para responder a estas preguntas. La crisis de la COVID-19 presenta tanto similitudes como diferencias con crisis anteriores. Mientras que las crisis que han afectado a la región desde los años ochenta solían tener un shock comercial o financiero en su epicentro, durante la pandemia el comercio internacional se vio gravemente restringido por los confinamientos y el colapso global de la demanda (ver Capítulos 3 y 7). Sin embargo, hasta la fecha los países han evitado crisis financieras debido a efectivas respuestas de política (ver Capítulo 5). A pesar de las diferencias, la evidencia de crisis anteriores puede arrojar luz sobre cuán específicos han sido los impactos de la COVID-19 a nivel sectorial (resumidos en el Cuadro 8.1), y cuáles son las posibles consecuencias para el crecimiento después de la pandemia.

Lecciones de crisis anteriores

El siguiente análisis considera el impacto de crisis económicas grandes que afectaron a los ocho países en la base de datos LA-KLEMS desde 1990. Éstas son la crisis que sufrió México en 1995 (“Efecto tequila”), las consecuencias de las crisis financieras en Asia y Rusia, que afectaron a Perú en 1998 y a Colombia en 1999. También se considera la crisis financiera global de 2008-09 que afectó a todos los países en la muestra y provocó recesiones generalizadas en 2009. El estudio versa sobre los impactos de las crisis en el producto a nivel sectorial y la PTF durante la crisis y en la fase de recuperación.

Para cada una de las crisis, el peor año de la crisis (es decir, el año en que el PIB real tocó fondo) se presenta como T, y se estudia el comportamiento del PIB real a nivel sectorial y la productividad total de los factores (PTF) cinco años antes y cuatro años después del comienzo de la crisis. Para resumir la información de diferentes sectores y

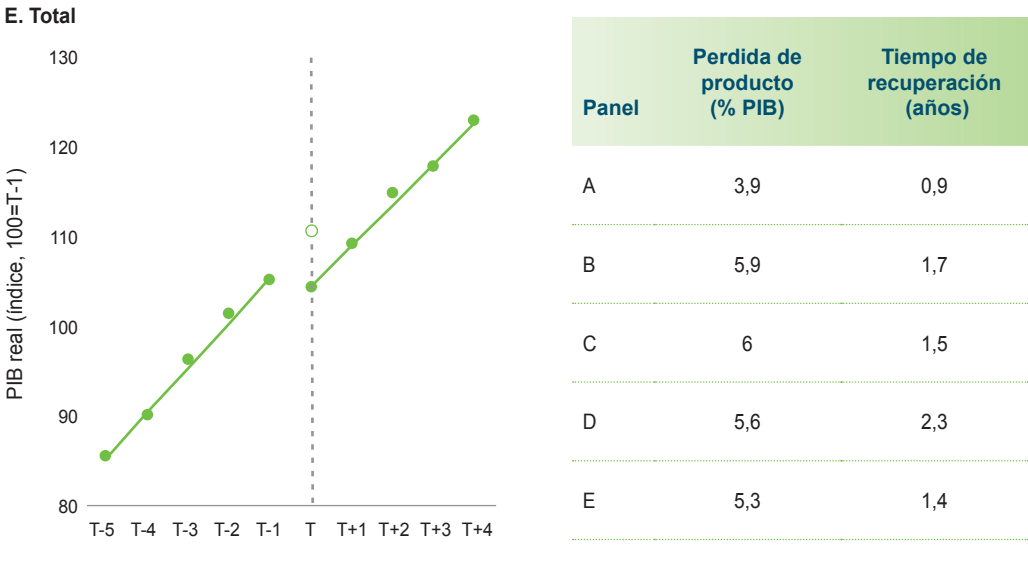
GRÁFICO 8.4 ● Impactos de las crisis en el PIB real**A. Maleabilidad baja****B. Maleabilidad media****C. Maleabilidad alta****D. Agricultura**

(continúa en la página siguiente)

crisis, las variables de interés se transforman en índices y luego se normalizan a 100 en T-1, el año anterior al peor momento de la crisis. Posteriormente, se toma el promedio simple (no ponderado) de los índices sectoriales en cada grupo de maleabilidad en los diversos episodios de crisis en la muestra para producir un índice sintético por grupo.

El Gráfico 8.4 recoge los índices del PIB real para los tres grupos de maleabilidad, más la agricultura, que está separada de los otros sectores porque sus intensidades de capital en América Latina y el Caribe y en Europa son diferentes y, por lo tanto, no se

GRÁFICO 8.4 ● Impactos de las crisis en el PIB real (continuación)



Fuente: Cálculos del BID basados en LA-KLEMS (2019).
Nota: T es el peor año de la crisis (es decir, el año en que el PIB real tocó fondo en cada país). Para resumir la información en diferentes sectores y crisis, se transforma el PIB real de cada sector en un índice y se normaliza a 100 en T-1. Cada punto es el promedio simple (no ponderado) en diferentes sectores en cada grupo de maleabilidad para cada uno de los cinco años antes y de los cuatro años después del comienzo de la crisis. Los promedios corresponden a 11 episodios de crisis. Se incluyen las líneas de tendencia pre y poscrisis. Pérdidas de producción es la diferencia entre el PIB contrafactual (calculado proyectando la tendencia precrisis a T, y graficado como punto vacío en la línea vertical en T) y el PIB real en T (punto relleno en la línea vertical en T). El tiempo de recuperación es el número de años que se tarda después de la crisis para que el PIB alcance el nivel contrafactual de antes de la crisis. El tiempo de recuperación se calcula proyectando horizontalmente el punto vacío en la línea de tendencia poscrisis y luego abajo en el eje X.

inscribe inequívocamente en uno de los grupos de maleabilidad. El Gráfico 8.4 también recoge el índice para la economía, que es el agregado (promedio ponderado) de todos los sectores.¹⁸

El panel E muestra que las pérdidas del PIB real en el momento máximo de la crisis (en el periodo T) es de un 5,3% del PIB para la economía promedio. Después de la crisis, se tarda una media de 1,4 años para que el PIB se recupere desde el peor momento hasta el nivel contrafactual antes de la crisis (es decir, el nivel del PIB que el país habría alcanzado sin una crisis si la tendencia precrisis hubiera continuado sin interrupción).¹⁹ Es interesante señalar que el patrón varía según los sectores. En los sectores de maleabilidad alta (panel C), las pérdidas de producción durante la crisis son superiores al promedio (6% del PIB) y el PIB tarda 1,5 años en recuperar el nivel anterior a la crisis. En esta dimensión,

¹⁸ El total es el agregado de todos los sectores económicos, que también es el promedio ponderado de los sectores, donde las ponderaciones son las participaciones de un sector en el total de cada economía.
¹⁹ Sin embargo, las crisis generan pérdidas permanentes porque la tendencia del PIB poscrisis es más baja y paralela a la tendencia precrisis. Cerra y Saxena (2008) observan que las pérdidas de producción de las crisis financieras y algunos tipos de crisis políticas son altamente persistentes.

la agricultura (panel D), que en América Latina es el sector más maleable, se comporta como los otros sectores de maleabilidad alta. En el grupo de maleabilidad media (panel B), la producción cae un promedio de 5,9% y se tarda 1,7 años en recuperar los niveles anteriores a la crisis. En cambio, el grupo de maleabilidad baja (panel A) es el más resiliente: en promedio, el producto cae un 3,9% y se tarda cerca de un año en recuperar los niveles anteriores a la crisis.²⁰

Esta evidencia muestra que la forma en la cual las crisis impactaron al producto en los sectores es similar a la crisis de la COVID-19 (Cuadro 8.1), aun cuando la magnitud de las crisis anteriores era menos severa. Al parecer, los sectores más maleables normalmente sufren un impacto mayor durante las crisis.²¹

Además de los impactos en la producción, la volatilidad asociada con las crisis suele desviar recursos de su asignación eficiente, especialmente en los países en desarrollo que son menos capaces de lidiar con la volatilidad.²² La mala asignación de los recursos luego afecta a la eficiencia económica (PTF) durante la fase de recuperación y más allá.

El Gráfico 8.5 muestra la evolución de la PTF medida antes y después del comienzo de la crisis.²³ Los niveles de PTF caen uniformemente en los tres grupos de maleabilidad; sin embargo, es interesante señalar que el grupo de maleabilidad baja tarda más en recuperar sus niveles de PTF anteriores a la crisis (5,6 años) que el grupo de maleabilidad media (1,9 años) o alta (2,5 años). La combinación de las respuestas a nivel sectorial, más los impactos en la agricultura (panel D), arrojan una pérdida de PTF agregada estimada de 3% (panel E) para la economía, que tarda 2,7 años en recuperar sus niveles anteriores a la crisis después del peor momento de la misma.²⁴

El hecho de que la PTF cae después de las crisis también ha sido documentado por Calvo, Izquierdo y Talvi (2006). Estos autores observaron que las variaciones en la PTF explican el grueso de la variación en la producción a lo largo del período de

²⁰ La heterogeneidad en cómo el producto a nivel sectorial responde a las crisis también se observa en el comportamiento de la inversión. La inversión agregada cae un 25,3% en promedio después de las crisis. Esta sigue siendo moderada durante un período considerable, y se tarda un promedio de 4,6 años en recuperar los niveles anteriores a la crisis. Estos efectos agregados son impulsados por los grupos de maleabilidad alta y media mientras la inversión cae un 27,2% y un 39,2% en promedio, respectivamente, después de las crisis. En cambio, sólo cae un 7,9% en el grupo de maleabilidad baja y se tarda cerca de un año en recuperar su nivel anterior a la crisis.

²¹ Esto también se confirma en un trabajo reciente de Ahumada *et al.* (2021). Los autores observan que si bien los países de América Latina y el Caribe experimentaron un shock agregado más pequeño durante la crisis de 2008-09 en comparación con los países de la OCDE, el impacto negativo fue relativamente mayor en los sectores más maleables.

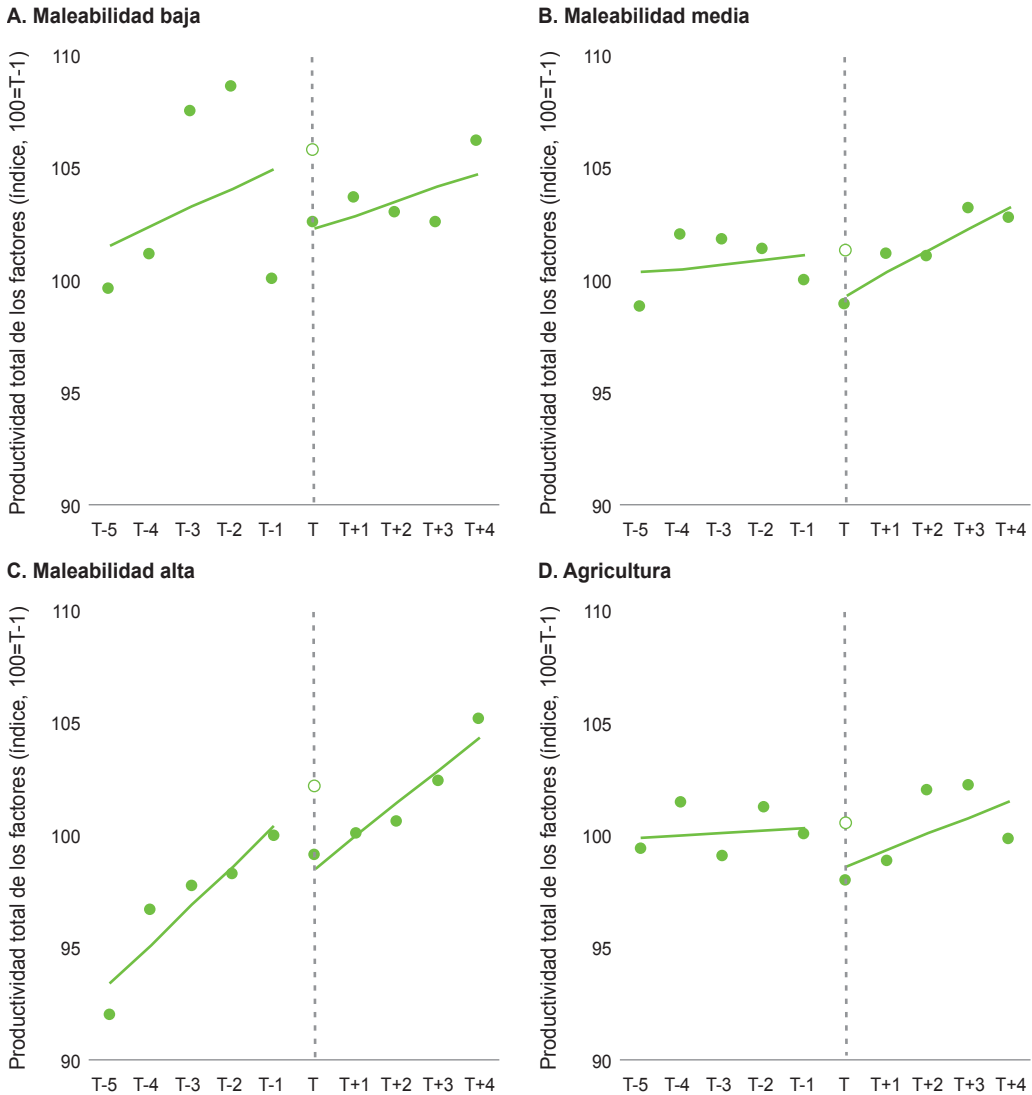
²² Ver Cavallo *et al.* (2013).

²³ Los resultados que utilizan la productividad del trabajo (PIB real/trabajo) en lugar de la PTF son cualitativa y cuantitativamente similares y no alteran las conclusiones.

²⁴ La productividad tarda 1,5 años en recuperar su nivel anterior a la crisis cuando se utiliza la productividad del trabajo en lugar de la PTF como indicador aproximado.

colapso/recuperación para una muestra de crisis similares.²⁵ El hecho de que las pérdidas de PTF sean persistentes también ha sido documentado por Daude y Fernández-Arias (2010). Lo novedoso de estos resultados es que el ritmo de la recuperación varía

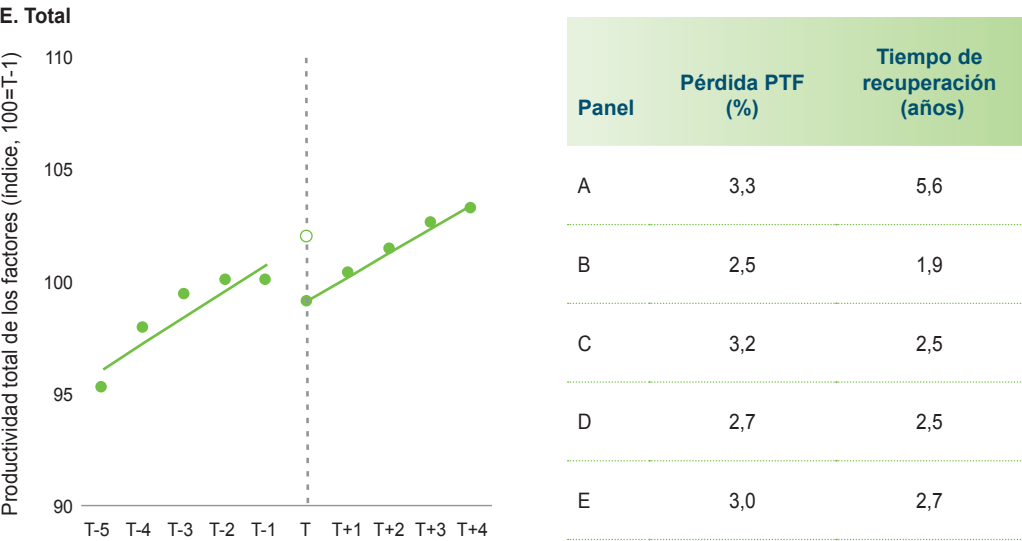
GRÁFICO 8.5 ● Impactos de las crisis en la productividad total de los factores



(continúa en la página siguiente)

²⁵ Calvo, Izquierdo y Talvi (2006) observan que los cambios en la PTF difícilmente se pueden atribuir a factores tecnológicos. Una conjetura alternativa es que la verdadera PTF se mantiene más o menos igual a lo largo del proceso de colapso/recuperación, y que los cambios en la PTF observada provienen de un mal funcionamiento en el sistema financiero.

GRÁFICO 8.5 ● Impactos de las crisis en la productividad total de los factores (cont.)



Fuente: Cálculos del BID basados en LA-KLEMS (2019) y EU-KLEMS (Van Ark y Jäger, 2017).
Nota: T es el peor año de la crisis (es decir, el año en que el PIB real tocó fondo en cada país). Para resumir la información en diferentes sectores y crisis, se transforma el PIB real de cada sector en un índice y se normaliza a 100 en T-1. Cada punto es el promedio simple (no ponderado) en diferentes sectores en cada grupo de maleabilidad para cada uno de los cinco años antes y los cuatro años después del comienzo de la crisis. Los promedios corresponden a 11 episodios de crisis. Se incluyen las líneas de tendencia pre y postcrisis. Pérdidas de producción es la diferencia entre el PIB contrafactual (calculado proyectando la tendencia precrisis a T, y graficado como punto vacío en la línea vertical en T) y el PIB real en T (punto relleno en la línea vertical en T). El tiempo de recuperación es el número de años que se tarda después de la crisis para que el PIB alcance el nivel contrafactual de antes de la crisis. El tiempo de recuperación se calcula proyectando horizontalmente el punto vacío en la línea de tendencia postcrisis y luego abajo en el eje X.

según los sectores, y que el crecimiento de la PTF es más lento en los sectores de alta intensidad de capital y maleabilidad baja. Por lo tanto, los sectores con los niveles de productividad promedio más altos suelen experimentar menos aumentos de eficiencia que otros sectores durante la recuperación y, por lo tanto, contribuyen menos al crecimiento agregado de la PTF.

