

La crisis del COVID-19 y los problemas estructurales de América Latina y el Caribe: responder a la urgencia con una perspectiva de largo plazo

Martín Abeles, Esteban Pérez Caldentey y Gabriel Porcile¹

Resumen

Las economías de América Latina y el Caribe han venido rezagándose en la economía mundial, lo que constituye un reflejo de problemas estructurales que comprometen su capacidad de crecimiento y de absorción de la tecnología. La pandemia de enfermedad por coronavirus (COVID-19) no solo ha visibilizado esos problemas estructurales, sino que los ha exacerbado, y ha reforzado las tendencias negativas en el crecimiento, el empleo y la distribución de los ingresos. El artículo analiza dichas tendencias y plantea que la crisis hace necesaria una respuesta inmediata, que debe, al mismo tiempo, apuntar a superar las restricciones de largo plazo. Se argumenta que son necesarias políticas fiscales muy fuertes para sostener la demanda agregada, y que dichas políticas deben contar con un componente importante de inversión destinado a la creación de capacidades tecnológicas, una mayor diversificación y mayores encadenamientos de la matriz productiva.

Palabras clave

COVID-19, virus, epidemias, aspectos económicos, crisis económica, crecimiento económico, empleo, distribución del ingreso, inversiones, política monetaria, política fiscal, América Latina y el Caribe

Clasificación JEL

O33, O40, O41

Autores

Martín Abeles es Director de la Oficina de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Buenos Aires. Correo electrónico: martin.abeles@cepal.org.

Esteban Pérez Caldentey es Jefe de la Unidad de Financiamiento para el Desarrollo de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL. Correo electrónico: esteban.perez@cepal.org.

Gabriel Porcile es Oficial de Asuntos Económicos de la División de Desarrollo Productivo y Empresarial de la CEPAL. Correo electrónico: jose.porcile@cepal.org.

¹ Las opiniones expresadas en este documento corresponden a los autores y pueden no coincidir con las de la CEPAL.

I. Introducción

La crisis de la enfermedad por coronavirus (COVID-19) ha azotado a América Latina y el Caribe con particular virulencia. La región no solo experimentará en 2020 la mayor contracción de todas las economías en desarrollo, sino que, además, se prevé que tendrá la recuperación menos dinámica. La pandemia ha asolado la región durante uno de los períodos de menor crecimiento de su historia.

Por un lado, el auge del comercio de materias primas –que se extendió prácticamente de 2004 a 2013, a excepción del cimbronazo de 2009– le permitió crecer y aumentar la participación del empleo formal en la economía (lo que, junto con las políticas redistributivas, contribuyó a mejorar la distribución de los ingresos, que destacaba a nivel mundial por su elevada desigualdad). Sin embargo, desde 2014 la economía latinoamericana ha registrado una tendencia a la baja en la tasa de crecimiento y ha visto interrumpidos los avances en la lucha contra la pobreza y la desigualdad². Un factor clave de ese estancamiento ha sido la persistencia de un patrón de especialización productivo y exportador que se concentra en los bienes y servicios de más baja intensidad tecnológica, lo que se contrapone al movimiento más rápido de la frontera tecnológica internacional y agudiza el rezago tecnológico de la región.

En este contexto de problemas estructurales, surge la crisis del COVID-19 que asola la región y requiere una acción urgente por parte de los Gobiernos y la política pública. En este punto, se plantea la cuestión de cómo transformar esa urgencia y el nuevo papel de las políticas en un instrumento que responda a la coyuntura de la pandemia y que, además, permita una transformación económica que se base en superar esos problemas estructurales. En el presente artículo, se argumenta que, para sostener la demanda efectiva y el empleo –que se han visto arrasados por la pandemia–, la respuesta no solo debe ser inmediata y a gran escala, sino que, además, debe hacerse desde un enfoque a largo plazo, que promueva cambios en la estructura productiva y las capacidades tecnológicas. Esta perspectiva cuestiona la eficacia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y de la política fiscal para cumplir con ese cometido. En el análisis a largo plazo se hace hincapié en los vínculos entre la política fiscal, el cambio estructural y la superación de los obstáculos externos que limitan el crecimiento. La respuesta debe apuntar a la construcción de un nuevo estilo de desarrollo, y no a la restauración de un patrón que mostraba claros signos de agotamiento antes de que estallara la pandemia.

En la sección II se explica que América Latina y el Caribe será la región que experimentará la mayor contracción del mundo en desarrollo, así como la recuperación menos dinámica. Partiendo de esas pruebas, en esta sección se argumenta que el impacto del COVID-19 en América Latina y el Caribe se explica a través de sus condicionantes estructurales.

En la sección III se plantea que esos factores condicionantes, en conjunción con otros como la gran apertura financiera de la región, limitan la capacidad de respuesta de la política macroeconómica contracíclica, especialmente la monetaria, aunque también la fiscal. De hecho, en un contexto de apertura financiera, con un alto grado de concentración de los ingresos y la riqueza, y una base productiva limitada y, en algunos casos, reprimarizada, los mecanismos de transmisión de la política monetaria pueden operar en la dirección contraria a la postulada por la teoría económica convencional. Estos mismos factores limitan la eficacia de la política fiscal a través del multiplicador e inciden en la dinámica de la deuda pública y en su sostenibilidad en el tiempo. Esta sección argumenta que la condición *sine qua non* para estabilizar la deuda es apuntalar el crecimiento económico.

A más largo plazo, para incrementar el crecimiento de forma sostenible es necesario dirigir la inversión hacia la creación de capacidades que alivien la restricción externa. Esto refuerza el mensaje transmitido en las distintas secciones del presente artículo, a saber, la necesidad de diseñar la

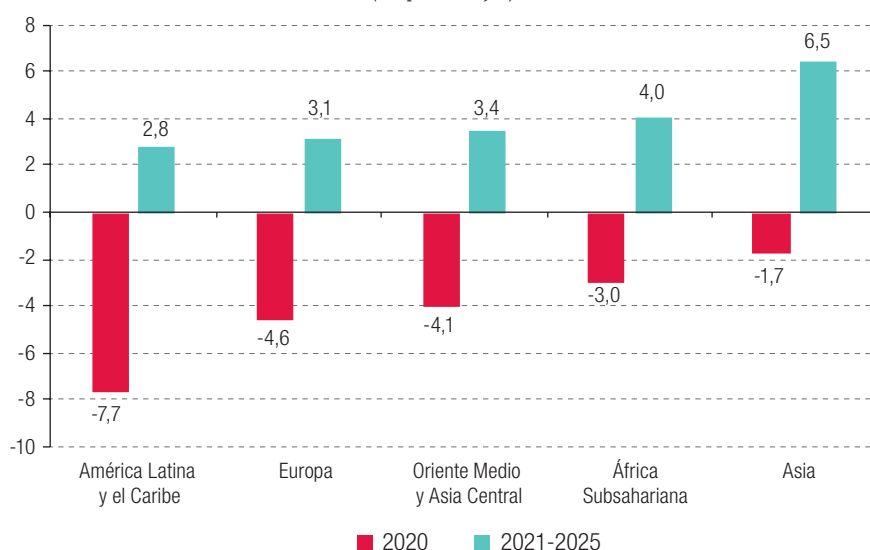
² Otra crisis estructural de gran importancia, cuyo análisis escapa a las posibilidades de este artículo, es la crisis ambiental mundial y sus manifestaciones y reflejos en América Latina y el Caribe. Sobre este tema, véase CEPAL (2020a).