Las respuestas asimétricas de la producción y la PTF a nivel sectorial después de las crisis sugieren que la maleabilidad del sector tiene consecuencias diferentes para el impacto de la crisis y para la fase de recuperación. Los sectores de maleabilidad baja —que son más productivos en promedio— parecen ser más resilientes y experimentar menos pérdidas de producción cuando la crisis golpea. El mismo patrón ha prevalecido durante el shock de la COVID-19. Sin embargo, dado que los recursos pueden ser mal asignados durante las crisis, sobre todo en los países en desarrollo, la mayor resiliencia de los sectores de maleabilidad baja no se traduce en mayores aumentos de eficiencia después de las crisis. Esto a su vez tiene implicaciones para el crecimiento a largo plazo. Ahumada y Navajas (2019), por ejemplo, muestran que una desaceleración de la productividad en sectores clave de maleabilidad baja —por ejemplo, los sectores relacionados

con la infraestructura— puede tener efectos en cadena en el resto de la economía que son mayores que los impactos de los shocks en sectores más maleables.²⁶

Sin embargo, el riesgo de un crecimiento más lento se puede convertir en una oportunidad si —a diferencia de crisis anteriores— la región es capaz de aumentar la inversión en sectores económicos que pueden impulsar la productividad a través de sus interacciones con otros sectores.

Infraestructura: la senda desde la recuperación hasta un mayor crecimiento sostenible

El sector económico con la maleabilidad más baja estimada según la clasificación en el Gráfico 8.2 es el de electricidad, gas y agua y saneamiento, que, junto con el transporte y las comunicaciones constituye lo que se denomina “infraestructura económica”. La inversión en infraestructura puede servir para fortalecer el crecimiento económico a corto y largo plazo (Cavallo, Powell y Serebrisky, 2020).

A corto plazo, aumentar la inversión en infraestructura puede apuntalar la recuperación de la pandemia porque el multiplicador del gasto de un dólar adicional en infraestructura puede llegar a dos (ver Capítulo 2),²⁷ sobre todo en América Latina y el Caribe, una región con brechas de infraestructura entre el 2% y el 3% del PIB.²⁸ A largo plazo, la inversión en infraestructura puede impulsar el crecimiento aumentando la productividad de otros sectores económicos, sobre todo aquellos sectores con un alto potencial de crecimiento, porque los servicios de infraestructura son insumos de producción intermedios de otros sectores económicos, con intensidades variables. Por lo tanto, si el suministro de electricidad es intermitente, por ejemplo, los sectores que utilizan intensivamente la energía tienen costos productivos más altos y, por lo tanto, son menos competitivos. Aumentar la inversión en infraestructura en montos modestos puede tener impactos considerables en el crecimiento debido a su interacción con otros sectores económicos.²⁹ Ahumada y Navajas (2019) observan que si los países en América Latina y el Caribe pudieran aumentar los niveles de productividad en sectores relacionados con la infraestructura mediante

²⁶ De la misma manera, los resultados de un modelo de equilibrio general computable en Brichetti *et al.* (2020) resumido en Cavallo, Powell y Serebrisky (2020), Capítulo 12, muestran que las mejoras de productividad en infraestructura pueden producir aumentos considerables en otros sectores.

²⁷ Los multiplicadores de gasto de la inversión pública son considerablemente más altos que los gastos corrientes en un amplio conjunto de estimaciones del país. Ver Ilizetzki, Mendoza y Végh (2013); Abiad, Furceri y Topalova (2016); Furceri y Li (2017); e Izquierdo *et al.*, (2019).

²⁸ Las estimaciones de la brecha de infraestructura varían en gran medida dependiendo de los datos y de las metodologías, pero la mayoría calcula brechas en torno al 2,5% del PIB, o aproximadamente USD 150.000 millones al año. Para un análisis reciente de las brechas de infraestructura en la región, por sector y país, ver Cavallo y Powell (2019), Capítulo 6.

²⁹ Ver Cavallo, Powell y Serebrisky (2020), Capítulo 12.

inversiones focalizadas a los niveles de los países de la OCDE, el crecimiento de la productividad en toda la economía podría ser de 0,6 puntos porcentuales al año (es decir, un aumento del 75% con respecto al promedio histórico).

Desafortunadamente, incluso antes de la crisis de la COVID-19, la inversión en infraestructura era baja y estaba disminuyendo. La inversión en la región fue de un promedio de sólo 2,8% del PIB entre 2008 y 2017, muy por debajo del ratio inversión/PIB de Asia Oriental y otras regiones de rápido crecimiento, ampliando así las brechas de infraestructura. Considerando la estimación media de las necesidades de inversión en infraestructura en la región (5% del PIB) la reducción de la brecha de infraestructura requeriría aumentar la inversión en al menos dos puntos porcentuales del PIB (aproximadamente USD 110.000 millones) durante años.³⁰ Ese nivel de inversión requerirá tanto financiamiento privado como público. Si bien aumentar la inversión pública será difícil debido al escaso espacio fiscal, en el contexto post COVID-19, los países todavía pueden revertir el sesgo existente contra la inversión pública en las políticas de gasto de la región. Los incentivos distorsionados de la política económica orientan el gasto público hacia el consumo y lo alejan de la inversión a lo largo del ciclo económico.³¹ Una manera en que los gobiernos pueden abordar el sesgo del gasto es a través del diseño de instituciones fiscales, incluidas reglas fiscales que protejan la inversión pública durante las consolidaciones fiscales (ver Capítulo 2).

La inversión privada, que ha sido de un promedio de aproximadamente el 1% del PIB en la región desde 2008 también debe jugar un rol impulsando la inversión agregada. La inversión privada debe producirse donde tenga sentido económico, es decir, en proyectos con altas tasas de retorno social, y donde el sector privado puede innovar y proporcionar servicios de mejor calidad y más eficientes. Hay suficiente espacio para que la inversión privada pueda crecer. Actualmente, los bancos comerciales representan las dos terceras partes del financiamiento en infraestructura disponible en la región. En cambio, los inversores institucionales, que son candidatos ideales para financiar la infraestructura, sólo representan el 1% del total de financiamiento. Los bancos comerciales han jugado un rol de liderazgo en el financiamiento porque tienen los recursos y las competencias financieras en materia de proyectos que son particularmente importantes durante la fase de construcción de los proyectos. Sin embargo, la presión de regulaciones más estrictas y la crisis de la COVID-19 pueden impedir a los bancos comerciales conservar préstamos de largo plazo en sus balances. Por lo tanto, se requieren nuevos inversores, ya sea desde el comienzo del proyecto o una vez que la fase de construcción se haya completado. Cuando la fase de construcción acaba, disminuyen los riesgos del proyecto, y cambia la naturaleza de los riesgos a los que se enfrenta el inversor. En ese momento, los bonos

³⁰ Ver, por ejemplo, Castellani *et al.* (2019) y Rozenberg y Fay (2019).

³¹ Ver Izquierdo, Pessino y Vuletín (2018).

respaldados por el retorno de la gestión del activo, por ejemplo, podrían ser un instrumento atractivo para los inversores institucionales. Luego los bancos podrían vender los bonos a inversores institucionales y liberar espacio en sus balances para nuevas inversiones. Si los inversores institucionales asignaran a infraestructura en la región el 5% de sus activos gestionados —actualmente asignan montos desdeñables—, la inversión privada podría duplicarse hasta los USD 40.000 millones al año.³²

Aumentar la inversión es clave para permitir que la región aproveche las oportunidades que brinda el proceso de digitalización que está en curso. La digitalización de los servicios de infraestructura, que implica aumentar la intensidad del capital del sector o hacerlo menos maleable, incluye el uso de tecnologías digitales para ampliar la oferta, mejorar la gestión de la demanda y mejorar la calidad de los servicios proporcionados. Incluye tecnologías como contadores inteligentes para controlar y gestionar el consumo de electricidad de los hogares, aplicaciones de telefonía móvil para monitorizar el consumo de aparatos electrodomésticos, sensores digitales remotos para medir y controlar la presión de agua y pantallas digitales en las estaciones de buses, trenes y metro para informar a los pasajeros sobre la llegada del próximo vehículo. Las ventajas de aumentar la informatización pueden ser enormes: en promedio, los países experimentarían un aumento de 3,5 puntos porcentuales en las tasas de crecimiento a lo largo de un período de 10 años, después de un aumento del 5% en la eficiencia en el sector a partir de modestos aumentos de la inversión (Brichetti *et al.*, 2020). Extrapolando a América Latina y el Caribe, esto representa aproximadamente USD 200.000 millones de producto incremental a lo largo de 10 años. Estos beneficios pueden alcanzar 4 y 5 puntos porcentuales de crecimiento incremental en algunos países, dependiendo del contexto y de la estructura de sus economías.³³

Otra oportunidad proviene de la denominada agenda de inversión en infraestructura sostenible, que combina la necesidad de invertir en infraestructura con las metas y compromisos ambientales de los países. Cuando se planea una inversión, los recursos se pueden dirigir hacia inversiones en infraestructura sostenible que, si está bien diseñada, tiene un impacto al menos igual de grande que la infraestructura tradicional en el crecimiento. Los proyectos de construcción ecológica, como la renovación de los edificios existentes para mejorar el aislamiento térmico y/o infraestructura de energía limpia, pueden tener grandes efectos multiplicadores. Y, crucialmente, reducen el costo de la transición hacia las energías renovables (ver Capítulo 9).

La COVID-19 ha asestado un duro golpe a la región. Si bien la recuperación económica ya puede haber comenzado en algunos sectores y países, las crisis anteriores demuestran

³² Ver Cavallo, Powell y Serebrisky (2020), Capítulo 3.

³³ Los impactos varían según los países dependiendo de diversos factores: su estructura económica, el peso de los servicios de infraestructura en las cestas de consumo y los requisitos de insumos intermedios para otros sectores, en qué medida la reasignación de recursos es factible entre diferentes sectores productivos, la eficiencia de la inversión y las tasas de crecimiento de cada país.

que el ritmo de la recuperación puede ser desigual y estar sesgado contra los sectores de alta productividad. Para aprovechar las oportunidades de un crecimiento sostenible más sólido después de la pandemia es necesario impulsar la recuperación invirtiendo más en sectores de maleabilidad baja clave que tienen una mayor productividad promedio y un mayor potencial para generar efectos secundarios positivos en otros sectores.

CAPÍTULO 9

Un crecimiento sostenible más sólido

Mientras los gobiernos se enfocan en las crisis sanitaria y económica, la crisis ambiental y del clima se agrava. La pandemia ha exacerbado las desigualdades sociales y económicas que amplifican la vulnerabilidad de la región ante los impactos del cambio climático. El impacto de los huracanes Iota y Eta, que golpearon a Centroamérica en noviembre de 2020, ilustran trágicamente esta realidad.

Este capítulo presenta evidencia de que invertir para una recuperación sostenible es una estrategia en que todos ganan, que crea millones de empleos y aumenta el crecimiento económico, además de reducir los riesgos climáticos. Si se adoptan las políticas adecuadas, no hay una disyuntiva entre los objetivos ambientales y del crecimiento. Se sugiere un conjunto de políticas para aprovechar las sinergias entre la recuperación económica y los objetivos ambientales que, de implementarse, se estima que podrían redundar en crecimiento adicional de más del 1% al año.

El gasto público ejecutado para apoyar a las empresas y los hogares a raíz de la pandemia debería priorizar actividades favorables al medio ambiente y contribuir a reubicar a los trabajadores en sectores que se beneficiarán de la transición a una economía con cero emisiones netas. Para garantizar el financiamiento público y privado sostenido, los gobiernos deben actualizar sus estrategias fiscales (para depender menos de los combustibles fósiles) y alinear las regulaciones y políticas de precios con los objetivos ambientales. El diseño de planes ambiciosos e integrales en lo climático puede contribuir a asegurar la consistencia de las políticas públicas en diferentes sectores, y contribuir a definir qué actividades apoyar y cuáles evitar.

Argumentos para una recuperación sostenible: cómo abordar conjuntamente la vulnerabilidad ambiental y sanitaria

Antes de que se desatara la pandemia de la COVID-19, el cambio climático ya estaba teniendo un impacto considerable en la región (Busso y Messina, 2020). Por ejemplo, las temporadas de huracanes se están volviendo más severas. La temporada de huracanes en 2017 tuvo como resultado una pérdida estimada de 800.000 visitantes en el Caribe,

que habrían generado USD 740 millones y 11.000 empleos si no hubiera habido huracán (Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020). Los más afectados son los trabajadores informales y estacionales (con salarios más bajos). La pandemia no ha hecho sino agravar la pérdida de empleos en estos sectores en economías dependientes del turismo.

En noviembre de 2020, dos huracanes mortíferos, Iota y Eta, golpearon a Centroamérica en dos semanas, y dejaron a su paso un saldo de más de 400 muertos y personas desaparecidas, así como daños por más de USD 8.000 millones. En Honduras, el país más golpeado, la mitad de la población se vio afectada, y los daños económicos han sido evaluados en aproximadamente 8% del PIB.

Iota y Eta formaron parte de la temporada de huracanes en el Atlántico en 2020, que tuvo no menos de 13 huracanes, es decir el año más activo en los registros. Esta era la quinta temporada consecutiva con una intensidad de huracanes por encima de la media, una tendencia provocada por el calentamiento global (Masters, 2021).

El cambio climático también está provocando olas de calor más intensas y más frecuentes. Las altas temperaturas reducen la productividad y el crecimiento (Nuguer y Powell, 2020a). Las personas que trabajan en el exterior, como los vendedores ambulantes y los trabajadores de la construcción, son los más afectados. De cara al futuro, hacia 2030 se podría perder el equivalente de 2,5 millones de puestos de trabajo debido al estrés térmico (Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020). Lamentablemente, los grupos más golpeados por la pandemia serán también los más golpeados por el cambio climático.

Debido al calentamiento global, las sequías y los incendios forestales también tienen costos cada vez más altos. La temporada de incendios forestales de 2020 en todo el mundo fue la quinta temporada más devastadora en los registros. En Brasil, el sector agrícola sufrió pérdidas de USD 3.000 millones debido a la sequía de 2020, la tercera sequía más cara jamás registrada ahí. Además, los incendios destruyeron una tercera parte del Pantanal, el humedal tropical más grande del mundo, poniendo en peligro la biodiversidad y la salud y la economía de las comunidades locales (Libonati *et al.*, 2020).

Otros impactos del cambio climático incluyen caudales alterados de los ríos, el aumento del nivel del mar, la acidificación de los océanos, la decoloración de los corales, el retroceso de los glaciares, la menor disponibilidad de agua dulce, la menor productividad agrícola (excepto en las regiones australes), la reducción de la biodiversidad, la disrupción de los ecosistemas, las extinciones masivas y las migraciones de peces. El cambio climático daña la infraestructura y el capital productivo en la región y aumenta la mortalidad y la morbilidad. También puede agravar los conflictos, las crisis humanitarias y las migraciones (IPCC, 2018). Para agravar las cosas, los países pobres —y los hogares pobres en los países pobres— tienden a estar más expuestos, a ser más vulnerables y a estar menos preparados para lidiar con los impactos del cambio climático (Hallegatte *et al.*, 2015).

Numerosos países que se han visto afectados por la pandemia también sufren el impacto de estos eventos climáticos. La combinación ha sido particularmente severa en las poblaciones más pobres y vulnerables.

La necesidad de una transición a una economía de cero emisiones netas

Para gestionar el impacto del cambio climático en el desarrollo, todos los países del mundo deben aumentar su resiliencia climática y reducir drásticamente sus emisiones de gases de efecto invernadero para detener el cambio climático (Cavallo, Powell y Serebrisky, 2020 y Hallegatte *et al.*, 2015).

Estabilizar el cambio climático por debajo de los 2 °C y lo más cerca posible de los 1,5 °C, el objetivo establecido en el Acuerdo de París, requiere llegar a cero emisiones netas de carbono globalmente hacia 2050 (IPCC, 2018). Alcanzar cero emisiones netas de carbono, o *descarbonizar* la economía, significa reducir las emisiones de carbono producidas por la actividad humana, como la combustión de combustibles fósiles, y compensar las emisiones restantes, por ejemplo, plantando árboles a gran escala.

América Latina y el Caribe puede alcanzar la prosperidad, libre de carbono, a través de medidas inmediatas y paralelas en torno a los cinco pilares de la descarbonización (Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020): (i) eliminar la generación de electricidad basada en combustibles fósiles cambiando a fuentes libres de carbono, como la energía eólica y solar; (ii) utilizar electricidad en lugar de combustibles fósiles en el transporte, la cocina y la calefacción; (iii) reducir el uso de transporte privado, aumentar el uso transporte público, el caminar, el uso de la bicicleta y el teletrabajo; (iv) detener y revertir la deforestación, lo que requiere estabilizar o reducir el consumo de alimentos de origen animal para disminuir la presión sobre los bosques; y (v) reducir los desechos en todos los sectores, reciclando materiales y cambiando a materiales de construcción sostenibles, como la madera o el bambú.

La mayoría de los países en la región ya han adherido oficialmente al objetivo de alcanzar la neutralidad de carbono, o han declarado que están trabajando en ello (BID/DDPLAC, 2019). Si se lleva a cabo adecuadamente, la transición a una economía de cero emisiones netas puede contribuir a crear empleos y a acelerar el crecimiento económico después de la pandemia COVID-19.

Una recuperación sostenible para una mejora económica y ambiental

Energía sostenible: impulsando la creación de empleos y el crecimiento

Los gobiernos pueden simultáneamente crear empleos, impulsar la recuperación económica y reducir las emisiones en una recuperación sostenible. La Agencia Internacional

de la Energía, en asociación con el Fondo Monetario Internacional, ha propuesto un plan de recuperación sostenible global para ayudar a los gobiernos a impulsar el crecimiento económico, crear empleos y construir sistemas de energía más resilientes y limpios (AIE, 2020a). Éste se centra en ampliar la capacidad de electricidad renovable y las redes eléctricas, aumentar la producción de vehículos eléctricos, desarrollar el transporte masivo y mejorar la eficiencia energética en los sectores residencial, comercial e industrial, entre otros.

La implementación de ese plan crearía 9 millones de puestos de trabajo al año a lo largo de los tres próximos años y añadiría 1,1 puntos porcentuales al crecimiento económico global cada año (AIE, 2020a). En los países en vías de desarrollo, el crecimiento aumentaría en aproximadamente 1,3 puntos porcentuales. El PIB global sería un 3,5% mayor en 2023 de lo que se habría logrado de otra manera. El plan prevé que 2019 marcaría el pico definitivo de las emisiones globales, y las situaría en una senda para alcanzar la neutralidad climática a largo plazo. También facilitaría el logro de otros objetivos de desarrollo sostenible, como mejorar el acceso a la electricidad, desplegar soluciones de energía limpia para cocinar y reducir la contaminación atmosférica. Por último, los sistemas de energía serían más resilientes gracias a inversiones para ampliar las redes eléctricas y digitalizar el control de la red (AIE, 2020a).

Más allá de la energía sostenible

Una recuperación sostenible para la región implica transformaciones en algo más que únicamente el sector de la energía. El Plan Nacional de Descarbonización de Costa Rica es un ejemplo. Éste establece el objetivo de alcanzar cero emisiones netas de gases de efecto invernadero hacia 2050 modernizando las prácticas en la agricultura y la ganadería; utilizando los bosques y otros ecosistemas con alto contenido de carbono como reservorios de carbono; mejorando la gestión y el reciclaje de residuos; utilizando electricidad que sea 100% renovable; electrificando el transporte; reduciendo la dependencia de automóviles privados; e implementando medidas de eficiencia en los edificios y en la industria (Costa Rica, 2019).

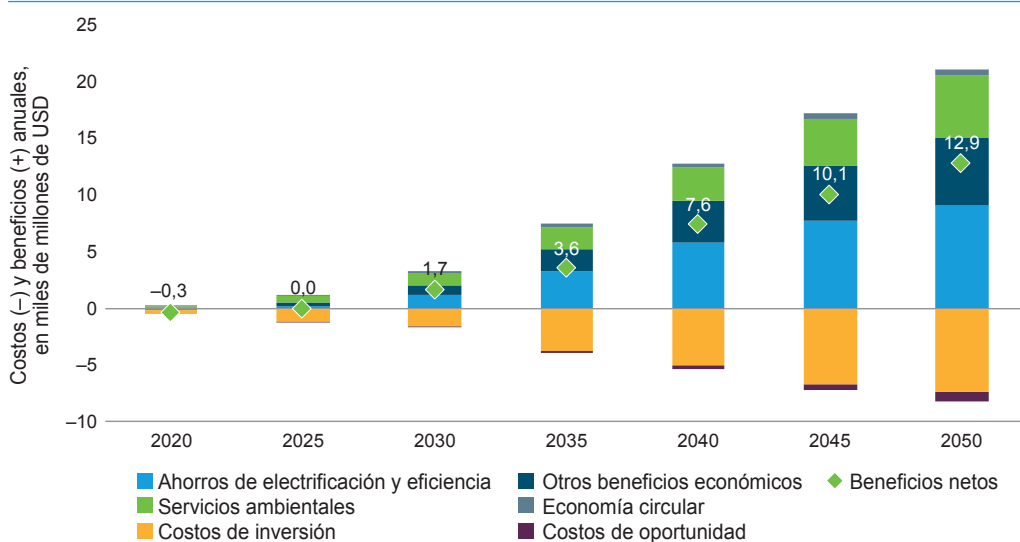
La mayoría de los beneficios económicos netos de implementar el Plan de Descarbonización de Costa Rica provendrían de la modernización de las prácticas en el uso de la tierra en zonas rurales. Allí, el aumento de la producción agrícola, una mejor productividad de la ganadería, y el valor de los servicios ecosistémicos proporcionados por bosques (como productos de silvicultura renovables, beneficios para el agua y el suelo, y apoyo al turismo y al patrimonio cultural) aportaría USD 21.000 millones de beneficios netos al país (Groves *et al.*, 2020). Esta cifra es neta de las inversiones requeridas y del costo de oportunidad de la tierra usada para reforestar.

En las ciudades, los beneficios económicos del ahorro de energía, la reducción de accidentes, el ahorro de tiempo debido a la menor congestión, y los efectos en la salud de

la disminución de la contaminación atmosférica compensan con creces los costos iniciales de cambiar a vehículos eléctricos y construir infraestructura para el transporte público de cero emisiones. El ahorro de energía en los edificios, el aumento de la eficiencia en la industria y el valor económico de los materiales reciclados y del agua tratada son otros beneficios (Gráfico 9.1). En total, la implementación del Plan de Descarbonización aportará USD 41.000 millones en beneficios netos a Costa Rica entre 2020 y 2050, lo que equivale a aumentar el crecimiento en 0,4 puntos porcentuales (Groves *et al.*, 2020).

Una recuperación sostenible post-COVID ayudaría a la región a crear empleos nuevos en zonas rurales gracias a los cambios en el uso de la tierra. Un estudio conjunto de la Organización Internacional del Trabajo y el BID encontró que los países pueden crear 15 millones de nuevos empleos adicionales netos hacia 2030 si avanzan hacia una economía de cero emisiones netas (Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020). Si bien todos los países pueden crear empleos en la transición, habrá ganadores y perdedores en cada país (Gráfico 9.2). En comparación con 2014, el empleo en la agricultura y producción de alimentos basada en plantas y en la electricidad renovable en la región aumentaría más del doble, y el empleo en la industria forestal aumentaría en más del 50%. Por otro lado, el empleo en la generación

GRÁFICO 9.1 ● Beneficios y costos anuales del Plan de Descarbonización de Costa Rica



Fuente: Cálculos del BID basados en Groves *et al.* (2020).

Nota: Los *ahorros de electrificación y eficiencia* comprenden la disminución de los costos de combustible en el sector del transporte debido a la adopción de vehículos eléctricos y de hidrógeno, y ahorros de energía en los sectores de la construcción y la industria. Los *servicios ambientales* incluyen beneficios de los sectores agropecuario y forestal, como el suministro de plantas para la medicina, alimentos para las comunidades asentadas en los bosques, controlar la erosión y filtrar el suministro de agua. *Costo del carbono* se refiere a los impactos del cambio climático evitados en Costa Rica. Los *otros beneficios económicos* comprenden el ahorro de salud y tiempo. La *economía circular* implica beneficios del reciclaje de materiales y aguas residuales. Los *costos de inversión* comprenden el cambio a la movilidad eléctrica, la mejora del transporte público, la compra de equipos eficientes en energía y la conversión del uso de energía de los edificios a electricidad. Los *costos de oportunidad* incluyen los costos relacionados con la conservación de los bosques primarios en lugar de utilizar la tierra para producción maderera o agrícola y ganadera.

RECUADRO 9.1 • Los beneficios sociales y económicos de la descarbonización

Numerosos estudios destacan los beneficios sociales y económicos de la transición a una economía de cero emisiones netas. En Chile, los aumentos de productividad y eficiencia energética asociados con una transición a cero emisiones netas hacia 2050 podrían añadir el equivalente de 0,13 puntos porcentuales al crecimiento económico (Antosiewicz *et al.*, 2020).

En Estados Unidos, la transición a una economía de cero emisiones netas creará entre 500.000 y 1 millón de empleos netos en energía hacia 2030 (Larson *et al.*, 2020). Por otro lado, la transición en Europa producirá 2 millones de nuevos empleos netos hacia 2030 y 5 millones hacia 2050 (D'Aprile *et al.*, 2020).

La inversión en transporte público, la peatonalización y el ciclismo crea más empleos que las inversiones en carreteras, y el despliegue de energía renovable aportará USD 97.000 millones en beneficios en materia de contaminación atmosférica y salud en Estados Unidos entre 2015 y 2050 (Saha y Jaeger, 2020).

La Comisión Global sobre Economía y Clima concluyó que medidas ambiciosas para el clima a nivel global podrían producir un beneficio económico directo de USD 26 billones hacia 2030, básicamente en la forma de ahorros de energía (NCE, 2018).

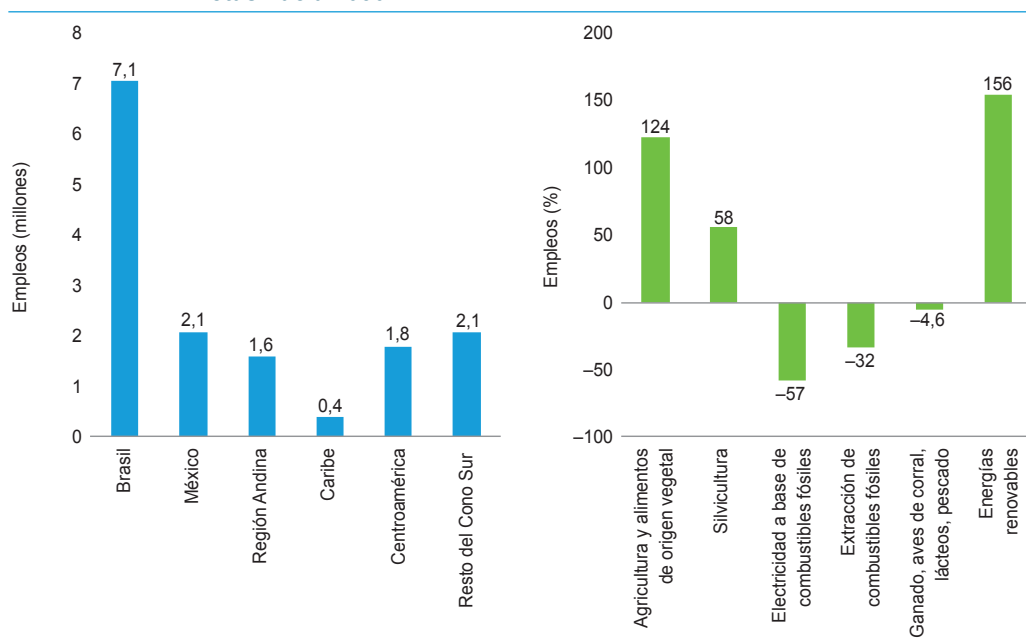
En Perú, alcanzar cero emisiones netas hacia 2050 generaría más de USD 150.000 millones en beneficios netos para el país (Quirós-Tortos *et al.*, 2021). Las transformaciones sectoriales requeridas en Perú para alcanzar las cero emisiones netas son similares a las que se requieren en Costa Rica (ver texto principal), además de transformar el sector de generación eléctrica para usar energías renovables en lugar de combustibles fósiles. Como resultado, el tipo de costos y beneficios que Perú experimentaría son similares a los de Costa Rica, con el beneficio añadido de cambiar de combustibles fósiles caros a la generación de energía eléctrica renovable barata.

de electricidad basada en combustibles fósiles está destinado a disminuir drásticamente (en casi un 50% y un 30%, respectivamente), mientras que en empleo en la producción de alimentos de origen animal también caería ligeramente (Gráfico 9.2, panel derecho).

Reubicación de los trabajadores en sectores sostenibles

El desafío para los gobiernos consiste en asegurar que durante y después de la pandemia los trabajadores sean reubicados en (i) sectores que contribuyen directamente a la sostenibilidad ambiental, como energía renovable, agricultura sostenible, restauración y gestión de ecosistemas o construcciones y producción eficientes en energía; o (ii) sectores que son naturalmente bajos en carbono, como es el caso de numerosas industrias de servicios. Al mismo tiempo, se debería alejar a los trabajadores de industrias que van a contramano de los objetivos ambientales como el gas natural, el petróleo o la producción de carne bovina.

En términos más generales, los gobiernos deben facilitar una *transición justa de la fuerza laboral*, lo cual significa asegurar tres cosas (Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020); (i) los trabajadores y las comunidades afectadas por la disminución de los combustibles fósiles

GRÁFICO 9.2 ● Impactos laborales de una transición a una economía de cero emisiones netas hacia 2030

Fuente: Cálculos del BID basados en Saget, Vogt-Schilb y Luu (2020).

Nota: Panel izquierdo: empleos netos creados en un escenario bajo en carbono con respecto a un escenario alto en carbono. Panel derecho: variación de empleos en 2030 en relación con 2014, sectores seleccionados, América Latina y el Caribe.

deben encontrar empleos en otros sectores, o ser compensados; (ii) los empleos creados durante la transición deben ofrecer condiciones laborales decentes; y (iii) todas las partes interesadas deben tener una voz y participar en la toma de decisiones.

El tamaño de los paquetes de apoyo de la COVID-19 eclipsa a las inversiones verdes

Debido a su tamaño, los paquetes de apoyo de la COVID-19 pueden tener un impacto en la transición a cero emisiones netas. A finales de agosto de 2020, los paquetes de ayuda globales alcanzaron los USD 12,2 billones, mientras que la inversión necesaria para cumplir con una senda energética compatible con el acuerdo de París se estima en aproximadamente USD 1-1,4 billones al año (Andrijevic *et al.*, 2020; AIE, 2020a).

Se han implementado importantes paquetes de apoyos fiscales y de liquidez en la región (ver Capítulo 2 para más detalles). En numerosos países, el tamaño de estos paquetes supera la inversión necesaria para descarbonizar sectores de energía y transporte, que se estima en aproximadamente un 3% del PIB (Andrijevic *et al.*, 2020). Es imperativo que los paquetes de apoyo estén alineados con los objetivos ambientales y

que no intensifiquen los incentivos que van en contra de la transición a una economía de cero emisiones netas.

Desafortunadamente, esto sigue siendo un trabajo pendiente. A noviembre de 2020, los gobiernos del G20 han destinado USD 233.000 millones en apoyo a la producción y el consumo de combustibles fósiles, pero sólo 146.000 millones a la energía descarbonizada (SEI *et al.*, 2020). Se requiere un cambio de rumbo para generar una recuperación sostenible.

Cómo facilitar un futuro con cero emisiones de carbono

Las lecciones de los paquetes fiscales de 2008-2009 muestra que las medidas de gasto público pueden contribuir a una recuperación sostenible, siempre que los gobiernos también aseguren un contexto regulatorio y financiero consistente (AIE, 2020c; FMI, 2020a; Jaeger, Westphal y Park, 2020). En esta sección se detallan algunas recomendaciones clave.

Condicionar las ayudas públicas a criterios de sostenibilidad

Los paquetes de apoyo a las empresas afectadas por la pandemia y el futuro gasto en estímulos podrían dirigirse prioritariamente a las empresas ambientalmente virtuosas (FMI, 2021b).

La inversión pública podría enfocarse en infraestructura sostenible, como la que está vinculada a la energía renovable, redes eléctricas modernas, transporte público, digitalización (incluida la capacidad de seguir teletrabajando, interactuar de forma remota con el gobierno y las empresas y mediante teleconferencias), infraestructura de protección contra inundaciones y redes de transporte resilientes (Cavallo, Powell y Serebrisky, 2020; BID/BID Invest, 2018). De manera similar, el gasto público en programas de dinero por trabajo podría priorizar programas verdes e intensivos en mano de obra, como la irrigación o la restauración de ecosistemas.

Por otro lado, los gobiernos deben evitar las inversiones intensivas en carbono, como la ampliación de la red de transporte a zonas remotas (contribuyente clave de la deforestación), o la inversión en infraestructura dependiente de combustibles fósiles. En particular, es probable que ampliaciones de capacidad de producción de gas natural y de capacidad de generación eléctrica alimentada por gas natural no sean consistentes con el Acuerdo de París (Binsted *et al.*, 2020; Gonzáles-Mahecha *et al.*, 2019). Es probable que las centrales eléctricas alimentadas por combustibles fósiles se conviertan en *activos varados*, es decir, que sean retirados antes del final de su vida técnica útil a medida que los gobiernos implementen medidas para cumplir los compromisos climáticos y/o que las tecnologías como la energía eólica y solar desplacen a los combustibles fósiles (Delgado, Eguino y López, 2012).

Los apoyos a las empresas intensivas en carbono deberían condicionarse a compromisos para disminuir las emisiones a lo largo del tiempo, o para implementar medidas de transición justas. Por ejemplo, el apoyo a los fabricantes de automóviles se puede vincular a las metas de producción de vehículos eléctricos o de hidrógeno. Las ayudas a las líneas aéreas pueden estar sujetas a la reducción de su intensidad de carbono. La adquisición de empresas de extracción de combustibles fósiles podría utilizarse para organizar el desmantelamiento temprano de las instalaciones, incluido el pago de compensaciones para, o la capacitación de, sus trabajadores (Paul, Santos Skandier y Renzy, 2020; Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020).

Los gobiernos deberían pedir a las grandes empresas que reciben apoyo del estado que den a conocer sus huellas de carbono y sus impactos en el cambio climático. El Primer Ministro de Canadá (Business Insider, 2020) exigió a las empresas que reciben apoyo que avancen en el cumplimiento de las recomendaciones emitidas por el Grupo de trabajo del Consejo de Estabilidad Financiera sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TCFD). Se trata de directrices para grandes empresas (por ejemplo, empresas públicas y privadas de energía), bancos y otros actores clave en el sistema financiero (por ejemplo, los fondos de pensiones) para mejorar y aumentar la difusión de información relacionada con el clima, como los riesgos y oportunidades que trae consigo el aumento de las temperaturas, la política climática y las tecnologías emergentes (TCFD, 2017). La aplicación de las recomendaciones del TCFD ayudaría a los inversores a tomar decisiones congruentes con los objetivos del cambio climático, pero la región sigue poco familiarizada con las recomendaciones del TCFD, y raramente las implementa (CFMCA, 2020; Yazmín López *et al.*, 2020).