recuperación a partir de las interacciones entre la política fiscal, la política de inversiones, la recuperación de la demanda efectiva y el empleo, y el cambio estructural. Sobre la base del análisis anterior, en las secciones IV y V se examinan los vínculos entre la inversión, la política fiscal y el crecimiento restringido por el patrón de especialización, en una economía que no emite la moneda de reserva internacional y que depende en exceso, como es el caso de América Latina y el Caribe, del financiamiento a corto plazo, lo que puede conducir a un aumento de la deuda en los mercados internacionales de crédito para solventar las transacciones externas que demanda su crecimiento. De esta manera, se concluye que, en última instancia, la condición de sostenibilidad de la deuda pública –esto es, el crecimiento económico– se encuentra indisolublemente ligada a la superación de la restricción externa. Finalmente, en la sección VI se exponen las principales conclusiones.

II. ¿Por qué la crisis del COVID-19 ha tenido un impacto tan fuerte en América Latina y el Caribe?

La pandemia ha azotado la región con particular virulencia. Las pruebas disponibles muestran que América Latina y el Caribe será la región en desarrollo que experimentará la mayor contracción en 2020. Tal como se observa en el gráfico 1, la contracción proyectada para América Latina y el Caribe será del 9,1%, una cifra muy superior a las esperadas para Europa, Oriente Medio y Asia Central, África Subsahariana y Asia (4,6%, 4,1%, 3,0% y 1,7%, respectivamente).

Gráfico 1
Regiones en desarrollo seleccionadas:
tasas de crecimiento del producto interno bruto (PIB), 2019-2025
(En porcentajes)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *Perspectivas de la Economía Mundial*, Washington, D.C., octubre de 2020, y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB.2020/17-P), Santiago, 2020.

Nota: La estimación de la tasa de crecimiento para 2020 se ha obtenido de la CEPAL. Las estimaciones para el período 2021-2015 corresponden al FMI.

Esto lleva a pensar que las repercusiones de la crisis generada por la pandemia podrían llegar a ser tan regresivas y duraderas como las de la crisis de la deuda ocurrida a comienzos de la década de los ochenta. Este desempeño puede explicarse a partir de tres fenómenos relacionados: el bajo crecimiento de la región en los años precedentes, la heterogeneidad de su estructura productiva y la desigualdad de los ingresos y la riqueza.

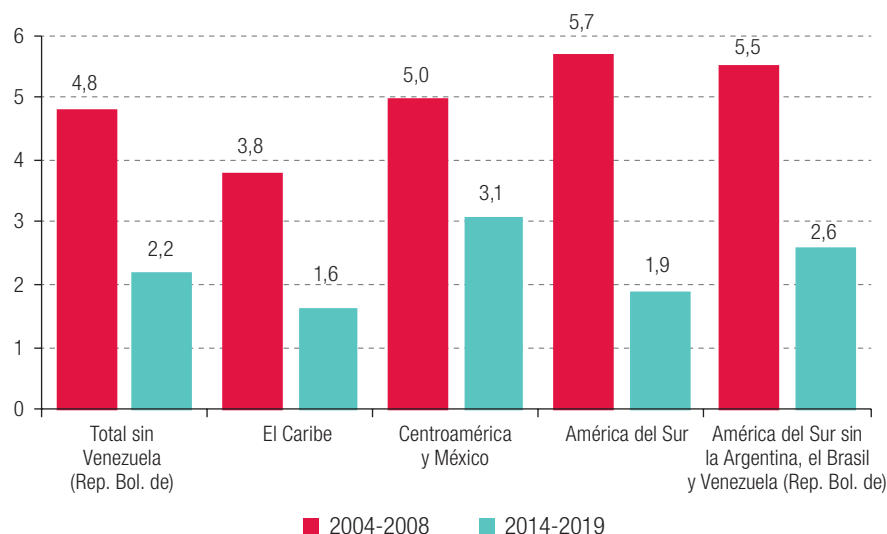
1. La situación previa al COVID-19: bajo crecimiento e inversión

La región de América Latina y el Caribe ya registraba un ritmo de crecimiento bastante exiguo antes de la crisis sanitaria. Los datos recabados del período comprendido entre 1991 y 2019 muestran que, tras la recuperación en V de la crisis financiera mundial ocurrida en 2010 y, sobre todo, después de la caída de los precios internacionales de las materias primas, la tasa de crecimiento a nivel regional y subregional venía experimentando una tendencia a la baja. En el período 2011-2019, América Latina y el Caribe registró la tasa de crecimiento más baja desde la década de 1950 (CEPAL, 2020a). La información disponible a nivel subregional, sobre América del Sur y Centroamérica y México en el período comprendido entre 1991 y 2019, muestra un comportamiento similar. Las tasas de crecimiento del PIB en los períodos 1991-2002, 2002-2008 y 2011-2019 fueron del 2,8%, 4,4% y 0,9%, respectivamente, en América del Sur, y del 3,3%, 2,5% y 3,0%, respectivamente, en Centroamérica y México. La comparación entre el período de mayores precios internacionales de las materias primas (2004-2008) y el posterior a su caída (2014-2019) refleja de manera elocuente esta tendencia, especialmente en los países de América del Sur.

Esa desaceleración del crecimiento no se produjo únicamente en los países de América del Sur. En el período comprendido entre 2014 y 2019, de los 12 países del Caribe, 9 registraron tasas de crecimiento menores que en el período anterior (2004-2008) y, de ellos, 3 experimentaron un crecimiento negativo (Dominica, Suriname y Trinidad y Tabago). Tanto en Centroamérica y México como en América del Sur, todas las economías registraron un menor crecimiento en el período comprendido entre 2014 y 2019 que en el período entre 2004 y 2008. En América del Sur, tres economías de gran peso –Argentina, Brasil y Venezuela (República Bolivariana de)– registraron una contracción en su nivel de actividad en el quinquenio anterior al COVID-19. Sin embargo, como se advierte en el gráfico 2, aun excluyendo a esos países, el crecimiento de América del Sur entre 2014-2019 (2,6%) fue menos de la mitad del registrado en 2004-2008 (5,5%).

En el período anterior a la pandemia, el crecimiento de la región también fue bajo en comparación con el de otras regiones en desarrollo. El ritmo promedio de crecimiento de los países en desarrollo de Asia, por ejemplo, fue de 4,5% en el período 2014-2019, superior al de todas las subregiones de América Latina y el Caribe. De las 30 economías en desarrollo de Asia, 26 crecieron por encima de la tasa de crecimiento de América Latina y el Caribe. El crecimiento de la región también fue menor que el de los países en desarrollo de Europa, donde el nivel de actividad creció, en promedio, un 2,8% cada año entre 2014 y 2019, y donde 13 de esos 16 países crecieron por encima del 2,3% (el promedio de América Latina y el Caribe en ese período).