Los gobiernos podrían evaluar el impacto climático, tanto positivo como negativo, de las propias medidas de estímulos siempre que hacerlo no signifique retrasar la ayuda injustificadamente. Idealmente, esta evaluación podría formar parte de una práctica de “presupuestos verdes” más amplio —es decir, de la integración de las dimensiones ambientales y del clima en los procesos presupuestarios (FMI, 2020a).

La falta de continuidad a las políticas de los paquetes de 2008-09 también aporta lecciones sobre cómo hacer mejor las cosas en esta ocasión. Numerosos proyectos de infraestructura sostenible recibieron inversión pública en la Unión Europea y Estados Unidos, pero luego fallaron o fueron cancelados. No consiguieron atraer financiamiento privado en ausencia de incentivos en materia de precios y regulaciones. Otros proyectos seleccionados por sus buenos multiplicadores ambientales y de empleo, como la transmisión de electricidad a larga distancia, nunca fueron construidos debido a complejos procedimientos de las licencias o a la incapacidad de atraer cofinanciamiento privado (AIE, 2020a).

La lección nos dice que los proyectos de infraestructura grandes requieren una evaluación rigurosa. Relajar las normas ambientales, sociales o institucionales sería

contraproducente; si se relajan, sería más probable que los paquetes de ayuda de la pandemia COVID-19 acaben financiando proyectos no sostenibles (FMI, 2020a). La ampliación de políticas exitosas existentes, el apoyo a tecnologías y modelos de negocio acreditados y la sincronización de inversiones con la capacitación de los trabajadores tienden a generar mejores retornos económicos, de empleo y ambientales (AIE, 2020a).

Dado el poco espacio fiscal, la ayuda para las actividades verdes será sostenible sólo si puede atraer una mayor participación del sector privado. Por lo tanto, las inversiones públicas deberían ir aparejadas de precios y reformas regulatorias consistentes.

Enverdecer el financiamiento privado

A lo largo de la última década, varias tecnologías de cero emisiones se han vuelto más baratas que las tecnologías de combustibles fósiles. La energía renovable es la fuente más barata de energía del mundo (AIE, 2020b), y el transporte eléctrico está destinado a seguir sus pasos. Sin embargo, las regulaciones y las señales de precios a menudo ponen trabas para atraer el financiamiento privado necesario para la adopción de nuevas tecnologías.

El servicio de transporte público en bus, por ejemplo, lo provee el sector privado en la mayoría de los países de la región. Los buses eléctricos pueden ser más baratos de operar que los de diésel, gracias a un menor mantenimiento y a costos de energía más bajos, pero cuesta mucho más comprarlos, lo que dificulta su adquisición por las empresas pequeñas con baja capacidad financiera. En Chile, una solución fue actualizar las reglas de licitación para dejar que las empresas de suministro eléctrico sean propietarias de los buses, mientras los operadores los alquilan; antiguamente, los operadores de buses debían ser propietarios de su propia flota (Banco Mundial, 2020b). En el caso de la energía renovable, las reglas de despacho del sistema eléctrico, las regulaciones relacionadas con las conexiones a las líneas de transmisión de alto voltaje, los derechos de uso de la tierra o la medición neta de electricidad pueden ser cruciales para que se generalice su adopción (Energy Sector Management Assistance Program, 2018).

Estos ejemplos muestran que las regulaciones sectoriales deben acompañar cualquier apoyo presupuestario a las actividades verdes. Por lo tanto, los ministerios de finanzas deberían coordinarse con los ministerios sectoriales para asegurar que las intervenciones financieras y regulatorias sean congruentes.

Los subsidios a la energía pueden obstaculizar la transición hacia cero emisiones netas. En 2017, la región gastó USD 44.000 millones en subsidios a la energía, incluidos los subsidios directos y el costo asociado con exenciones de los impuestos al consumo (Coady *et al.*, 2019). En promedio, los países gastaron el 1% del PIB en subsidios a la energía. Además de reformar subsidios, poner un precio al carbono y otras externalidades puede mejorar los incentivos para adoptar tecnologías y prácticas bajas en carbono (Stiglitz *et al.*, 2017).

Si bien el contexto de bajos precios del petróleo puede favorecer reformas con relación a los precios de la energía, la eliminación de los subsidios y los impuestos ambientales pueden tener un impacto negativo en el costo de los alimentos y el transporte público que afecte a los consumidores pobres y vulnerables. Para que estas reformas sean social y políticamente aceptables, los gobiernos deben comunicar claramente sus objetivos y ofrecer paquetes de compensación. Los programas de transferencias monetarias y de protección social que los gobiernos han implementado para ayudar a la población a lidiar con la pandemia (Capítulo 2) son medios adecuados para proporcionar compensación (Feng *et al.*, 2018; Vogt-Schilb *et al.*, 2019).

Enverdecer las estrategias fiscales

La crisis ha limitado drásticamente el espacio fiscal en la región. Los gobiernos deben prever la capacidad limitada de los combustibles fósiles para proporcionar una base fiscal sostenible cuando planifiquen los ingresos futuros (Delgado, Eguino y López, 2021).

Antes de la pandemia COVID-19 numerosos países dependían de la demanda global de petróleo y gas para sus ingresos fiscales. Los combustibles fósiles representaron más del 5% de los ingresos públicos en Bolivia, Ecuador, Trinidad y Tobago y México durante el período 2013–2018 (Delgado, Eguino y López, 2021). Además, Argentina, Brasil y México planean aumentar su producción y Guyana está comenzando la explotación a una escala que podría transformar su economía. La pandemia redujo la demanda de petróleo, y la transición energética en curso en el mundo significa que los ingresos fiscales asociados a los combustibles fósiles tienen una perspectiva incierta.

En efecto, las aspiraciones de producción de las empresas de combustibles fósiles plantean un conflicto con las metas internacionales en materia de cambio climático. A nivel mundial, los países se proponen producir un 120% más de combustibles fósiles al 2030 de lo que sería congruente con la limitación del calentamiento global a 1,5°C (SEI *et al.*, 2020). A medida que las tecnologías alternativas se abaratan y las medidas para abordar el cambio climático se ejecutan en la mayoría de los países, la demanda de combustibles fósiles caerá. Proyecciones del BID sugieren que la demanda de petróleo en la región disminuirá un 60% al 2035, en comparación con los niveles anteriores a la pandemia y que, si la transición energética global procede, dos terceras partes de las reservas quedarán sin consumir. En comparación con una situación en que la demanda global sigue creciendo, el total de ingresos públicos para el período 2020–35 asociados con el petróleo disminuirán en aproximadamente USD 2,8 billones (Solano-Rodríguez *et al.*, 2019).

Los gobiernos deben identificar el riesgo fiscal asociado con la transición energética y desarrollar una estrategia para reducirlo y gestionarlo. Son pocos los gobiernos que ya lo han hecho, pero Sudáfrica provee un buen ejemplo de la meta que debería fijarse una

estrategia integral de identificación y gestión de riesgo fiscal (Huxham, Anwar y Nelson, 2019):

- Cuantificar el impacto financiero de la reducción de petróleo y gas en el país.
- Cuantificar la distribución del riesgo a lo largo de la cadena de valor (por ejemplo, empresas extractoras, refinerías y consumidores), en los actores privados y públicos (dependiendo de la estructura contractual y del diseño de mercado), en diferentes niveles del gobierno (como municipal o central), en programas específicos (por ejemplo, en caso en que cánones financian programas sociales) y en diferentes regiones.
- Identificar las inversiones que aumentarían la dependencia de los combustibles fósiles, como centrales eléctricas de gas natural, con el fin de aplazarlas o evitarlas.
- Planes para eliminar progresivamente la mayoría de las actividades intensivas en carbono. Por ejemplo, en 2019 Chile anunció un plan para cerrar todas las centrales eléctricas alimentadas por carbón antes de 2040 (Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020).

En otros países, los impuestos a la gasolina y el diésel representan un porcentaje importante de los ingresos públicos: por ejemplo, 6% en Uruguay y 11% en Costa Rica (Rodríguez Zúñiga *et al.*, 2021). La transición a vehículos eléctricos erosionará progresivamente y con el tiempo eliminará la base fiscal. A corto plazo, subir los impuestos a la gasolina puede ser una solución (si se gestionan los impactos distributivos) pero, a más largo plazo, los países necesitan reemplazar gradualmente los ingresos de los impuestos a los combustibles fósiles. Entre las fuentes alternativas de ingresos que se contemplan se incluyen los impuestos de la compra o propiedad de vehículos; cobro de tarifas por el uso (por ejemplo, tarifas de congestión y de circulación, idealmente vinculadas a la eficiencia energética de los vehículos); y tarifas basadas en la distancia recorrida. Los impuestos no vinculados al transporte pueden incluir los impuestos a la electricidad o los impuestos al valor agregado (AIE, 2019).

Una hoja de ruta hacia las cero emisiones netas y para una recuperación más sólida

La transición hacia una economía con cero emisiones netas requiere contextos regulatorios y financieros consistentes en diferentes sectores y a lo largo del tiempo. Las estrategias de descarbonización pueden ayudar a los gobiernos a asegurar esa consistencia (Delgado, Eguino y López, 2021; Fay *et al.*, 2015).

Una *estrategia de descarbonización* es un documento aspiracional que: (i) fija una visión de dónde quiere estar el país en 2050 en términos de objetivos de descarbonización y desarrollo; (ii) anticipa barreras regulatorias y financieras en la transición; y (iii)

facilita el desarrollo de las políticas y guías de inversión requeridas para la transformación progresiva de todos los sectores (Cavallo, Powell y Serebrisky, 2020; BID/DDPLAC, 2019).

Las estrategias de descarbonización deberían traducir el objetivo de neutralidad de carbono y las aspiraciones socioeconómicas en cambios técnicos y socioeconómicos concretos para apoyar estos objetivos. Por ejemplo, el Plan Nacional de Descarbonización de Costa Rica establece un plazo para que el transporte público cambie progresivamente a vehículos eléctricos o de hidrógeno hacia 2050, y define los cambios regulatorios inmediatos necesarios al 2023 para hacerlo realidad (Costa Rica, 2019). Incluye más de 70 metas de ese tipo para 35 agencias del gobierno y ministerios pertinentes que deben ejecutarse antes del 2023. De esta manera, durante la pandemia el plan pudo servir como una guía para focalizar las políticas de ayuda económica y financiamiento (Groves *et al.*, 2020).

Por último, para asegurar que las estrategias de descarbonización estén alineadas con los objetivos de desarrollo nacionales para asegurar una transición justa, todas las partes interesadas pertinentes deberían participar en la elaboración de estrategias de descarbonización (Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020). Estas partes interesadas incluyen las organizaciones de trabajadores y de empleadores, investigadores, comunidades indígenas y grupos de la sociedad civil que representan sectores clave de la economía. En España, por ejemplo, un plan del gobierno para eliminar las minas de carbón diseñado con los sindicatos incluye un financiamiento para que los mineros del carbón se jubilen tempranamente o sean recolocados en otros sectores (Saget, Vogt-Schilb y Luu, 2020).

El Acuerdo de París invita a los países a diseñar y comunicar estrategias de descarbonización. Por lo tanto, los países tienen una oportunidad para institucionalizar el objetivo de alcanzar un futuro libre de carbono con un contexto regulatorio consistente en diferentes sectores que aporte beneficios sociales y económicos. De esta manera, se estima que un plan de recuperación sostenible que aborde tanto los problemas ambientales como económicos podría impulsar el crecimiento en más del 1% al año.

CAPÍTULO 10

La economía después de la COVID

El año 2020 será recordado como uno de los más difíciles de la historia moderna. La caída de 7,4% del PIB es la más grande registrada en América Latina y el Caribe en un solo año, al menos desde 1821. La pandemia global generó una triple parada súbita, con confinamientos y restricciones a la movilidad humana, colapso del comercio y de los precios de las materias primas, e impactos en los flujos financieros.¹ Algunos países de la región tuvieron problemas particularmente graves tanto en términos de la crisis sanitaria como en términos del crecimiento. Las economías dependientes del turismo fueron golpeadas con especial dureza.² Otros países sufrieron más casos de COVID-19, hospitalizaciones y muertes de lo que se podría haber esperado. Entre las explicaciones potenciales de este impacto desproporcionado están los altos niveles de urbanización y la densidad demográfica, la informalidad, la mala infraestructura sanitaria, la falta de conectividad para trabajar en casa, escasa vigilancia del cumplimiento del confinamiento y posiciones fiscales débiles al comienzo de la crisis (lo cual limitó los recursos para las medidas de apoyo).³ Aunque los impactos del shock fueron considerables durante la primera mitad de 2020, las economías comenzaron a recuperarse en el segundo semestre del año. Sin embargo, la región ya venía perdiendo terreno en términos de su participación en el PIB global y la pandemia no ha hecho sino reforzar esa tendencia; la región saldrá de la crisis con un mayor endeudamiento, más pobreza y un aumento de la desigualdad del ingreso.⁴

Se prevé que la región se recuperará en 2021, con una proyección de crecimiento del 4,1%, y una posterior vuelta al crecimiento tendencial de cerca de 2,5% al año. La recuperación ha sido facilitada por el crecimiento positivo de China en 2020 y es favorecida por la proyección de 8% de crecimiento para ese país en 2021. El escenario de base supone que los países siguen abriéndose y que no se ven obligados a nuevos confinamientos, a pesar de un número considerable de nuevos casos diarios de COVID-19 y que los programas de

¹ Ver, por ejemplo, Parrado (2020) sobre la triple parada súbita de América Latina que afectó a los flujos de capital, el comercio y la movilidad.

² Ver, por ejemplo, Mooney y Zegarra (2020).

³ Ver, por ejemplo, Nuguer y Powell (2020b) sobre las respuestas de las políticas de los países ante la crisis.

⁴ Ver, por ejemplo, Cavallo y Powell (2018) sobre la trayectoria del crecimiento antes de la pandemia, Izquierdo *et al.* (2020) sobre cómo los países pueden salir de la pandemia, y Busso y Messina (2020) sobre los impactos en la desigualdad.

despliegue de la vacuna avanzan según lo planeado, logrando una inmunidad generalizada en la mayoría de los países durante el segundo semestre de este año.

Sin embargo, cualquier proyección de crecimiento llevará la huella de la incertidumbre del momento actual. Los brotes ya están obligando a nuevas medidas de contención en algunos países, sobre todo donde las cepas más contagiosas están ganando terreno. Además, lo preocupante es que las vacunas actuales pueden ser menos efectivas contra las mutaciones del virus. En un escenario negativo, con una segunda ola de virus en Estados Unidos y Europa, combinada con un retraso en la vacunación, América Latina y el Caribe se vería gravemente afectada. El crecimiento sería considerablemente más bajo que el proyectado en el escenario de base en 2021 y, en 2022, podría caer aún más, lo que implica un escenario de doble caída o una recuperación en forma de W.

Sin embargo, también hay riesgos al alza. Si los programas de vacunación se aceleran y se contienen las nuevas cepas, podría sobrevenir un auge de consumo. Esto impulsaría el crecimiento en Estados Unidos, en Europa y en la región. Pero en un escenario de ese tipo puede que las presiones inflacionarias aumenten y, por lo tanto, que los bancos centrales tengan que revisar su plan de mantener las tasas de interés muy bajas durante un largo período de tiempo. Al mismo tiempo, puede que los precios de las acciones estén actualmente por arriba de lo que se esperaría según los fundamentales. Por lo tanto, el impacto de un posible cambio en la política monetaria podría ser una brusca corrección en los mercados financieros. Las simulaciones sugieren que, una corrección de precios severa podría prácticamente anular los impactos positivos de un crecimiento global más alto y dejar al crecimiento en la región razonablemente cerca del proyectado en el escenario de base.

Reformas fiscales: urgentemente necesarias

Los gobiernos en la región se mostraron activos apoyando a quienes sufrieron el impacto de la pandemia. El esfuerzo fiscal llegó a un total de USD 485.000 millones. El paquete promedio en los países, incluyendo medidas presupuestarias y extrapresupuestarias, fue de cerca de 8,5% del PIB, pero ese promedio se debe a unos pocos países con grandes paquetes, mientras que más de una tercera parte de los países proporcionaron un apoyo mucho más modesto de menos de 3% del PIB, o menos. En general, los esfuerzos de los países para apoyar las economías reflejaban el espacio fiscal disponible, dadas las posiciones fiscales antes de la crisis. En contraste, las economías avanzadas implementaron paquetes de 19% del PIB. Los impactos negativos de la crisis en la recaudación tributaria, y el aumento del gasto público llevó al balance primario promedio de -0,5% del PIB en 2019 a -5,4% en 2020. Durante el mismo período, el déficit fiscal total aumentó al 8,3% del PIB, del 3% en 2019.

A medida que los países avanzan por la estrecha senda de brindar apoyo a las economías a la vez que se mantiene la sostenibilidad fiscal, encontrar la estrategia fiscal

adecuada es crucial. En unos pocos países, sobre todo en América del Sur, los ingresos fiscales y el gasto son relativamente altos. En esos casos, mejorar la eficiencia del gasto y reformar las estructuras tributarias produciría grandes beneficios. Por el lado del gasto, la combinación de: i) la reducción de los desvíos de fondos en los programas de transferencias sociales; ii) la nivelación de los salarios públicos con los salarios del sector privado; y iii) la mejora de las políticas de adquisiciones de los gobiernos puede generar hasta el 4,4% del PIB en ahorros públicos al año, en promedio en toda la región, incluso más en países con gastos relativamente altos.