Gráfico 2
América Latina y el Caribe: crecimiento del PIB por subregión, 2004-2008 y 2014-2019
(Promedio simple, en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Nota: Centroamérica y México incluye: Costa Rica, Cuba, El Salvador, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana. América del Sur incluye: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Paraguay. El Caribe incluye: Barbados, Bahamas, Belice, Jamaica, Santa Lucía y Trinidad y Tabago.

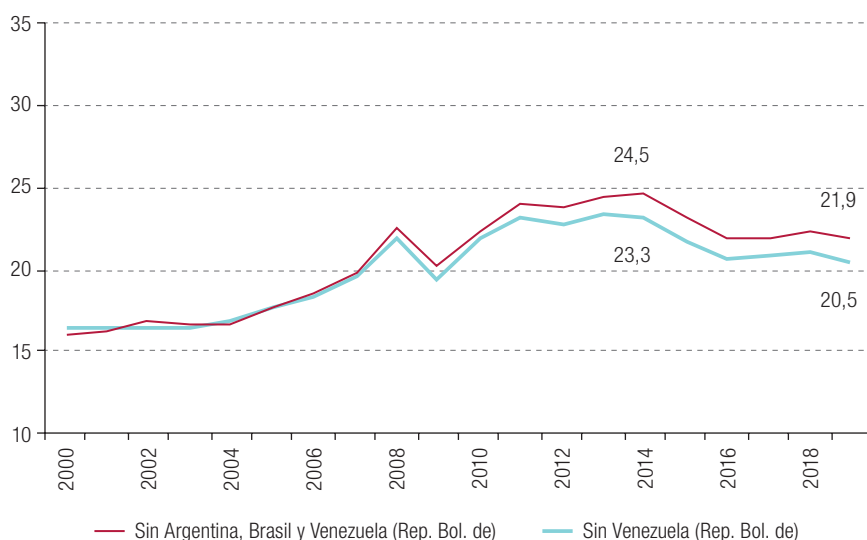
El débil crecimiento de la región incidió negativamente en la tasa de inversión. Esto no resulta sorprendente, pues refleja la importancia del efecto acelerador en las decisiones en materia de inversión, como se examina más adelante con mayor detenimiento. El análisis efectuado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) de los factores determinantes de la inversión en el período comprendido entre 1995 y 2017 en seis países de la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) muestra que el índice de actividad económica es el principal determinante de la inversión³.

Esta caída en el ritmo de expansión del *stock* de capital dificultaba, a su vez, revertir los problemas estructurales que están en el origen de la desaceleración del período comprendido entre 2014 y 2019: sin inversión, no es posible transformar los patrones de especialización y aliviar así la restricción externa (véase la sección IV). En América del Sur, la tasa de inversión bajó del 23,4% del PIB en 2013 al 20,5% en 2019 (sin considerar la República Bolivariana de Venezuela). Si se excluye, además, a la Argentina y al Brasil (los países con peor desempeño relativo en ese entonces), también se observa una caída de más de 2 puntos porcentuales en la tasa de inversión (del 24,4% al 21,9% en el mismo período). En el caso de Centroamérica y México y el Caribe, la tasa de inversión promedio también disminuyó desde un nivel superior al 26% hasta cerca del 22% (véase el gráfico 3).

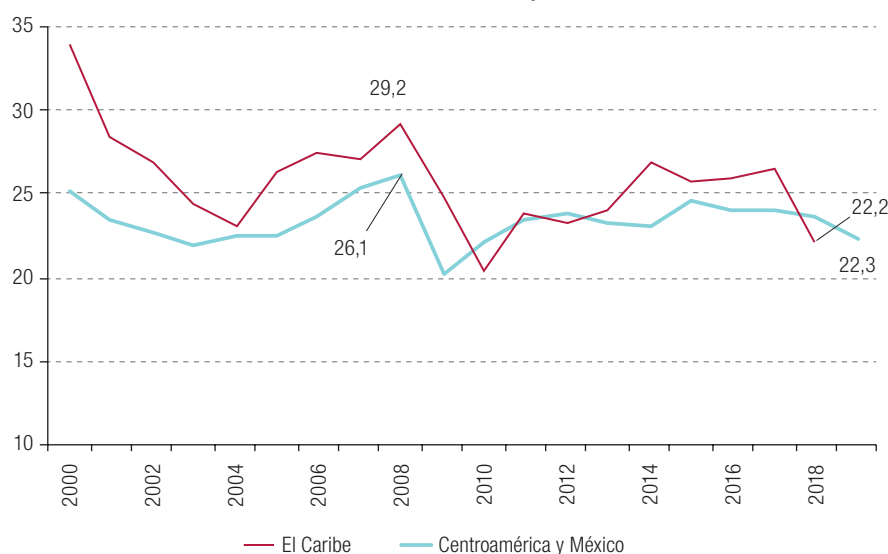
³ Las otras variables consideradas incluyen la tasa de política monetaria interna, la tasa de interés externa, los precios de los productos básicos, el tipo de cambio real y un indicador de riesgo (el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI). Véase CEPAL (2018).

Gráfico 3
América Latina y el Caribe: tasa de inversión, por subregiones, 2004-2019
(Promedio simple, en porcentajes)

A. América del Sur



B. Centroamérica, México y el Caribe

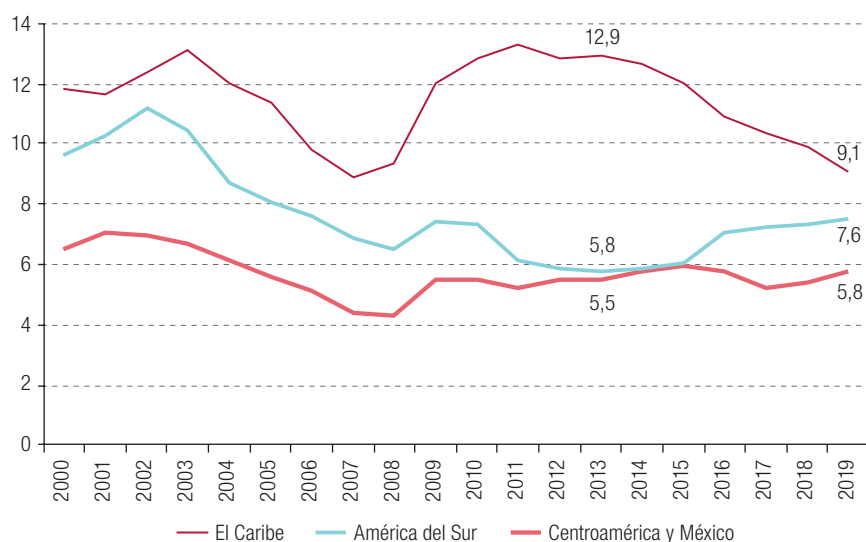


Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CEPALSTAT [base de datos en línea] <http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/Portada.html>.

Nota: Centroamérica y México incluye: Costa Rica, Cuba, El Salvador, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana. América del Sur incluye: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Paraguay. El Caribe incluye: Barbados, Bahamas, Belice, Jamaica, Santa Lucía y Trinidad y Tabago.