Otros países en la región, sobre todo en América Central, tienen impuestos y gastos relativamente bajos. Suponiendo que se puede garantizar un nivel mínimo de eficiencia del gasto, el aumento de la recaudación tributaria permitiría un aumento del gasto y probablemente tendría escaso impacto directo negativo en el crecimiento. Los países del Caribe tienen espacio para mejorar la eficiencia del gasto y reformar los sistemas tributarios, por ejemplo, revisando complejos sistemas de exenciones y de incentivos fiscales en algunos países.

Para aumentar la recaudación, aumentar los impuestos al valor agregado (IVA) puede tener un menor impacto negativo en el crecimiento que aumentar los impuestos sobre la renta. Sin embargo, una preocupación que se plantea es que el IVA puede ser regresivo, y por ende, los países han respondido introduciendo tasas reducidas para artículos básicos. Sin embargo, estos “subsidios” están muy mal focalizados y terminan beneficiando a consumidores más ricos. Sería más eficiente tener un IVA con tasa uniforme, complementado con un buen sistema para orientar transferencias monetarias hacia quienes necesitan ayuda.

El aumento de los impuestos sobre la propiedad sería progresivo, y dado que las tasas son generalmente bajas en la región, puede tener escaso efecto negativo en el crecimiento. Los gobiernos también tienen oportunidades para gravar actividades que son perjudiciales para la salud o el medio ambiente. Y la crisis está induciendo una reasignación y promoviendo la innovación; las autoridades tributarias tienen que mantenerse al día frente a estos cambios para asegurar que los impuestos se apliquen de manera justa en diferentes sectores.

Las tasas del impuesto corporativo son muy altas en algunos países, pero su recaudación es baja. Reducir la informalidad generalizada sería un paso importante para aumentar la base tributaria del impuesto; a su vez, permitiría establecer reglas del juego equitativas para que las pequeñas y medianas empresas puedan prosperar.

Una manera de lidiar con la informalidad es mediante políticas que recompensen el empleo formal. Dado que hasta el 80% de los trabajadores están empleados en la economía informal, estos cambios podrían tener un efecto importante. El *crédito tributario por ingreso laboral* (EITC, por sus siglas en inglés) podría ser un instrumento útil para abordar la informalidad mientras se eliminan los programas sociales no contributivos que subvencionan la informalidad.

Las reformas fiscales permitirían asignar los recursos para aumentar las inversiones productivas, incluida la infraestructura sostenible. La inversión pública de buena calidad tiene un alto multiplicador del ingreso de cerca de 2, lo que significa que por cada peso invertido, el PIB puede crecer hasta 2 pesos. Además, la infraestructura sostenible bien diseñada puede ser beneficiosa para el medio ambiente, y ayudar a los países a cumplir con los compromisos del Acuerdo de París.

Más allá de medidas fiscales específicas, una de las grandes oportunidades para mejorar la eficiencia proviene del fortalecimiento de las instituciones fiscales o de la creación de otras nuevas: recaudar impuestos más eficientemente; planear el gasto con horizontes de largo plazo; y construir o fortalecer los instrumentos presupuestarios, incluida la planificación presupuestaria multianual libre de presiones políticas.

Puede que éstas parezcan reformas de mediano plazo, pero si se implementasen, ayudarían a los países a lidiar con los problemas fiscales actuales. La deuda pública como porcentaje del PIB ha aumentado hasta el 72% en 2020, desde un 58% en 2019. La mayoría de los países está planeando ajustes fiscales para disminuir los niveles de deuda a lo largo del tiempo. Si bien un plan de ajuste más ambicioso significa que se requeriría menos ajuste (a medida que la deuda disminuye, se reduce el pago de los intereses), puede tener un impacto negativo en el crecimiento. Un ajuste más progresivo en cambio ayudaría en la recuperación de la crisis, si bien se requerirá más ajuste. La mejora de las instituciones fiscales podría ser particularmente beneficiosa al dotarlas de una mayor credibilidad, ayudando así a mantener bajas las tasas de interés y permitir un programa de ajuste más progresivo con menos costos y menos impacto negativo en el crecimiento.

La sostenibilidad externa: cómo reducir la volatilidad de los flujos de capital

Las exportaciones y las importaciones se colapsaron, y el déficit de cuenta corriente agregado se redujo levemente. Sin embargo, varios países pudieron financiar déficits de cuenta corriente más altos. Los países dependientes del turismo fueron golpeados con particular dureza a medida que las exportaciones y la actividad económica cayeron como consecuencia de las restricciones de viaje. Se temía que los flujos de las remesas disminuirían, pero éstas demostraron ser resilientes, gracias a la recuperación económica y las transferencias fiscales en Estados Unidos.

A medida que el shock de la COVID-19 golpeaba a la región, y a pesar de la caída de los mercados bursátiles en todo el mundo, sólo cerca de una tercera parte de los países experimentó una parada súbita de los flujos de capitales netos. En este tipo de crisis, los países deben normalmente disminuir los déficits de cuenta corriente rápidamente, habitualmente reduciendo las importaciones y, por lo tanto, provocando una profunda recesión. Esta crisis siguió un patrón diferente, donde la caída de la demanda y las restricciones de oferta fueron los factores más importantes, pero el financiamiento externo no escaseó.

En cambio, el financiamiento externo sirvió para financiar los paquetes de ayuda pública y para atender la creciente demanda de liquidez del sector privado.

Además, algunos países experimentaron fuertes salidas de capitales de los residentes o a través de ciertos tipos de flujos de cartera. En muchos casos, éstos fueron compensados por flujos de entrada, producto de la emisión de deuda, y del crédito oficial.

Es interesante señalar que las paradas súbitas que se produjeron son adecuadamente predichas por un número limitado de variables que capturan el estado de los fundamentales de los países afectados antes de la crisis. Por ende, hacia adelante, a los países les convendrá mejorar los fundamentales macroeconómicos para morigerar la posible volatilidad de los flujos, y para mantener un acceso fluido a los mercados de capitales internacionales.

Evolución de la expansión monetaria

La inflación ha sido baja y estable en torno a cerca del 3% en los países de la región con una diversidad de regímenes monetarios y de tipo de cambio. Aun así, los precios de los alimentos han impulsado la inflación al alza en algunos países. Aunque se espera que esto sea temporal, el impacto en los hogares más pobres debería ser objeto de un cuidadoso seguimiento.

Los bancos centrales estuvieron activos durante la crisis, y redujeron las tasas de política monetaria y los requisitos de reserva, y proporcionaron liquidez, particularmente a los bancos y a los gobiernos. La demanda de liquidez aumentó considerablemente y los activos de los bancos centrales (incluidas las reservas) y los pasivos (incluida la base monetaria) aumentaron. La mayoría de los bancos centrales acomodaron estos cambios. En algunos países con expansiones fiscales y flujos de entrada de capitales significativos, los bancos centrales emitieron grandes cantidades de pasivos a corto plazo (esterilización). Las depreciaciones del tipo de cambio en algunos países hicieron subir el valor de los activos de los bancos centrales en moneda extranjera en relación con los pasivos en moneda local. En general, los bancos centrales tienen amortiguadores para respaldar sus pasivos a corto plazo. Sin embargo, si aumentan las dudas a propósito de la sostenibilidad fiscal, pueden surgir riesgos que dificulten la refinanciación de la deuda del gobierno y del banco central.

Si se pidiera a los bancos centrales que proporcionaran financiamiento directo a los gobiernos, o que asuman el riesgo de crédito del sector privado, surgirían otros riesgos. Las expectativas de inflación siguen estando bien ancladas y los bancos centrales tienen alta credibilidad. En un escenario positivo de mayor demanda, la inflación podría aumentar temporalmente, pero puede que esto sea un problema bueno. Un escenario más peligroso sería que los gobiernos recurran al financiamiento monetario de los déficits, que se erosione la independencia y la credibilidad de los bancos centrales, y que aumenten las

expectativas de inflación. La historia sugiere que esto lleva a problemas más persistentes, incluida a una mayor inflación, cuya reversión luego resulta costosa.⁵

Bancos y empresas: riesgos y oportunidades

Los sectores bancarios entraron en esta crisis con altos ratios de capital y gran liquidez. Los bancos han visto aumentar los depósitos y la composición de activos ha variado hacia la tenencia de más títulos públicos. Las políticas para apoyar a los hogares y a las empresas han contribuido a suavizar el shock de la COVID-19. El ingreso disminuyó bruscamente, pero parece haberse recuperado. Numerosos países han implementado programas de garantía de préstamos y han adoptado programas de aplazamiento voluntario del pago de los préstamos; unos cuantos han hecho obligatorias estas políticas. En la mayoría de los casos los bancos pueden mantener préstamos registrados como rentables y no se les requiere reservar provisiones adicionales.⁶ Esas políticas contribuyen a que los balances de los bancos luzcan saludables, pero pueden estar ocultando los riesgos. La mayor tenencia de títulos públicos aumenta la exposición de los bancos a riesgos fiscales. A su vez, los préstamos no rentables seguramente aumentarán a medida que los préstamos diferidos maduren. Las métricas de riesgo del mercado disminuyeron después de un brusco salto en marzo, pero han vuelto a aumentar. La historia nos enseña que la “flexibilidad regulatoria” es difícil de eliminar una vez implementada, pero cuanto más duren mayores serán las pérdidas eventuales. Será importante que los bancos informen del verdadero riesgo de los préstamos y provisionen correspondientemente, recurriendo a los amortiguadores cuando se requiera. En algunos casos, puede que se requiera un plan de recuperación para dar tiempo a los bancos de recomponer los ratios regulatorios. Esta política será más creíble y generará confianza.

A medida que el shock de la COVID 19 golpeaba, las empresas de toda la región procuraron aumentar el apalancamiento para restablecer la liquidez y crear amortiguadores contra una crisis de duración desconocida. Pudieron pedir prestado a nivel interno, ayudados por los programas de garantía de préstamos y el apoyo del Banco Central a los bancos y, en algunos casos, también internacionalmente. El aumento del apalancamiento de las empresas ha sido mayor en América Latina y el Caribe que en otras regiones, lo cual plantea el riesgo de sobreendeudamiento después de la pandemia. Un sobreendeudamiento de las empresas podría llevar a una menor inversión o a una reestructuración de la deuda. Las garantías sobre los nuevos préstamos no son el instrumento adecuado cuando los ratios de deuda o la incertidumbre ya son altos. Las autoridades deberían

⁵ Ver Powell (2021) sobre los riesgos fiscales, monetarios y financieros después de la COVID, y Kehoe y Nicolini (2021) sobre experiencias históricas de déficits persistentes de financiamiento monetario o fiscales.

⁶ Ver Powell y Rojas-Suárez (2020) para más información sobre este debate.

contemplar nuevos instrumentos de capital para ayudar a las empresas. El uso de fondos públicos y los derechos de propiedad privada deberían ser rigurosamente monitorizados y protegidos.

El shock de la COVID-19 ha significado una importante reasignación de los sectores económicos. Los mercados bursátiles indican cuáles son los sectores que se prevé se expandirán en el futuro y cuáles podrían contraerse como resultado de la pandemia. Los servicios, relacionados con las tecnologías, y algunos sectores manufactureros, entre los cuales los productos químicos, las manufacturas relacionadas metales, y la electrónica, han emergido como los principales sectores económicos según sus cotizaciones en el mercado bursátil. Los países deberían buscar cómo aprovechar las oportunidades creadas en esos sectores, facilitando su expansión a través de una regulación inteligente y una estructura de impuestos que permitan a las pequeñas y medianas empresas invertir y crecer. Estos esfuerzos deberían alinearse con otros objetivos de las políticas públicas, incluyendo los objetivos ambientales, para asegurar un crecimiento sostenible y equitativo.

Las empresas en la región también se han visto afectadas por las disrupciones que el shock de la COVID-19 provocó en el comercio global. Antes de la crisis, América Latina y el Caribe no habían sido capaces de aprovechar plenamente las oportunidades que brindaba la participación en las cadenas de valor globales y regionales debido a deficiencias en la logística, a infraestructura inadecuada para acceder a los mercados globales, información insuficiente para conectar a los exportadores con los proveedores globales y la demanda externa, y a una mala armonización de las reglas en un conjunto diverso de tratados comerciales regionales y bilaterales. La incertidumbre generada por el shock de la COVID-19, más las disrupciones generadas por los desastres naturales y los conflictos arancelarios, han obligado a los países y a las empresas de los países a reevaluar su posición en las cadenas de valor globales y regionales. Por lo tanto, la región tiene una oportunidad única para mejorar su posicionamiento y fortalecer el crecimiento. Durante la crisis de la COVID, cerca de USD 56.500 millones (6,1%) del total de las importaciones de Estados Unidos se orientaron hacia nuevos países de origen. Esto representa una oportunidad considerable para la región, que exportó sólo USD 26.000 millones a Estados Unidos en 2019. Aprovechar esta oportunidad requiere una combinación de políticas generales para ayudar a todas las empresas exportadoras a integrarse mejor en las cadenas de valor globales y regionales; por ejemplo, proporcionando apoyo logístico o superando las brechas de infraestructura mediante inversiones focalizadas, adoptando políticas específicas para apoyar a las pequeñas y medianas empresas como exportadoras, y fortaleciendo la resiliencia de las redes de proveedores y clientes de los exportadores. Los gobiernos también tienen roles cruciales que jugar apoyando a los exportadores más pequeños que pueden convertirse en grandes exportadores, o aprovechar flexiblemente las oportunidades generadas por la reasignación de la oferta y la demanda global. Si los exportadores de la región pueden desarrollar una cartera más diversificada de clientes extranjeros, aquello proveería un

mecanismo de seguro, sobre todo cuando las condiciones de la demanda y la oferta son adversas. Desde la perspectiva de las políticas públicas, es importante ayudar a las empresas a diversificar su cartera de clientes en los tiempos buenos cuando la demanda puede estar aumentando—e incluso en tiempos turbulentos cuando las empresas de otros países salen del mercado— para convertirse en exportadores más resilientes.

Sanar mejor: oportunidades para un mayor crecimiento después de la pandemia

La creación de oportunidades para un crecimiento mayor y más sostenible después de la pandemia requerirá repensar las políticas de crecimiento. La configuración de los sectores económicos en la región es el resultado de políticas del pasado, y del contexto en que esas políticas fueron implementadas. Dos de los principales factores detrás del mal desempeño del crecimiento a largo plazo en la región han sido las bajas tasas de inversión y el lento crecimiento de la productividad. Para revertir estas tendencias, la región debe aumentar las inversiones productivas y asegurar la asignación eficiente de esa inversión. Sin embargo, la volatilidad económica conspira contra esos objetivos. En contextos volátiles, puede que sea más conveniente para los empresarios elegir tecnologías de producción más maleables, lo que significa que los recursos empleados en la producción serían más fáciles de reasignar a diferentes sectores. Las tecnologías más maleables son más intensivas en trabajo, pero en promedio son menos productivas. América Latina y el Caribe tiene tecnologías de producción más maleables que las economías avanzadas y los sectores maleables representan la mayor parte de las economías en la región. La ventaja es que los sectores pueden recuperarse rápidamente de las crisis como, por ejemplo, la que ha sido generada por la COVID-19. Pero si bien esto puede favorecer una recuperación en forma de “V”, la recuperación no promoverá un crecimiento a largo plazo si los recursos económicos no se canalizan hacia los sectores productivos.

Uno de los sectores más productivos y menos maleables es la infraestructura. La inversión eficiente y de calidad en infraestructura reduce los cuellos de botella, lo cual mejora las perspectivas de crecimiento.⁷ Desafortunadamente, los países de América Latina y el Caribe no están invirtiendo lo suficiente en infraestructura. Los países deberían invertir entre un 2% y 3% del PIB más cada año en infraestructura. El logro de ese objetivo requiere de financiamiento privado y público. Por el lado privado, las oportunidades surgen al incorporar nuevos financistas en la mezcla, sobre todo inversores institucionales que se han visto limitados por la falta de proyectos e instrumentos de inversión adecuados. Por el lado público, las oportunidades surgen de cambios en la composición del gasto público, de los gastos corrientes a los gastos de capital, lo cual

⁷ Ver Cavallo, Powell y Serebrisky (2020) sobre los desafíos para mejorar la infraestructura en la región.

se puede respaldar mediante reglas fiscales que protejan la inversión pública de recortes durante las consolidaciones fiscales.

Si la inversión en infraestructura puede apoyar el crecimiento económico, invertir en infraestructura *sostenible* constituye una estrategia donde todos ganan, aumentando el crecimiento económico y reduciendo los riesgos para el clima. Invertir en infraestructura sostenible significa centrarse en ampliar la capacidad de electricidad renovable y de las redes eléctricas, aumentando la producción de vehículos eléctricos, ampliando el transporte masivo, y mejorando la eficiencia energética en los sectores residenciales, comerciales e industriales. Sin embargo, avanzar en esta dirección ha sido difícil debido al supuesto erróneo de que cumplir con los objetivos medioambientales podría significar costos más altos de la energía, lo cual a su vez tendría un impacto en la productividad, la competitividad y la capacidad de pago de los hogares. Se trata de una falsa disyuntiva. La energía renovable puede contribuir al logro de los objetivos ambientales y, a la vez, promover un mayor crecimiento. La implementación de planes de infraestructura sostenible podría añadir 1,1 puntos porcentuales al crecimiento económico global cada año y cerca de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento incremental en el caso de los países en desarrollo. La tecnología está avanzando y los costos están disminuyendo, pero para que los beneficios se materialicen, debe plantearse una agenda regulatoria que facilite la transición a una matriz energética que incorpore una mayor proporción de fuentes renovables no convencionales. El Acuerdo de París invita a los países a diseñar y difundir sus estrategias de descarbonización. Por lo tanto, los países tienen una oportunidad para lograr las metas de un futuro libre de carbono con un entorno regulatorio consistente en diferentes sectores que aporte beneficios sociales y económicos.

Los países se enfrentan a tiempos difíciles. La mayoría de los países requerirá algún tipo de ajuste fiscal para mantener la sostenibilidad fiscal y, dadas las extraordinarias circunstancias, algunos países quizá tengan que considerar alternativas para reducir el sobreendeudamiento. Las tasas de interés internacionales se mantienen bajas y pueden darse oportunidades para refinanciar a mejores tasas. Como resultado de la crisis, las instituciones financieras internacionales (IFIs) han aumentado los desembolsos. El FMI ha desembolsado más de USD 5.400 millones en financiamiento de emergencia y ha aprobado más de USD 60.000 millones en programas de apoyo y programas adicionales para la región. El Grupo BID desembolsó un récord de USD 18.000 millones a lo largo de 2020. El Banco Mundial desembolsó más de USD 7000 millones entre abril de 2020 y enero de 2021 para operaciones específicas relacionadas con la COVID. Los países deberían seguir aprovechando la larga madurez y las bajas tasas de interés de los préstamos de las IFIs para sustituir deuda comercial más cara.

En algunos casos, puede que también se requiera reestructurar la deuda. La mayoría de los países en la región son países de ingresos medios y los empréstitos comerciales son

muy superiores a los del sector oficial. Una preocupación natural es si los altos niveles de deuda pueden llevar a una repetición de los años ochenta, la llamada Década Perdida. Sin embargo, actualmente la deuda comercial asume más la forma de bonos que de préstamos bancarios y numerosos países han incorporado cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda que deberían facilitar cualquier renegociación con los acreedores. Argentina y Ecuador ya tienen deudas reestructuradas apoyadas por la existencia de esas cláusulas. La lección de los años ochenta es que no fueron las reestructuraciones en sí mismas las que provocaron la década perdida, sino más bien los retrasos en la reestructuración de la deuda, el financiamiento monetario de los déficits fiscales, la represión financiera, y la laxitud regulatoria. Si se requiere una reestructuración de la deuda comercial, es preferible hacerlo rápida y preventivamente.⁸

Si bien los meses por delante serán difíciles, este informe detalla un conjunto de políticas que debería ayudar a los países a lograr una recuperación más sólida, no para volver a las tasas de bajo crecimiento del período anterior a la pandemia, sino a tasas más altas de crecimiento para beneficio de todos, acompañadas de políticas públicas más eficientes, una mayor productividad del sector privado, y economías más sostenibles.

⁸ Ver Powell (2021) y Powell y Valencia (2020) para un debate complementario.

Referencias bibliográficas

- AAMC (American Association of Medical Colleges). 2021. "The COVID-19 Variants Are Spreading Rapidly. Here's What Scientists Know about Them — and Why You Need a Better Mask." AAMC. 21 de enero, 2021. <https://www.aamc.org/news-insights/covid-19-variants-are-spreading-rapidly-here-s-what-scientists-know-about-them-and-why-you-need>.
- Abbas, S. M. Ali y Alexander Klemm. 2013. "A Partial Race to the Bottom: Corporate Tax Developments in Emerging and Developing Economies." *International Tax and Public Finance* 20 (4): 596-617. <https://doi.org/10.1007/s10797-013-9286-8>.
- Abiad, Abdul, Davide Furceri y Petia Topalova. 2016. "The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies." *Journal of Macroeconomics* 50 (Diciembre): 224-40. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2016.07.005>.
- Acevedo, Ivonne, Francesca Castellani, Iván Flores, Giulia Lotti y Miguel Székely. 2020. "Implicaciones Sociales Del Covid-19: Estimaciones y Alternativas Para América Latina y El Caribe." Documento de discusión del BID No. 820. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0002758>.
- Ahumada, Hildegart, Eduardo A. Cavallo, Santos Espina-Mairal y Fernando Navajas. 2021. "Sectoral Productivity Growth, COVID-19 Shocks and Infrastructure." *Documento mimeografiado*.
- Ahumada, Hildegart y Fernando Navajas. 2019. "Productivity Growth and Infrastructure Related Sectors." *Documento inédito*.
- AIE (Agencia Internacional de la Energía). 2019. "Government Revenue from Taxation." En *Global EV Outlook 2019*. París: Agencia Internacional de la Energía.
- . 2020a. "Green Stimulus after the 2008 Crisis: Learning from Successes and Failures." Informe especial de la AIE sobre el panorama energético global. París: Agencia Internacional de la Energía.
- . 2020b. Informe especial de la AIE sobre el panorama energético global 2020. París: Agencia Internacional de la Energía.
- . 2020c. "Sustainable Recovery." Informe especial de la IEA sobre el panorama energético global. París: Agencia Internacional de la Energía.
- Alaimo, Verónica, Mariano Bosch, David S. Kaplan, Carmen Pages y Laura Ripani. 2015. *Empleos Para Crecer*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Empleos-para-crecer.pdf>.

- Álvarez, Fernando y David Argente. 2021. "Cash-Management in Times of Covid-19." *Covid Economics*, no. 68 (febrero): 139-71. <https://cepr.org/sites/default/files/CovidEconomics68.pdf>.
- Alvarez, Vanessa. De próxima publicación. "Firm Networks and Margins of Trade Creation in Global Value Chains." Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- . 2019. "Multinational Production and Comparative Advantage." *Journal of International Economics* 119 (Julio): 1-54. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2019.03.004>.
- An, Zidong, João Tovar Jalles y Prakash Loungani. 2018. "How Well Do Economists Forecast Recessions?" *International Finance* 21 (2): 100-121. <https://doi.org/10.1111/inf.12130>.
- Andrijevic, Marina, Carl-Friedrich Schleussner, Matthew J. Gidden, David L. McCollum y Joeri Rogelj. 2020. "COVID-19 Recovery Funds Dwarf Clean Energy Investment Needs." *Science* 370 (6514): 298-300. <https://doi.org/10.1126/science.abc9697>.
- Antosiewicz, Marek, Luis E. Gonzáles Carrasco, Piotr Lewandowski y Nicolás de la Maza Greene. 2020. *Green Growth Opportunities for the Decarbonization Goal for Chile: Report on the Macroeconomic Effects of Implementing Climate Change Mitigation Policies in Chile 2020*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Antràs, Pol. 2020. "Conceptual Aspects of Global Value Chains." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas No. 9114. Washington, DC: Banco Mundial. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9114>.
- Ardanaz, Martín, Eduardo Cavallo, Alejandro Izquierdo y Jorge Puig. 2021. "Growth-Friendly Fiscal Rules? Safeguarding Public Investment from Budget Cuts through Fiscal Rule Design." *Journal of International Money and Finance* 111 (Marzo): 102319. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102319>.
- Arellano, Cristina, Yan Bai y Gabriel P. Mihalache. 2020. "Deadly Debt Crises: COVID-19 in Emerging Markets." *Documento de trabajo NBER*, no. 27275 (Mayo). <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/27275.html>.
- Aslam, Aqib, Natalija Novta y Fabiano Rodrigues-Bastos. 2017. "Calculating Trade in Value Added." *Documento de trabajo Documento de trabajo del FMI*, 17/178, julio. <https://doi.org/10.5089/9781484311493.001>.
- Banco Mundial. 2018. *Global Investment Competitiveness Report 2017/2018: Foreign Investor Perspectives and Policy Implications*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1175-3>.
- . 2020a. *Informe sobre el desarrollo mundial 2020: El comercio al servicio del desarrollo en la era de las cadenas de valor mundiales*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://data2.unhcr.org/en/documents/details/78723>.
- . 2020b. "Lessons from Chile's Experience with E-Mobility: The Integration of E-Buses in Santiago." Washington, DC: Banco Mundial.

- Baer, Greg. 2020. "Forbearance during Coronavirus a Double-Edged Sword." *American Banker*, 25 de junio, 2020. <https://www.americanbanker.com/opinion/forbearance-during-coronavirus-a-double-edged-sword>.
- Barreix, A., M. Bès y J. Roca. 2010. "El IVA personalizado: Aumentando la recaudación y compensando a los más pobres." Informe. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Barrero, Jose Maria, Nicholas Bloom y Steven J. Davis. 2020. "Covid-19 Is Also a Reallocation Shock." *Documento de trabajo NBER*, no. 27137.
- Barrot, Jean-Noel y Julien Sauvagnat. 2016. "Input Specificity and the Propagation of Idiosyncratic Shocks in Production Networks." *The Quarterly Journal of Economics* 131(3): 1543-92.
- Beck, Thorsten y Liliana Rojas-Suárez. 2019. "Making Basel III Work for Emerging Markets and Developing Economies: Informe del Grupo de trabajo CGD." *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3391886>.
- Bénassy-Quéré, Agnès, Lionel Fontagné y Amina Lahrèche-Révil. 2005. "How Does FDI React to Corporate Taxation?" *International Tax and Public Finance* 12 (5): 583-603.
- Bernard, Andrew, Emmanuel Dhyne, Glenn Magerman, Kalina Manova y Andreas Moxnes. 2019. "The Origins of Firm Heterogeneity: A Production Network Approach." *Documento de trabajo NBER*, no. 25441 (enero). <https://doi.org/10.3386/w25441>.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). 2020. "Summary of the Main Economic, Monetary and Financial Policy Measures Taken in the Face of the Global COVID-19 Pandemic." Banco Interamericano de Desarrollo.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) y DDPLAC (Rutas de descarbonización profunda en América Latina y el Caribe). 2019. "Como llegar a cero emisiones netas: Lecciones de América Latina y el Caribe." Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo y Rutas de descarbonización profunda en América Latina y el Caribe. https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/C%C3%B3mo_llegar_a_cero_emisiones_netas_Lecciones_de_Am%C3%A9rica_Latina_y_el_Caribe.pdf.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) y BID Invest. 2018. "Qué es la infraestructura sostenible? Un marco para orientar la sostenibilidad a lo largo del ciclo de vida del proyecto." *Nota técnica del BID* No. 1388. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/%C2%BFQu%C3%A9-es-la-infraestructura-sostenible-Un-marco-para-orientar-la-sostenibilidad-a-lo-largo-del-ciclo-de-vida-del-proyecto.pdf>.
- Binsted, Matthew, Gokul Iyer, James Edmonds, Adrien Vogt-Schilb, Ricardo Arguello, Angela Cadena, Ricardo Delgado, *et al.* 2020. "Implicaciones del Acuerdo de París sobre activos abandonados en América Latina y el Caribe. Documento de discusión. BID" *Environmental Research Letters* 15 (4): 044026. <http://dx.doi.org/10.18235/0001803>.

- Blanchard, Olivier J., Thomas Philippon y Jean Pisani-Ferry. 2020. "A New Policy Toolkit Is Needed as Countries Exit COVID-19 Lockdowns." Informe de política PB20-8. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.
- Blickle, Kristian y João A. C. Santos. 2020. "The Costs of Corporate Debt Overhang." *SSRN Electronic Journal*, octubre. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3708502>.
- Blyde, Juan y Danielle Trachtenberg. 2020. "Global Value Chains and Latin America: A Technical Note." Nota técnica del BID No. 1853. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0002155>.
- Bottán, Nicolás, Bridget Hoffmann y Diego Vera-Cossío. 2020. *La desigual carga de la pandemia: Por qué las consecuencias de la COVID-19 afectan más a los pobres*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/La-desigual-carga-de-la-pandemia-Por-que-las-consecuencias-de-la-COVID-19-afectan-mas-a-los-pobres.pdf>.
- Brichetti, Juan Pablo, Eduardo Cavallo, Omar O. Chisari, Leonardo Mastronardi, Tomás Serebrisky y Juan Pablo Vila Martínez. 2020. "El efecto de la infraestructura en el desempeño de seis economías de América Latina: Una evaluación con modelos de Equilibrio General Computado." Nota técnica del BID No. 1855. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0002290>.
- Brinca, Pedro, Joao B. Duarte y Miguel Faria-e-Castro. 2020. "Measuring Sectoral Supply and Demand Shocks during COVID-19." *Documento de trabajo del Banco de la Reserva Federal de St. Louis*, No. 2020-011.
- Broner, Fernando, Tatiana Didier, Aitor Erce y Sergio L. Schmukler. 2013. "Gross Capital Flows: Dynamics and Crises." *Journal of Monetary Economics* 60 (1): 113-33. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.12.004>.
- Brown, Craig O. y I. Serdar Dinç. 2011. "Too Many to Fail? Evidence of Regulatory Forbearance When the Banking Sector Is Weak." *Review of Financial Studies* 24 (4): 1378-1405. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp039>.
- Brunnermeier, Markus, José De Gregorio, Barry Eichengreen, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, T. Ito, P. Lane, J. Pisani-Ferry, E. Prasad y R. Rajan. 2012. "Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses." Committee on International Economic Policy and Reform. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/09-ciepr-banking-capital-flows.pdf>.
- Brunnermeier, Markus y Arvind Krishnamurthy. 2020. "Corporate Debt Overhang and Credit Policy." *Brooking Papers of Economic Activity*, Borradores de los documentos de la Conferencia BPEA, junio 2020. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/06/Brunnermeier-Krishnamurthy-conference-draft.pdf>.
- Bruno, Valentina y Hyun Song Shin. 2017. "Global Dollar Credit and Carry Trades: A Firm-Level Analysis." *The Review of Financial Studies* 30 (3): 703-49. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw099>.

- Business Insider. 2020. "Prime Minister Announces Additional Support for Businesses to Help Save Canadian Jobs," 11 de mayo, 2020. <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/prime-minister-announces-additional-support-for-businesses-to-help-save-canadian-jobs-1029187813>.
- Busso, Matías y Julián Messina. 2020. "La crisis de la desigualdad: América Latina y el Caribe en la encrucijada." Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/La-crisis-de-la-desigualdad-America-Latina-y-el-Caribe-en-la-encrucijada.pdf>.
- Caballero, Julian, Ugo Panizza y Andrew Powell. 2014. "Balances y crecimiento del crédito." En *La recuperación global y la normalización monetaria: ¿cómo evitar una crónica anunciada?*, editado por Andrew Powell, 21-35. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/La-recuperaci%C3%B3n-global-y-la-normalizaci%C3%B3n-monetaria-c%C3%B3mo-evitar-una-cr%C3%B3nica-anunciada.pdf>.
- Caballero, Julián, Ugo Panizza y Andrew Powell. 2016. "The Second Wave of Global Liquidity: Why Are Firms Acting Like Financial Intermediaries?" Documento de trabajo del BID No. 641. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/english/document/The-Second-Wave-of-Global-Liquidity-Why-Are-Firms-Acting-Like-Financial-Intermediaries.pdf>.
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi y Anil K. Kashyap. 2008. "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan." *American Economic Review* 98 (5): 1943-77. <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.1943>.
- Calvo, Guillermo A. 1998. "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops." *Journal of Applied Economics* 1 (1): 35-54. <https://doi.org/10.1080/15140326.1998.12040516>.
- . 2005. "Volatility as an Innovation Deterrent: Adam Smith in Stormy Weather." *College Park, United States: University of Maryland. Documento mimeografiado*.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo y Luis-Fernando Mejía. 2008. "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration." *Documento de trabajo NBER*, no. 14026 (Mayo). <https://doi.org/10.3386/w14026>.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo y Rudy Loo-Kung. 2012. "Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop." *Documento de trabajo NBER*, no. 18219 (Julio). <https://doi.org/10.3386/w18219>.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi. 2006. "Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets." *American Economic Review* 96 (2): 405-10. <https://doi.org/10.1257/000282806777211856>.
- Calvo, Guillermo A. y Carmen M. Reinhart. 2002. "Fear of Floating." *The Quarterly Journal of Economics* 117 (2): 379-408.