El débil dinamismo de la región explica que la tasa de crecimiento de la inversión se contrajera durante cuatro años consecutivos (-2,1% en 2014, -4,5% en 2015, -5,2% en 2016 y -0,2% en 2017). A su vez, esto repercutió en la creación de empleo, especialmente en América del Sur, donde la tasa promedio de desempleo aumentó del 5,8% en 2013 al 7,6% en 2019 (véase el gráfico 4). En 8 de los 9 países de América del Sur para los que se cuenta con datos disponibles, la tasa de desempleo aumentó en el mismo período, y en 3 de ellos (Argentina, Brasil y Uruguay) el aumento fue superior a 2 puntos porcentuales. En Centroamérica y México y el Caribe, la evolución de la tasa de desempleo fue menos homogénea: la tasa de desempleo aumentó en 4 de las 15 economías de las que se disponen datos.

Gráfico 4
América Latina y el Caribe (21 países): tasa de desempleo, por subregiones, 2000-2019
(Promedio simple, en porcentajes)

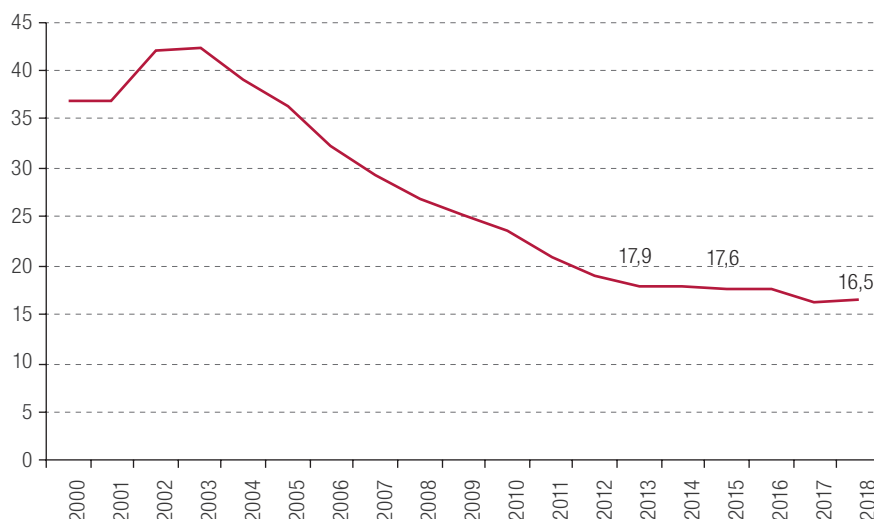


Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CEPALSTAT [base de datos en línea] <http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/Portada.html>.

Nota: Centroamérica y México incluye: Costa Rica, Cuba, El Salvador, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana. América del Sur incluye: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Paraguay. El Caribe incluye: Barbados, Bahamas, Belice, Jamaica, Santa Lucía y Trinidad y Tabago.

En América del Sur, el deterioro del mercado de trabajo, junto con cierto aumento de la desigualdad, interrumpió (y, en algunos casos, revirtió parcialmente) la tendencia a la reducción de la pobreza registrada desde principios de la década de 2000. En el período comprendido entre 2014 y 2019, tras varios años de reducción ininterrumpida, la tasa de pobreza promedio de América del Sur (excluyendo a la República Bolivariana de Venezuela) tendió a estancarse entre el 16% y el 17%. En Centroamérica y México, a pesar de la desaceleración de su crecimiento, la incidencia de la pobreza no había revertido su tendencia a la baja hasta la irrupción de la pandemia (véase el gráfico 5). El deterioro relativo de los ingresos de los hogares de menos recursos, que incide directamente en la dinámica de consumo privado, se retroalimentó negativamente con los demás factores de retracción de la demanda agregada mencionados (la disminución de los ingresos por exportaciones y la caída del gasto de inversión). Esta relación negativa entre distribución del ingreso, pobreza y demanda agregada también desempeñó un papel determinante en la crisis de la pandemia.

Gráfico 5
América del Sur: tasa de pobreza, 2000-2019
(Promedio simple, en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CEPALSTAT [base de datos en línea] <http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/Portada.html>.

Nota: Las series corresponden a las tasas de pobreza estimadas según la metodología de la CEPAL, y pueden diferir de las estimaciones de los institutos nacionales de estadísticas de cada país. El indicador no incluye a la República Bolivariana de Venezuela.

2. Deficiencias estructurales que subyacen al bajo dinamismo económico

La desaceleración de la actividad económica en los años previos a la pandemia estuvo asociada a ciertas debilidades estructurales, prácticamente endémicas, que aumentaron la vulnerabilidad de la región frente a un contexto económico internacional que, salvo por la abundancia de liquidez, no se presentaba particularmente favorable.

En primer lugar, la fuerte incidencia de productos primarios en la canasta exportadora de la región, en especial en América del Sur, pero también en varios países del Caribe, hizo que la caída en los precios internacionales de esos productos desde 2014 deteriorase los términos de intercambio, lo que redujo tanto el impulso por el lado de la demanda como el margen de maniobra externo por la disminución en el ingreso de divisas a la región. Entre 2013 (año previo a la caída de los precios internacionales de las materias primas) y 2019, el precio internacional promedio de los metales cayó un 12%; el de los productos agrícolas, un 17%; y el del petróleo, un 35%.

En segundo lugar, la especialización en la producción del sector primario, junto con los débiles encadenamientos productivos y comerciales intrarregionales, hicieron que el menor crecimiento del comercio mundial y el avance de las relaciones comerciales extrarregionales incidieran de forma notable en América Latina y el Caribe. De hecho, la ralentización del crecimiento de las exportaciones de la región a precios constantes tendió a ser mayor que la caída del dinamismo del comercio mundial. Esto implica que la ralentización en el crecimiento de las exportaciones no solo se debió a la desaceleración del comercio mundial, sino también a la disminución de la elasticidad ingreso de las exportaciones de los países de la región, que bajó en la mayoría de los casos.

En efecto, la elasticidad ingreso de las exportaciones en los períodos 2000-2008 y 2010-2018 cayó en seis de los ocho países de América del Sur para los cuales se había estimado. En el caso de Centroamérica y México, disminuyó en tres de los cinco países examinados (véase el cuadro 1). Esta

dinámica no estuvo acompañada de un cambio semejante en la elasticidad ingreso de las importaciones, que también descendió en varios de esos países, pero en menor medida. Como se advierte en la sección IV, la desaceleración del crecimiento en el período 2015-2019, anterior a la pandemia, se explica en parte por la caída del cociente entre las elasticidades de importación y exportación que, junto con el ritmo de crecimiento mundial, determina la tasa de crecimiento compatible con el equilibrio externo a largo plazo.

Cuadro 1

América Latina y el Caribe (13 países): elasticidades del comercio exterior, 2000-2018

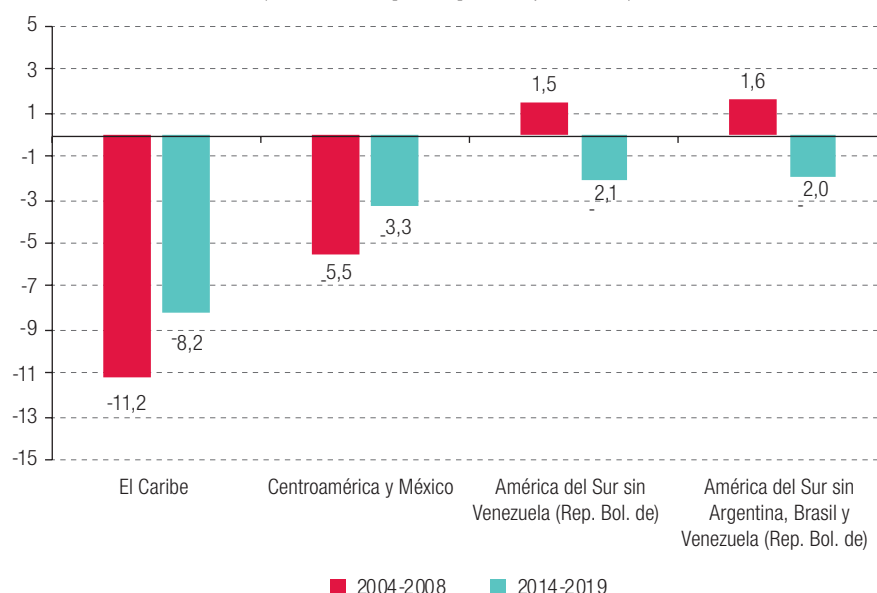
| | | Elasticidad ingreso de las exportaciones | | Elasticidad ingreso de las importaciones | | Diferencia entre las elasticidades | | Cociente entre las elasticidades | |
|------------------------|-----------------------------------|--|-----------|--|-----------|------------------------------------|---------------|----------------------------------|-----------|
| | | 2000-2008 | 2010-2018 | 2000-2008 | 2010-2018 | Exportaciones | Importaciones | 2000-2008 | 2010-2018 |
| América del Sur | Argentina | 1,5 | 0,0 | 2,5 | 2,6 | -1,5 | 0,0 | 0,6 | 0 |
| | Bolivia (Estado Plurinacional de) | 2,1 | 2,3 | 1,8 | 1,2 | 0,2 | -0,6 | 1,2 | 1,9 |
| | Brasil | 2,4 | 0,4 | 1,3 | 2,8 | -1,9 | 1,4 | 1,8 | 0,2 |
| | Chile | 0,9 | 0,1 | 2,2 | 0,6 | -0,8 | -1,6 | 0,4 | 0,2 |
| | Colombia | 1,6 | 0,9 | 2,1 | 1,4 | -0,8 | -0,7 | 0,8 | 0,6 |
| | Ecuador | 1,9 | 1,3 | 1,8 | 0,8 | -0,6 | -1,0 | 1,1 | 1,6 |
| | Paraguay | 1,6 | 2,6 | 2,2 | 0,8 | 1,0 | -1,4 | 0,7 | 3,1 |
| | Perú | 2,6 | 0,9 | 1,7 | 0,8 | -1,6 | -0,9 | 1,6 | 1,2 |
| Centroamérica y México | Costa Rica | 2,2 | 2,2 | 1,2 | 1,3 | 0,0 | 0,1 | 1,8 | 1,7 |
| | Guatemala | 1,0 | 0,6 | 0,6 | 1,2 | -0,4 | 0,5 | 1,7 | 0,5 |
| | Honduras | 2,1 | 1,6 | 1,5 | 0,9 | -0,5 | -0,6 | 1,4 | 1,8 |
| | México | 1,7 | 2,3 | 2,0 | 1,8 | 0,7 | -0,2 | 0,8 | 1,3 |
| | Nicaragua | 3,4 | 2,7 | 1,8 | 1,1 | -0,7 | -0,7 | 1,9 | 2,5 |

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos del Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CEPALSTAT [base de datos en línea] <http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/Portada.html>.

Nota: La elasticidad ingreso de las exportaciones se estimó tomando en consideración un cálculo propio del PIB ponderado de los socios comerciales y un indicador de precios relativos calculado como el cociente entre el índice de precios implícitos de las exportaciones y el índice de precios implícitos del PIB. La elasticidad ingreso de las importaciones se estimó tomando en consideración el PIB local de cada país y un indicador de precios relativos calculado como el cociente entre el índice de precios implícitos de las importaciones y el índice de precios implícitos del PIB. Las estimaciones se realizaron por mínimos cuadrados ordinarios en niveles logarítmicos.

La caída de los términos de intercambio y el menor crecimiento de las exportaciones (medido en cantidades) llevó a un deterioro del frente externo, que se reflejó, a su vez, en un aumento del déficit en cuenta corriente. En América del Sur, el saldo de cuenta corriente como porcentaje del PIB pasó de ser superavitario por un 1,5% en el período 2004-2008 a deficitario por un 2,1% en el período 2014-2019, a pesar del menor ritmo de expansión general (véase el gráfico 6). En América del Sur, todos los países experimentaron un deterioro en el resultado de cuenta corriente. En el Caribe y Centroamérica y México, en cambio, el resultado de cuenta corriente fue deficitario, pero tendió a reducirse, en un contexto caracterizado por la aceleración del crecimiento de los Estados Unidos, su principal socio comercial. Los únicos países de estas subregiones donde se deterioró el déficit de cuenta corriente fueron las Bahamas, Guyana, México, Panamá, Suriname y Trinidad y Tabago.

Gráfico 6
América Latina y el Caribe (21 países): saldo de cuenta corriente, 2000-2018
(Promedio simple, en porcentajes del PIB)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CEPALSTAT [base de datos en línea] <http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/Portada.html>.

Nota: Centroamérica incluye: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana. El Caribe incluye: Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

La desaceleración del crecimiento de la región no fue mayor por el amplio acceso, y a bajo costo, de la mayoría de los países de la región a los mercados financieros internacionales. En América del Sur, la deuda externa privada, expresada como porcentaje de los ingresos de la cuenta corriente (que refleja la capacidad de reembolso externo) aumentó del 95% en 2013 al 124% en 2019, mientras que la deuda externa pública se incrementó del 52% al 91% en el mismo período. En particular, la deuda externa privada registró un fuerte incremento en el Brasil, Chile y Colombia, y la deuda externa pública, en la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de) y Colombia. En el caso de Centroamérica y México, en el mismo período la deuda externa privada pasó del 82% al 90% de los ingresos de la cuenta corriente, y la deuda externa pública aumentó del 52% al 62% (véase el gráfico 7).

El aumento del endeudamiento externo incrementó los gastos en concepto de intereses, lo que acentuó la menor disponibilidad de divisas derivada de los factores limitantes estructurales mencionados (reprimarización). En América del Sur, ese tipo de gastos pasaron de representar el 4,5% de los ingresos de la cuenta corriente en 2012 al 10,4% en 2018 y, en el caso de Centroamérica, pasaron del 2,9% al 4,6% en el mismo período (véase el gráfico 8).