- Cárdenas, Mauricio. 2020. "Emerging Economies Need New Finance, Not Moratoriums." Project Syndicate, 13 de mayo, 2020. <https://www.project-syndicate.org/commentary/emerging-economies-need-new-finance-not-moratoriums-by-mauricio-cardenas-2020-05>.
- Cárdenas, Mauricio y Juan José Guzmán Ayala. 2020. "Planeando una recuperación sostenible para la pospandemia en América Latina y el Caribe." Serie Documentos de políticas PNUD ALC COVID-19. Nueva York: PNUD. https://www.latinamerica.undp.org/content/rblac/es/home/library/crisis_prevention_and_recovery/planeando-una-recuperacion-sostenible-para-la-pospandemia-en-ame.html.
- Casella, Bruno, Richard Bolwijn, Daniel Moran y Keiichiro Kanemoto. 2019. "Improving the Analysis of Global Value Chains: The UNCTAD-Eora Database." *Transnational Corporations* 26 (3): 115-42. <https://doi.org/10.18356/3aad0f6a-en>.
- Caselli, Francesco. 2005. "Chapter 9 Accounting for Cross-Country Income Differences." En *Handbook of Economic Growth*, 1:679-741. Amsterdam: Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01009-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01009-9).
- Caselli, Francesco, Miklós Koren, Milan Lisicky y Silvana Tenreyro. 2020. "Diversification through Trade." *The Quarterly Journal of Economics* 135(1): 449-502. <https://doi.org/10.3386/w21498>.
- Castellani, Francesca, Marcelo Olarreaga, Ugo Panizza y Yue Zhou. 2019. "Investment Gaps in Latin America and the Caribbean." *International Development Policy*, no. 11.1 (Marzo). <https://doi.org/10.4000/poldev.2894>.
- Cavallo, Eduardo A. 2019. "International Capital Flow Reversals." Documento de trabajo del BID No. 1040. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <http://dx.doi.org/10.18235/0001809>.
- . 2020. "Baker o Brady: Lecciones de crisis financieras pasadas para la recuperación pospandemia." *Ideas que cuentan* (blog). 9 de julio, 2020. <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/baker-o-brady-lecciones-de-crisis-financieras-pasadas-para-la-recuperacion-pospandemia/>.
- Cavallo, Eduardo A., Eduardo Fernández-Arias y Andrew Powell. 2014. "Is the Euro-Zone on the Mend? Latin American Examples to Analyze the Euro Question." *Journal of Banking & Finance* 47 (octubre): 243-57. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.07.010>.
- Cavallo, Eduardo A., Arturo Galindo, Alejandro Izquierdo y John Jairo León. 2013. "The Role of Relative Price Volatility in the Efficiency of Investment Allocation." *Journal of International Money and Finance* 33: 1-18.
- Cavallo, Eduardo A., Alejandro Izquierdo y John J. León-Díaz. 2020. "Preventing Sudden Stops in Net Capital Flows." Documento de trabajo del BID No. 1132. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0002561>.
- Cavallo, Eduardo A. y Andrew Powell, eds. 2018. *La hora del crecimiento*. Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2018. Washington, DC:

- Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/es/informe-macroeconomico-de-america-latina-y-el-caribe-2018-la-hora-del-crecimiento>.
- , eds. 2019. *Construir oportunidades para crecer en un mundo desafiante*. Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2019. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/MacroReport2019/Construir-oportunidades-para-crecer-en-un-mundo-desafiante>.
- Cavallo, Eduardo A., Andrew Powell, Mathieu Pedemonte y Pilar Tavella. 2015. “A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?” *Journal of International Money and Finance* 51 (marzo): 47-70. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.10.001>.
- Cavallo, Eduardo A., Andrew Powell y Tomás Serebrisky, eds. 2020. *De estructuras a servicios. El camino a una mejor infraestructura en América Latina y el Caribe*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/DIA2020/de-estructuras-a-servicios>.
- CEPAL (Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe). 2020. “Sectores y empresas frente al COVID-19: emergencia y reactivación.” https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/45734/4/S2000438_es.pdf.
- CEPAL (Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe) y Oxfam. 2020. “Incentivos fiscales para la empresas en América Latina y el Caribe.” Documentos de proyectos. Santiago: ECLAC y Oxfam. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44787/1/S1900605_es.pdf.
- Cerra, Valerie y Sweta Chaman Saxena. 2008. “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery.” *American Economic Review* 98 (1): 439-57. <https://doi.org/10.1257/aer.98.1.439>.
- CFMCA (Coalición de Ministros de Finanzas para la Acción Climática). 2020. “Better Recovery, Better World: Resetting Climate Action in the Aftermath of the COVID-19 Pandemic.” CFMCA. <https://www.financeministersforclimate.org/sites/cape/files/inline-files/Better%20Recovery%2C%20Better%20World%20FINAL.pdf>.
- Coady, David, Ian Parry, Nghia-Piotr Le y Baoping Shang. 2019. “Global Fossil Fuel Subsidies Remain Large: An Update Based on Country-Level Estimates.” *Documento de trabajo FMI 19/89*. <http://cc-lesbecquets.info/pdf/WPIEA2019089.pdf>.
- Cooper, Cheryl R., Darryl E. Getter, Raj Gnanarajah, David W. Perkins y Andrew P. Scott. 2020. “COVID-19: Consumer Loan Forbearance and Other Relief Options.” Informe CRS. Congressional Research Service. <https://fas.org/sgp/crs/misc/R46356.pdf>.
- Corbacho, Ana, Vicente Fretes Cibils y Eduardo Lora, eds. 2013. *Recaudar no basta: Los impuestos como instrumento de desarrollo*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Recaudar-no-basta-Los-impuestos-como-instrumento-de-desarrollo.pdf>.

- Costa Rica. 2019. “Plan nacional de descarbonización 2018–2050.” Nueva York: Naciones Unidas. <https://unfccc.int/sites/default/files/resource/Plan%20Nacional%20de%20Descarbonizaci%C3%B3n%20-%20Espa%C3%B1ol.pdf>.
- D’Aprile, Paolo, Hauke Engel, Godart van Gendt, Stefan Helmcke, Solveigh Hieronimus, Tomas Naució, Dickon Pinner, Daan Walter y Maaïke Witteveen. 2020. “Net-Zero Europe: Decarbonization Pathways and Socioeconomic Implications.” McKinsey & Company. <http://artfuelsforum.eu/wp-content/uploads/2020/12/Net-zero-Europe.pdf>.
- Daude, Christian y Eduardo Fernández-Arias. 2010. “On the Role of Productivity and Factor Accumulation in Economic Development in Latin America and the Caribbean.” Documento de trabajo del BID No. 155. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/es/publicacion/role-productivity-and-factor-accumulation-economic-development-latin-america-and>
- Davis, Steve y John Haltiwanger. 1992. “Gross Job Creation, Gross Job Destruction and Employment Reallocation.” *The Quarterly Journal of Economics* 107(3): 819–63. <https://doi.org/10.3386/w3728>.
- De Mooij, Ruud, Ricardo Fenochietto, Shafik Hebous, Sébastien Leduc y Carolina Osorio-Buitron. 2020. “Política fiscal para un crecimiento inclusivoTax Policy for Inclusive Growth after the Pandemic.” Serie especial sobre la COVID-19. Fondo Monetario Internacional. H.
- Delgado, R., H. Eguino y A. López. 2021. “Política fiscal y cambio climático.” Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Dellas, Harris, Dimitris Malliaropulos, Dimitris Papageorgiou y Evangelia Vourvachaki. 2017. “Fiscal Multipliers with an Informal Sector.” *Documento de trabajo del Banco de Grecia* 2017235.
- Desai, Mihir A., C. Fritz Foley y James R. Hines Jr. 2006. “Taxation and Multinational Activity: New Evidence, New Interpretations.” *Survey of Current Business* 86 (2): 16–22.
- Djankov, Simeon, Tim Ganser, Caralee McLiesh, Rita Ramalho y Andrei Shleifer. 2010. “The Effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship.” *American Economic Journal: Macroeconomics* 2 (3): 31–64. <https://doi.org/10.1257/mac.2.3.31>.
- Ebrahimy, E., D. Igan y S. Martinez Peria. 2020. “The Impact of COVID-19 on Inflation: Potential Drivers and Dynamics.” Serie especial sobre la COVID-19. Fondo Monetario Internacional.
- Energy Sector Management Assistance Program. 2018. *Policy Matters: Regulatory Indicators for Sustainable Energy*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Esquivel, Carlos, Timothy J. Kehoe y Juan Pablo Nicolini. 2019. “Lessons from the Monetary and Fiscal History of Latin America.” *Documento de trabajo del Becker Friedman Institute for Economics* 2019–47.

- Fang, Hanming, Long Wang y Yang Yang. 2020. "Human Mobility Restrictions and the Spread of the Novel Coronavirus (2019-NCoV) in China." *Documento de trabajo NBER*, no. 26906 (marzo). <https://doi.org/10.3386/w26906>.
- Fay, Marianne, Stephane Hallegatte, Adrien Vogt-Schilb, Julie Rozenberg, Ulf Narloch y Tom Kerr. 2015. *Decarbonizing Development: Three Steps to a Zero-Carbon Future*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Feng, K., Hubacek, K., Liu, Y., Marchán, E. y Vogt-Schilb, A.. 2018. "Efectos distributivos de los impuestos a la energía y de la eliminación de los subsidios energéticos en América Latina y el Caribe." <https://doi.org/10.18235/0001331>
- Fenochietto, Ricardo y Carola Pessino. 2013. "Understanding Countries' Tax Effort." *Documento de trabajo FMI 13/224*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13244.pdf>.
- Fernández, Cristina y Leonardo Villar. 2017. "The Impact of Lowering the Payroll Tax on Informality in Colombia." *Economía Journal* Volumen 18 Número 1 (otoño 2017): 125-55. <https://ideas.repec.org/a/col/000425/015830.html>.
- Fitch Ratings. 2020. "Forbearance Programs Will Camouflage Weakening Bank Asset Quality." Fitch Ratings. <https://www.fitchratings.com/research/banks/forbearance-programs-will-camouflage-weakening-bank-asset-quality-21-05-2020>.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2019. *World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- . 2020a. "Greening the Recovery." Special Series on COVID-19. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/en-special-series-on-covid-19-greening-the-recovery.ashx>.
- . 2020b. *Perspectivas de la Economía Mundial: El gran confinamiento*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- . 2020c. *Perspectivas de la Economía Mundial: ¿Tenue estabilización, lenta recuperación?* Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- . 2020d. *Perspectivas de la Economía Mundial: Un largo y difícil camino cuesta arriba*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- . 2020e. *Perspectivas de la Economía Mundial: Una crisis como ninguna otra, una recuperación incierta*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- . 2020f. "The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors—Recent Developments, Challenges and Reform Options." Policy Papers 20 (043). <https://doi.org/10.5089/9781513557472.007>.
- . 2021a. *Perspectivas de la Economía Mundial: Se prevé que las vacunas y el respaldo de las políticas impulsen la actividad*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- . 2021b. "Policy Responses to COVID-19." Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.

- Forbes, Kristin J. y Francis E. Warnock. 2012. "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment." *Journal of International Economics* 88 (2): 235-51. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.03.006>.
- Foster, Lucia, John C. Haltiwanger y Cornell John Krizan. 2001. "Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence." En *New Developments in Productivity Analysis*, 303-372. Chicago: University of Chicago Press.
- Furceri, Davide y Bin Grace Li. 2017. "The Macroeconomic (and Distributional) Effects of Public Investment in Developing Economies." *Documento de trabajo FMI 17/217*.
- Godbout, Luc y Suzie St-Cerny. 2011. "Are Consumption Taxes Regressive in Quebec?" *Canadian Tax Journal* 59 (3): 463. <https://www.ctf.ca/ctfweb/CMDownload.aspx?ContentKey=eccf6a21-de59-4ff6-8833-068f87018401&ContentItemKey=03a626bd-c8a0-4179-a505-1ecdf3f2b285>.
- González-Mahecha, E., Lecuyer, O., Hallack, M., Bazilian, M., y Vogt-Schilb, A., 2019. "Las emisiones comprometidas y el riesgo de activos abandonados en el sector eléctrico de América Latina y el Caribe." Documento de discusión del BID No. 708. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Las_emisiones_comprometidas_y_el_riesgo_de_activos_abandonados_en_el_sector_el%C3%A9ctrico_de_Am%C3%A9rica_Latina_y_el_Caribe.pdf.
- Granja, Joao y Christian Leuz. 2017. "The Death of a Regulator: Strict Supervision, Bank Lending and Business Activity." *Documento de trabajo NBER*, no. 24168. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w24168/w24168.pdf.
- Gropp, Reint, Steven Ongena, Jörg Rocholl y Vahid Saadi. 2020. "The Cleansing Effect of Banking Crises." *Documento de discusión CEPR 15025*.
- Grossman, Gene y Elhanan Helpman. 2020. "When Tariffs Disturb Global Supply Chains." *Documento de trabajo NBER*, no. 27722 (agosto). <https://doi.org/10.3386/w27722>.
- Groves, David G., James Syme, Edmundo Molina-Perez, Carlos Calvo, Luis Víctor-Gallardo, Guido Godínez-Zamora, Jairo Quirós-Tortos, et al. 2020. *Costos y beneficios de la descarbonización de la economía de Costa Rica: Evaluación del Plan Nacional de descarbonización bajo incertidumbre*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Costos-y-beneficios-de-la-descarbonizacion-de-la-economia-de-Costa-Rica-Evaluacion-del-Plan-Nacional-de-Descarbonizacion-bajo-incertidumbre.pdf>.
- Gunter, Samara. 2013. "State Earned Income Tax Credits and Participation in Regular and Informal Work." *National Tax Journal* 66 (1): 33-62. <https://doi.org/10.17310/ntj.2013.1.02>.
- Gunter, Samara, Daniel Riera-Crichton, Carlos Végh y Guillermo Vuletin. 2019. "Non-Linear Effects of Tax Changes on Output: The Role of the Initial Level of Taxation." *Documento de trabajo NBER*, no. 26570 (diciembre). <https://doi.org/10.3386/w26570>.

- Hallegatte, Stephane, Mook Bangalore, Laura Bonzanigo, Marianne Fay, Tamaro Kane, Ulf Narloch, Julie Rozenberg, David Treguer y Adrien Vogt-Schilb. 2015. *Shock Waves: Managing the Impacts of Climate Change on Poverty*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Hanson, Samuel H., Jeremy C. Stein, Adi Sunderman y Eric Zwick. 2020. "Business Credit Programs in the Pandemic Era." *Brooking Papers of Economic Activity*, Borradores de la Conferencia BPEA, septiembre de 2020.
- Hausmann, Ricardo y Dani Rodrik. 2003. "Economic Development as Self-Discovery." *Journal of Development Economics* 72 (2): 603-33. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(03\)00124-X](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(03)00124-X).
- Heise, Sebastian. 2020a. "Firm-to-Firm Relationships and the Pass-Through of Shocks: Theory and Evidence." *FRB of New York Staff Report*. <https://www.ssrn.com/abstract=3437861>.
- . 2020b. "How Did China's COVID-19 Shutdown Affect US Supply Chains?" Banco de la Reserva Federal de Nueva York. *Liberty Street Economics* (blog). 2020. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/how-did-chinas-covid-19-shutdown-affect-us-supply-chains.html>.
- Hoynes, Hilary W. y Ankur J. Patel. 2018. "Effective Policy for Reducing Poverty and Inequality?: The Earned Income Tax Credit and the Distribution of Income." *Journal of Human Resources* 53 (4): 859-90. <https://doi.org/10.3368/jhr.53.4.1115.7494R1>.
- Hsieh, Chang-Tai y Peter J. Klenow. 2010. "Development Accounting." *American Economic Journal: Macroeconomics* 2 (1): 207-23. <https://doi.org/10.1257/mac.2.1.207>.
- Hull, John. 2015. *Options, Futures y Other Derivatives*. 9ª edición. Boston: Pearson.
- Huxham, Matthew, Muhammed Anwar y David Nelson. 2019. "Understanding the Impact of a Low Carbon Transition on South Africa." Climate Policy Initiative. <http://www.indiaenvironmentportal.org.in/files/file/Understanding%20the%20impact%20of%20a%20low%20carbon%20transition%20on%20South%20Africa.pdf>.
- Ilzetzki, Ethan, Enrique G. Mendoza y Carlos Végh. 2013. "How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers?" *Journal of Monetary Economics* 60 (2): 239-54. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.10.011>.
- IPCC (Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático). 2018. "Resumen para responsables de políticas." En *IPCC, 2018: Informe especial del IPCC sobre los impactos del calentamiento global de 1,5 °C con respecto a los niveles preindustriales y las trayectorias correspondientes que deberían seguir las emisiones mundiales de gases de efecto invernadero, en el contexto del reforzamiento de la respuesta mundial a la amenaza del cambio climático, el desarrollo sostenible y los esfuerzos por erradicar la pobreza*. Cambridge & Nueva York: IPCC. https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/09/SR15_Summary_Volume_spanish.pdf.
- Izquierdo, Alejandro y Martín Ardanaz. 2020. "Can Latin America Afford to Fight COVID-19?" *Project Syndicate*, 7 de abril, 2020. <https://www.project-syndicate.org/>

- commentary/coronavirus-latin-america-economy-by-alejandro-izquierdo-2-and-martin-ardanaz-2020-04.
- Izquierdo, Alejandro, Philip Keefer, Allen Blackman, Matías Busso, Eduardo A. Cavallo, Gregory Elacqua, Ana María Ibáñez, *et al.* 2020. *Salir del túnel pandémico con crecimiento y equidad: una estrategia para un nuevo compacto social en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Salir-del-tunel-pandemico-con-crecimiento-y-equidad-Una-estrategia-para-un-nuevo-compacto-social-en-America-Latina-y-el-Caribe.pdf>.
- Izquierdo, Alejandro, Ruy E. Lama, Juan Pablo Medina, Jorge P. Puig, Daniel Riera-Crichton, Carlos Végh y Guillermo Vuletin. 2019. "Is the Public Investment Multiplier Higher in Developing Countries? An Empirical Investigation." *Documento de trabajo NBER*, no. 26478.
- Izquierdo, Alejandro, Carola Pessino y Guillermo Vuletin, eds. 2018. *Mejor gasto para mejores vidas: cómo América Latina y el Caribe puede hacer más con menos*. Vol. 10. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/DIA2018/Mejor-Gasto-para-Mejores-Vidas>.
- Jaeger, Joel, Michael Westphal y Corey Park. 2020. "Lessons Learned on Green Stimulus: Case Studies from the Global Financial Crisis." Washington, DC: World Resources Institute. <https://www.wri.org/publication/lessons-learned-on-green-stimulus-case-studies-from-the-global-financial-crisis>.
- Johnson, Robert C. 2018. "Measuring Global Value Chains." *Annual Review of Economics* 10 (1): 207-36. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-080217-053600>.
- Jorgenson, Dale W. 2012. "The World KLEMS Initiative." *International Productivity Monitor* 24: 5-19. <https://ideas.repec.org/a/sls/ipmsls/v24y2012i.html>.
- Kapoor, Supriya y Oana Peia. 2021. "The Impact of Quantitative Easing on Liquidity Creation." *Journal of Banking & Finance* 122 (enero): 105998. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105998>.
- Kehoe, Timothy Jerome y Juan Pablo Nicolini, eds. 2021. *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017*. Minneapolis: University of Minnesota Press.
- Klemm, Alexander y Stefan Van Parys. 2012. "Empirical Evidence on the Effects of Tax Incentives." *International Tax and Public Finance* 19 (3): 393-423. <https://doi.org/10.1007/s10797-011-9194-8>.
- Kramarz, Francis, Julien Martin y Isabelle Mejean. 2020. "Volatility in the Small and in the Large: The Lack of Diversification in International Trade." *Journal of International Economics* 122 (enero): 103276. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2019.103276>.
- LA-KLEMS. 2019. *LA-KLEMS: Crecimiento económico y productividad en América Latina*. Database. <http://www.laklems.net/>.