Gráfico 7
América Latina (15 países): deuda externa, 2005-2019
(Promedio simple, en porcentajes de los ingresos de la cuenta corriente)

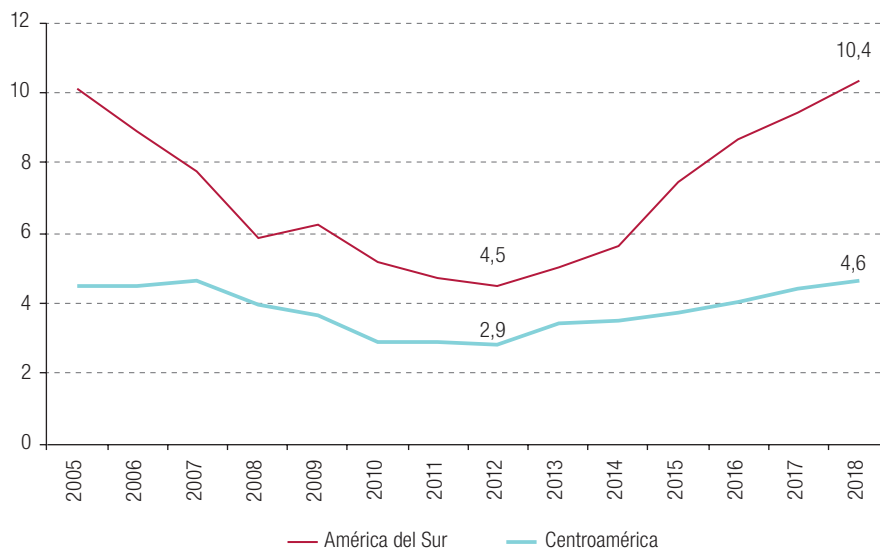


Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Nota: América del Sur incluye: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay. Centroamérica incluye: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

Gráfico 8

América Latina (12 países): pagos de intereses de la deuda externa, 2005-2018
(Promedio simple, en porcentajes de los ingresos de la cuenta corriente)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Nota: América del Sur incluye: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Uruguay. Centroamérica incluye: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y República Dominicana.

El débil desempeño de América Latina y el Caribe en el período previo a la pandemia obedecía a un conjunto de deficiencias estructurales con tendencia a retroalimentarse negativamente por distintas vías. Por un lado, la debilidad exportadora disminuía la capacidad de sostener un ritmo más acelerado de crecimiento, lo que a su vez debilitaba el proceso de formación de capital y, ante la menor disponibilidad de divisas, forzaba a las economías de la región a recurrir de manera creciente al financiamiento externo. La ausencia de vinculación entre los procesos de endeudamiento externo y la transformación de las estructuras productivas locales (debida, entre otras cosas, a la debilidad de las políticas industriales en la región) tendía a acentuar su vulnerabilidad externa a mediano plazo, lo que en varios casos reducía el margen para acceder a financiamiento externo adicional durante las primeras fases de la pandemia, cuando los países de América Latina y el Caribe (como la mayoría de los países en desarrollo) experimentaron una considerable salida de capitales.

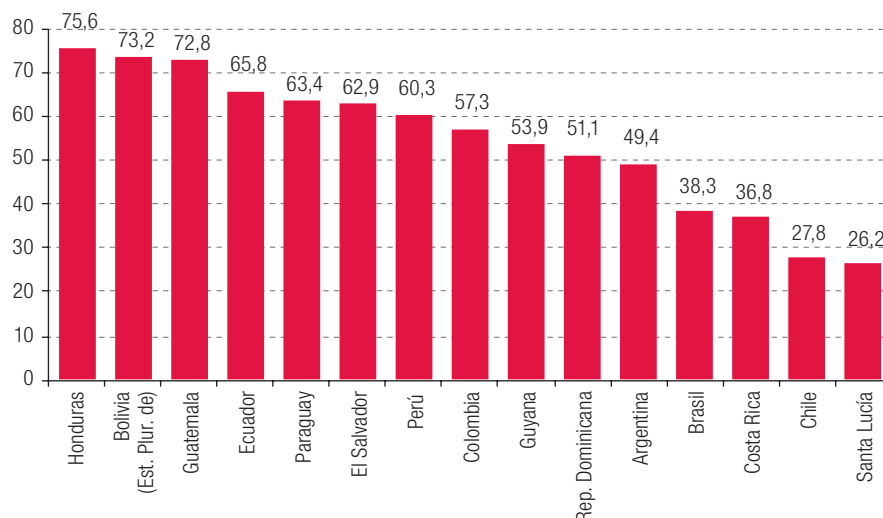
En las fases más recientes de la pandemia esta tendencia se ha invertido, ya que las políticas monetarias expansivas de los principales bancos centrales de los países desarrollados, en particular de la Reserva Federal de los Estados Unidos, han fomentado una búsqueda de rendimiento por parte de los inversores privados en los mercados emergentes, incluidos los de América Latina y el Caribe. La contrapartida de esta tendencia es una acumulación de deuda sin precedentes. En la actualidad, América Latina y el Caribe es la región más endeudada del mundo en desarrollo: presenta un 80% de deuda de los gobiernos centrales en relación con el PIB (FMI, 2020b). Esto no solo limita el ámbito de acción para una política fiscal anticíclica, sino que también podría conducir a la fragilidad e inestabilidad financiera. Además, en el caso de algunos países de la región (en particular los más pequeños), las tasas de interés de la deuda superan las tasas de crecimiento históricas y proyectadas, lo que suscita preocupación en términos de sostenibilidad. En suma, parece que un mayor acceso a los mercados internacionales de capitales puede intensificar, en lugar de aliviar, la restricción externa.

El elevado nivel de heterogeneidad estructural, que en los últimos años ha tendido a agudizarse con la creciente participación del sector primario y que restringe la capacidad de crecimiento a largo plazo, ha potenciado el choque interno y, en el caso de algunas economías (las de menor tamaño),

el choque externo de la pandemia a nivel nacional. Dicha heterogeneidad se observa en numerosos sectores con una baja productividad y una elevada informalidad laboral, asociados a la prestación de servicios en las zonas urbanas, que ante el avance del virus dejaron sin ingresos a una gran parte de la población. En la mayoría de los países de la región, la informalidad laboral en los sectores no agrícolas abarca a más de la mitad de los trabajadores, y existen casos extremos en los que ese porcentaje puede llegar a comprender a hasta tres cuartas parte de los ocupados (véase el gráfico 9).

Gráfico 9

América Latina y el Caribe (15 países): informalidad laboral en el sector no agrícola, 2015-2019
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

Nota: Se considera el último dato disponible. Los datos de la Argentina, el Estado Plurinacional de Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Paraguay, el Perú, la República Dominicana y Santa Lucía corresponden a 2019; los del Brasil, a 2015; los de Guatemala y Honduras, a 2017; y los de Guyana y El Salvador, a 2018.

III. Los desafíos en el manejo de la política contracíclica

Una contracción tan significativa como la que experimentará la economía latinoamericana en 2020 (-7,7%) (CEPAL, 2020b) debido al impacto del COVID-19 en las condiciones económicas y sociales de la región, así como a las políticas de distanciamiento social, requiere una respuesta contracíclica a nivel monetario y fiscal⁴.

No obstante, la puesta en práctica de la política contracíclica, ya sea monetaria o fiscal, para aumentar la demanda agregada, y su eficacia, no puede darse por sentada. En las economías periféricas, incluida América Latina y el Caribe, el funcionamiento de los mecanismos de transmisión (el proceso a través del cual las decisiones en materia de políticas económicas se transmiten en cambios en variables nominales o financieras y reales) no está exento de dificultades y puede perfectamente generar resultados opuestos a los esperados.

⁴ Actualmente, la necesidad de una política contracíclica en una recesión o contracción de la actividad económica es uno de los aspectos de la política económica que mayor consenso genera entre los economistas de diversas tendencias. Este no ha sido siempre el caso en América Latina y el Caribe, como lo demuestran las respuestas adoptadas en materia de políticas económicas frente a las distintas crisis que afrontadas por la región, como la crisis de la deuda (1980-1983), la crisis del "tequila" (1995) o la crisis asiática (1996-1997).

Las economías de América Latina y el Caribe se caracterizan por un elevado grado de apertura e integración financiera, así como de dependencia externa, que se observa en la gran exposición al ciclo de liquidez de los países centrales y a las oscilaciones de los precios internacionales de las materias primas. Esas particularidades otorgan un papel central al canal financiero del tipo de cambio como mecanismo de transmisión de la política monetaria, ya que puede contrarrestar los efectos de los canales de política monetaria contemplados en la teoría monetaria tradicional⁵.

La falta de operatividad de la política monetaria se refuerza al considerar algunos de los rasgos estructurales de la región, que también atañen a las economías periféricas en general, como la sustitución imperfecta entre las monedas locales y las monedas de reserva internacional y la elevada concentración de los ingresos y, lo que es más importante, de la riqueza, lo que dificulta el objetivo primordial de la política contracíclica en la fase recesiva del ciclo económico, esto es, la expansión de la demanda agregada.

Como se analiza más adelante, las características estructurales de la región también debilitan el principal mecanismo de transmisión de la política fiscal, a saber, el multiplicador. Además, hay que considerar que las políticas de ajuste llevadas a cabo en los ochenta y noventa en aplicación del consenso de Washington, que estuvieron inspiradas en una visión ortodoxa de la política fiscal (que pone en duda su eficacia y ha primado desde entonces), se han materializado en una disminución de la inversión pública y, como “efecto secundario”, han mermado la capacidad de ejecución de los Gobiernos de la región, lo que limita aún más el potencial del multiplicador⁶.

1. Tasa de interés, tipo de cambio y efectos de hojas de balance

Como consecuencia del COVID-19, los países de América Latina y el Caribe, con escasas excepciones y con independencia de su régimen cambiario, han optado por disminuir las tasas de interés como política monetaria (véase el cuadro 2). En algunos casos (Brasil, Chile, Costa Rica, El Salvador, México y Paraguay), esta postura acentuó la tendencia a la baja de las tasas de interés base iniciada antes de 2020.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria depende de la combinación particular entre los regímenes cambiario y monetario de cada economía. A excepción de las economías del Caribe (Unión Monetaria del Caribe Oriental, Bahamas, Barbados, Belice, Guyana, Trinidad y Tabago), los países con metas de inflación (o metas de agregados monetarios) y cierto grado de flexibilidad cambiaria (ya sean regímenes cambiarios de flotación o *crawling-peg*) constituyen el grueso de los casos considerados en el cuadro 2 (el 71 % del total de los países de América Latina). Tomando como grupo de análisis este conjunto de países –en particular aquellos con metas de inflación y flotación del tipo de cambio–, el mecanismo de transmisión de la política monetaria para una economía abierta opera a través de su efecto en la curva de rendimiento en moneda local. Una disminución de la tasa de interés interna en la política monetaria aumenta la pendiente de esta curva, con la consecuente depreciación del tipo de cambio⁷.

⁵ Véase información sobre el canal que enfatiza los precios y las tasas de rentabilidad en Taylor (1995) y Mishkin (1996), y sobre el canal de crédito en Bernanke y Gertler (1995) y Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999). Trautwein (2000) compara ambas visiones del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

⁶ El consenso económico dominante sostiene que la política fiscal es una herramienta anticíclica útil para expandir la demanda agregada cuando la política monetaria expansiva es de aplicación limitada, lo que incluye los casos en que la tasa de interés de la política monetaria se acerca al límite cero.

⁷ Véase Shin (2014).

Cuadro 2

América Latina y el Caribe (27 países): tasas de interés base desglosadas por país y clasificadas por régimen cambiario y monetario, enero, marzo y agosto de 2020

| Régimen cambiario | Régimen monetario | | |
|---|--|---|--|
| | Ancla de tipo de cambio (en dólares de los Estados Unidos) | Objetivo agregado monetario | Metas de inflación |
| Dolarización | Ecuador (...) El Salvador (2,18; 4,80; 2,32) | | |
| Caja de conversión | Unión Monetaria del Caribe Oriental (6,5; 6,5; 2,0) | | |
| Paridad convencional | Bahamas (4,0; 4,0; 4,0) Barbados (7,0; 7,0; 2,0) Belice (11,0; 11,0; 11,0) | | |
| Arreglo de estabilización | Guyana (5,0; 5,0; 5,0) Trinidad y Tabago (5,0; 3,5; 3,5) | Bolivia (Estado Plurinacional de) (2,75; 2,75; 2,75) | Guatemala (2,75; 2,25; 1,75) |
| Regímenes de tipo de cambio deslizante (<i>crawling peg</i>) | Honduras (5,5; 4,5; 3,75) Nicaragua (...) | | Costa Rica (2,25; 1,25; 0,75) República Dominicana (4,5; 3,5; 3,5) |
| Flotación | | | Brasil (4,5; 3,75; 2,0) Chile (1,75; 1,00; 0,5) Colombia (4,25; 3,75; 2,5) Jamaica (0,5; 0,5; 0,5) México (7,25; 6,5; 4,5) Paraguay (4,0; 3,25; 0,75) Perú (2,25; 1,25; 0,25) Uruguay (...) |

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*, Washington, D.C., 2020, y datos oficiales.

Nota: Las cifras entre paréntesis muestran las tasas de interés base para enero, marzo y el último mes disponible de 2020. Los puntos suspensivos (...) denotan que no se dispone de datos. La Unión Monetaria del Caribe Oriental incluye a Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía.