- Larson, Eric, Chris Greig, Jesse Jesse, Erin Mayfield, Andrew Pascale, Chuan Zhang, Joshua Drossman, *et al.* 2020. "Net-Zero America: Potential Pathways, Infrastructure and Impacts." Informe provisional. Princeton, New Jersey: Princeton University. https://environmenthalfcentury.princeton.edu/sites/g/files/toruqf331/files/2020-12/Princeton_NZA_Interim_Report_15_Dec_2020_FINAL.pdf.
- Libonati, Renata, Carlos C. DaCamara, Leonardo F. Peres, de Lino A. Sander Carvalho y Letícia C. Garcia. 2020. "Rescue Brazil's Burning Pantanal Wetlands." *Nature* 588 (7837): 217-19. <https://doi.org/10.1038/d41586-020-03464-1>.
- Lino, Igor dos Reis y André Furtado Braz. 2019. "Cesta de Consumo e Inflação Das Famílias de Baixa Renda: Um Panorama Da Última Década." *Caderno de Estudos* 34.
- Mariscal, Rodrigo, Andrew Powell, Guido Sandleris y Pilar Tavella. 2015. "Sovereign Defaults: Has the Current System Resulted in Lasting (Re)Solutions?" Business School Working Paper. Universidad Torcuato Di Tella. <https://econpapers.repec.org/paper/udtwpbsdt/2015-03.htm>.
- Martin, Julien, Isabelle Mejean y Mathieu Parenti. 2020. "Relationship Stickiness and Economic Uncertainty." Documento mimeografiado.
- Masters, Jeff. 2021. "Reviewing the Horrid Global 2020 Wildfire Season » Yale Climate Connections." *Yale Climate Connections*. <https://yaleclimateconnections.org/2021/01/reviewing-the-horrid-global-2020-wildfire-season/>.
- Merton, Robert C. 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates." *The Journal of Finance* 29 (2): 449. <https://doi.org/10.2307/2978814>.
- Mesquita Moreira, Mauricio y Ernesto H. Stein, eds. 2019. *De promesas a resultados en el comercio internacional*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/DIA2019/de-promesas-a-resultados-en-el-comercio-internacional>.
- Mooney, Henry y María Alejandra Zegarra. 2020. "COVID-19. Shock sin precedentes sobre el turismo en América Latina y el Caribe." Nota de políticas del BID No. 339. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/COVID-19-Shock-sin-precedentes-sobre-el-turismo-en-America-Latina-y-el-Caribe.pdf>.
- NCE (New Climate Economy). 2018. *Unlocking the Inclusive Growth Story of the 21st Century: Accelerating Climate Action in Urgent Times*. Washington, DC: New Climate Economy. https://newclimateeconomy.report/2018/wp-content/uploads/sites/6/2018/09/NCE_2018_FULL-REPORT.pdf.
- Neumeyer, Pablo Andrés, Paulina Restrepo-Echevarría y Lucas Belmudes. 2020. "The COVID-19 Recession in Historical Perspective." *St. Louis Fed on the Economy Blog* (blog). 12 de noviembre, 2020. <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2020/november/covid19-recession-historical-perspective>.

- Nuguer, Victoria y Andrew Powell, eds. 2020a. *La inclusión en tiempos de COVID-19*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/La-inclusion-en-tiempos-de-COVID-19.pdf>.
- Nuguer, Victoria y Andrew Powell, eds. 2020b. *Políticas para combatir la pandemia*. Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2020. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/MacroReport2020/Politicas-para-combatir-la-pandemia>.
- Ocampo Gaviria, José Antonio. 1984. *Colombia y la economía mundial: 1830-1910*. 1a ed. Economía y Demografía. México, D.F: Siglo Veintiuno Editores.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico). 2018. "Tax Effects on Foreign Direct Investment." Nota de políticas de la OCDE. OCDE.
- . 2019. "FDI in Figures - Latin America." OCDE. <https://www.oecd.org/investment/FDI-in-Figures-April-2019-Latin-America-English.pdf>.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico), CIAT (Centro Interamericano de Administraciones Tributarias), CEPAL (Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe) y BID (Banco Interamericano de Desarrollo). 2020. *Estadísticas tributarias en América Latina y el Caribe 2020*. Revenue Statistics in Latin America and the Caribbean. París: OCDE. <https://doi.org/10.1787/68739b9b-en-es>.
- Pagés, Carmen. 2010. "La era de la productividad." En *La era de la productividad*, editado por Carmen Pagés, 1-28. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/es/publicacion/la-era-de-la-productividad-como-transformar-las-economias-desde-sus-cimientos>
- Pagés, Carmen, Andrés Rodríguez Clare y Ernesto H. Stein. De próxima publicación. "Covid-19 y Empleo Formal: ¿Qué puede aprender América Latina y El Caribe del debate en países desarrollados?" Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Parrado, Eric. 2020. "Latin America's Triple Sudden Stop." *Project Syndicate*, 12 de agosto, 2020. <https://www.project-syndicate.org/commentary/latin-america-triple-sudden-stop-lockdowns-by-eric-parrado-2020-08?barrier=accesspaylog>.
- Parrado, Eric, Tristany Armangué y Nicolás Herrera. 2020. "Como la caída de las remesas durante la pandemia amenaza el bienestar de la región." *Ideas que cuentan* (blog). 7 de junio, 2020. <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/como-se-ve-amenazado-el-bienestar-de-la-region-por-la-caida-de-las-remesas-durante-la-pandemia/>.
- Paul, Mark, Carla Santos Skandier y Rory Renzy. 2020. "Out of Time: The Case for Nationalizing the Fossil Fuel Industry." People's Policy Project and The Next System Project. https://thenextsystem.org/sites/default/files/2020-06/OutOfTime-Report_Final%282%29pages.pdf.
- Pecho, Miguel. 2014. "Tax Expenditures in Latin America: 2008-2012." *Tax Studies and Research Directorate Working Paper*, no. 2-2014.

- Peek, Joe y Eric S Rosengren. 2005. "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan." *American Economic Review* 95 (4): 1144-66. <https://doi.org/10.1257/0002828054825691>.
- Perraudin, William, Andrew Powell y Peng Yang. De próxima publicación. "Estimating Bank Default Probabilities through the Covid-19 Crisis." Documento de trabajo del BID. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Pessino, Carola. 2017. "Utilizando Big Data para construir un sistema de inteligencia fiscal para los gobiernos." *Gestión Fiscal* (blog). 13 de junio, 2017. <https://blogs.iadb.org/gestion-fiscal/es/inteligencia-fiscal-para-los-gobiernos/>.
- Pessino, Carola, Emilio Pineda y Alejandro Rasteletti. De próxima publicación. "Fiscal Policy and Management to Increase Formalization." Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Pessino, Carola y Teresa Ter-Minassian. 2021. "Addressing the Fiscal Costs of Aging in Latin America and the Caribbean with Lessons from Advanced Countries." Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Powell, Andrew. 2011. "Bipolar Debt Restructuring: Lessons from LAC." *VOX LACEA* (blog). 24 de febrero, 2011. <https://vox.lacea.org/?q=debt-lessons-LAC>.
- , ed. 2012. *El mundo de los senderos que se bifurcan*. Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2012. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/El-mundo-de-los-senderos-que-se-bifurcan-Am%C3%A9rica-Latina-y-el-Caribe-ante-los-riesgos-econ%C3%B3micos-globales.pdf>.
- , ed. 2014. *La recuperación global y la normalización monetaria: ¿cómo evitar una crónica anunciada?* Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2014. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/La-recuperaci%C3%B3n-global-y-la-normalizaci%C3%B3n-monetaria-c%C3%B3mo-evitar-una-cr%C3%B3nica-anunciada.pdf>.
- , ed. 2017. *Caminos para crecer en un nuevo mundo comercial*. Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2017. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Informe-macroecon%C3%B3mico-de-Am%C3%A9rica-Latina-y-el-Caribe-2017-Caminos-para-crecer-en-un-nuevo-mundo-comercial.pdf>.
- . 2021. "Sobre la macroeconomía de la pandemia Covid-19 y los riesgos que ésta dejará a su paso." *Ideas que cuentan* (blog). 6 de enero, 2021. <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/sobre-la-macroeconomia-de-la-pandemia-covid-19-y-los-riesgos-que-esta-dejara-a-su-paso/>.
- Powell, Andrew, Rodrigo Mariscal y Pilar Tavella. 2018. "On the Credibility of Inflation-Targeting Regimes in Latin America." *Economía Journal* Volúmen 18 Número 2 (primavera 2018): 1-24. <https://ideas.repec.org/a/col/000425/016330.html>.

- Powell, Andrew y Liliana Rojas-Suárez. 2020. *Bancos sólidos para la recuperación económica. Recomendaciones de política en tiempos de coronavirus en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Centro para el Desarrollo Global y Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Bancos-solidos-para-la-recuperacion-economica-Recomendaciones-de-politica-en-tiempos-de-coronavirus-en-America-Latina-y-el-Caribe.pdf>.
- Powell, Andrew y Oscar Valencia. 2020. “Cómo evitar una nueva década perdida para América Latina y el Caribe.” *Ideas que cuentan* (blog). 15 de octubre 15, 2020. <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/page/4/>.
- PwC (PricewaterhouseCoopers) y Banco Mundial. 2019. “Paying Taxes 2020: What Can We Learn from Tax Regimes in 190 Economies around the World.” Washington, DC: PricewaterhouseCoopers y Banco Mundial. <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2020.pdf>.
- Quirós-Tortos, Jairo, Guido Godínez-Samora, D. De La Torre Ugarte, C. Heros, J. Lazo Lazo, E. Ruiz, B. Quispe, *et al.* 2021. “Costos y beneficios de la carbono-neutralidad en el Perú: una evaluación robusta.” Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo y 2050 Pathways Platform.
- Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales. 1998. “Financial Dependence and Growth.” *The American Economic Review* 88 (3): 559–86. <https://www.jstor.org/stable/116849>.
- Ratha, Dilip K., Supriyo De, Eung Ju Kim, Sonia Plaza, Ganesh Kumar Seshan y Nadege Desiree Yameogo. 2020. “Phase II: Crisis through a Migration Lens.” Washington, DC: Banco Mundial y KNOMAD. <https://www.knomad.org/sites/default/files/2020-10/Migration%20%26%20Development%20Brief%2033.pdf>.
- Rebucci, Alessandro, Ambrogio Cesa-Bianchi, M. Hashem Pesaran y TengTeng Xu. 2012. “China’s Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America.” *Economía Journal* Volúmen 12 Número 2 (primavera 2012): 1–75. <https://ideas.repec.org/a/col/000425/009966.html>.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth Rogoff. 2020. “Suspend Emerging and Developing Economies’ Debt Payments.” *Project Syndicate*, 20 de abril, 2020. <https://www.project-syndicate.org/commentary/suspend-emerging-and-developing-economies-debt-payments-by-carmen-reinhart-and-kenneth-rogoff-2020-04>.
- Rodríguez Zúñiga, M., L.V. Gallardo, Jairo Quirós-Tortos y Adrien Vogt-Schilb. 2021. “Impacto fiscal de la descarbonización del transporte en Costa Rica y opciones de política para manejarlo.” Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Rozenberg, Julie y Marianne Fay. 2019. *Beyond the Gap: How Countries Can Afford the Infrastructure They Need While Protecting the Planet*. Sustainable Infrastructure Series. Washington, DC: Banco Mundial.
- Saez, Emmanuel y Gabriel Zucman. 2019. “Progressive Wealth Taxation.” *Brookings Papers on Economic Activity* 2019 (2): 437–533. <https://doi.org/10.1353/eca.2019.0017>.

- Saget, Catherine, Adrien Vogt-Schilb y Trang Luu. 2020. *El empleo en un futuro de cero emisiones netas en América Latina y el Caribe*. Washington, DC y Ginebra: Banco Interamericano de Desarrollo y Organización Internacional del Trabajo. <https://publications.iadb.org/es/el-empleo-en-un-futuro-de-cero-emisiones-netas-en-america-latina-y-el-caribe>.
- Saha, Devashree y Joel Jaeger. 2020. "America's New Climate Economy: A Comprehensive Guide to the Economic Benefits of Climate Policy in the United States." World Resources Institute.
- SEI (Instituto de Medio Ambiente de Estocolmo), IISD (Instituto Internacional para el Desarrollo Sostenible), ODI (Instituto de Desarrollo de Ultramar), E3G y PNUMA (Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente). 2020. "Informe sobre la brecha de producción: Informe Especial 2020." <https://www.unep.org/es/resources/informe/informe-sobre-la-brecha-de-produccion-2020>.
- Slemrod, Joel. 2019. "Tax Compliance and Enforcement." *Journal of Economic Literature* 57 (4): 904-54. <https://doi.org/10.1257/jel.20181437>.
- Solano-Rodríguez, Baltazar, Steve Pye, Pei-Hao Li, Paul Ekins, Osmel Manzano y Adrien Vogt-Schilb. 2019. "Implications of Climate Targets on Oil Production and Fiscal Revenues in Latin America and the Caribbean." Documento de discusión del BID No. 701. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/en/implications-climate-targets-oil-production-and-fiscal-revenues-latin-america-and-caribbean>.
- Stein, Ernesto H. y Camila Valencia. 2020. "La propagación del nuevo coronavirus fuera de China." *Ideas que cuentan* (blog). 30 de marzo, 2020. <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/la-propagacion-del-nuevo-coronavirus-fuera-de-china/>.
- Stiglitz, Joseph E., Nicholas Stern, Maosheng Duan, Ottmar Edenhofer, Gaël Giraud, Geoffrey M. Heal, Emilio Lèbre La Rovere, Adele Morris, Elisabeth Moyer y Mari Pangestu. 2017. "Reporte de la Comisión de Alto Nivel sobre los Precios del Carbono." Comisión de Alto Nivel sobre los Precios del Carbono. Washington, DC: Banco Mundial. https://static1.squarespace.com/static/54ff9c5ce4b0a53decccfb4c/t/59b7f2cbe9bfd9b6cc6401095/1505227469557/CarbonPricing_SpanishSummary.pdf.
- Summers, Lawrence H. y Natasha Sarin. 2019. "A 'Wealth Tax' Presents a Revenue Estimation Puzzle." *Washington Post*, 2019. <https://www.washingtonpost.com/opinions/2019/04/04/wealth-tax-presents-revenue-estimation-puzzle/>.
- TCFD (Grupo de Trabajo sobre declaraciones financieras relacionadas con el clima). 2017. "Recomendaciones del Grupo de Trabajo sobre declaraciones financieras relacionadas con el clima." Suiza: TCFD. <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/TCFD-2017-Final-Report-Spanish-Translation.pdf>.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo). 2019. *The State of Commodity Dependence*. Nueva York: Conferencia de las Naciones Unidas

- sobre Comercio y Desarrollo. https://unctad.org/system/files/official-document/ditccom2019d1_en.pdf.
- Valencia, Oscar y Matilde Angarita. 2020. "Assessing the Fiscal Impact of COVID-19 in LAC." Manuscrito del BID. Washington, DC.
- Van Ark, Bart y Kirsten Jäger. 2017. "Recent Trends in Europe's Output and Productivity Growth Performance at the Sector Level, 2002-2015." *International Productivity Monitor* 33: 8-23. <https://ideas.repec.org/a/sls/ipmsls/v33y20171.html>.
- Van Parys, Stefan y Sebastian James. 2010. "The Effectiveness of Tax Incentives in Attracting Investment: Panel Data Evidence from the CFA Franc Zone." *International Tax and Public Finance* 17 (4): 400-429. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10797-010-9140-1>.
- Vogt-Schilb, A., Walsh, B., Feng, K., Di Capua, L., Liu, Y., Zuluaga, D., Robles, M., y Hubaceck, K. 2019. "Uso de transferencias monetarias para eliminar el impacto sobre la pobreza de un impuesto al carbono: Simulaciones para América Latina y el Caribe." Documento de trabajo del BID No. 1046. Banco Interamericano de Desarrollo. https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Uso_de_transferencias_monetarias_para_eliminar_el_impacto_sobre_la_pobreza_de_un_impuesto_al_carbono_Simulaciones_para_Am%C3%A9rica_Latina_y_el_Caribe_es.pdf.
- Wang, Zhi, Shang-Jin Wei, Xinding Yu y Kunfu Zhu. 2017. "Measures of Participation in Global Value Chains and Global Business Cycles." *Documento de trabajo NBER*, no. 23222. <https://doi.org/10.3386/w23222>.
- Yazmín López, Carolina, María Eugenia Sosa, David Carlin, Remco Fischer, Mauricio Velásquez, Jessica Palomeque, Rodrigo García, Sofía Burford y Hugo Mendizábal. 2020. *Cómo los bancos incorporan el cambio climático en su gestión de riesgos*. Caracas: CAF - Banco de Desarrollo de América Latina. <https://scioteca.caf.com/handle/123456789/1626>.