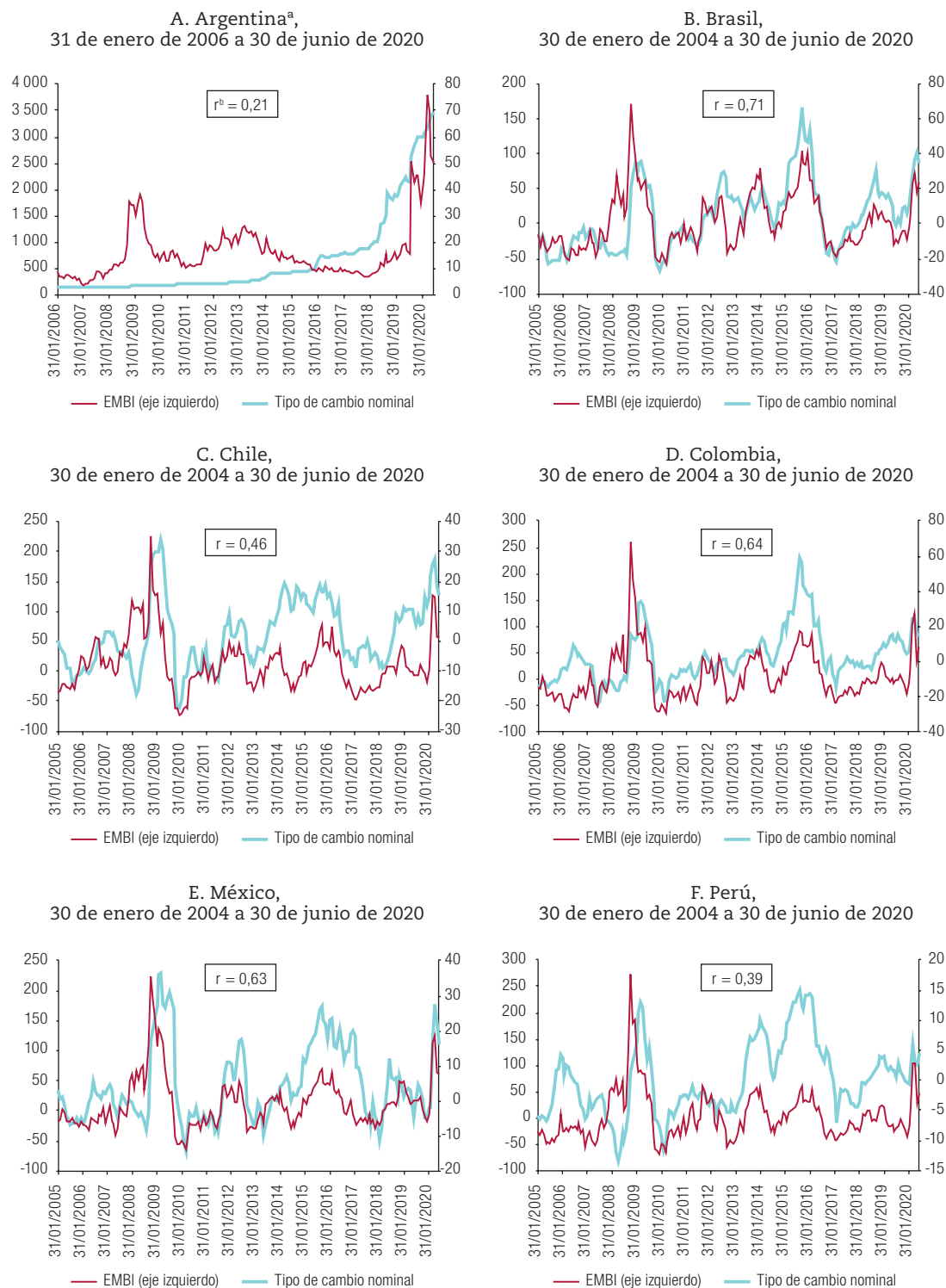
A su vez, esto afecta negativamente las posiciones financieras de los inversores extranjeros en la región cuyos títulos están denominados en moneda nacional⁸. En el caso de la deuda soberana, los datos muestran una correlación inversa entre la evolución del riesgo soberano medido por el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)⁹ y la depreciación o apreciación cambiaria nominal. Por tanto, la depreciación (prevista o efectiva) de la moneda local está asociada a una percepción de mayor riesgo y puede fácilmente aumentar la salida de flujos financieros (Borio, 2019). Los datos empíricos recabados sobre América Latina (a saber, los casos de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú) muestran una correlación positiva y estadísticamente significativa entre las tasas de variación del EMBI y las tasas de variación del tipo de cambio nominal (0,21, 0,71, 0,46, 0,64, 0,63 y 0,39, respectivamente) (véase el gráfico 10).

⁸ Se asume que las posiciones financieras de los inversores extranjeros no están cubiertas.

⁹ El EMBI es el principal indicador de riesgo de las economías emergentes y se define como la diferencia entre la tasa de interés que pagan los países por bonos denominados en dólares emitidos por dichas economías y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, considerados libres de riesgo. El índice de bonos de mercados emergentes se basa en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país. Cuanto menor sea la certeza de que un país cumplirá con sus obligaciones, más alto será su EMBI, y viceversa. La tasa mínima que exigiría un inversor para invertir en determinado país sería igual a la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (libre de riesgo) más el EMBI. Véase CEPAL (2016). El razonamiento aquí planteado supone que las variaciones del EMBI son endógenas a las variaciones del tipo de cambio nominal. Véase Borio (2019).

Gráfico 10

América Latina (6 países): tasas de variación del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) y del tipo de cambio nominal, 2000-2020



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de J.P. Morgan, "EMBI Spreads", 2020; Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB/2020/12-P), Santiago, 2020.

^a En el caso de la Argentina, las variables están expresadas en niveles. El eje derecho corresponde a puntos base.

^b r = coeficiente de correlación simple.

Por otra parte, la depreciación cambiaria aumenta la carga y servicio de la deuda para aquellos agentes cuyas obligaciones están denominadas en moneda extranjera. En el caso de América Latina y el Caribe, la proporción de deuda en moneda extranjera respecto del total es heterogénea y varía en función del país y el sector. Los datos disponibles (en los casos de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia y México) para 2019 revelan que los porcentajes respectivos de la deuda en moneda extranjera son 82,1%, 23,9%, 49,2%, 28,6% y 26,8% del PIB, respectivamente¹⁰. Asimismo, la depreciación aumenta el pasivo al incrementar el valor del acervo de deuda en moneda local. Si la garantía que respalda la deuda también está denominada en moneda local, la depreciación origina, además, una disminución del activo.

En resumen, la disminución de la tasa de interés no solo incide a la baja en los flujos financieros externos y, en consecuencia, restringe la disponibilidad de liquidez externa por los mecanismos aquí descritos, sino que además puede redundar en una mayor fragilidad financiera¹¹.

La intensidad de estos efectos dependerá, por una parte, del grado de descalce de monedas entre activos y pasivos y, por otra, del nivel de endeudamiento existente. Los datos indican que, en los países en desarrollo, el sector corporativo suele operar en una situación de descalce¹², y que dicho descalce ha tendido a aumentar desde 2007. Al mismo tiempo, el nivel de endeudamiento externo de la región se ha incrementado a nivel de todos los sectores institucionales (Gobierno, sectores corporativos financiero y no financiero, y hogares). Los datos empíricos recabados sobre América Latina entre 2006 y 2014 muestran un aumento de la deuda del sector corporativo no financiero y, a la vez, una disminución del grado de cobertura en moneda extranjera (medido por la razón entre los activos netos en moneda extranjera y las exportaciones (véase el gráfico 11)), lo que denota un aumento de la fragilidad financiera en la región¹³.

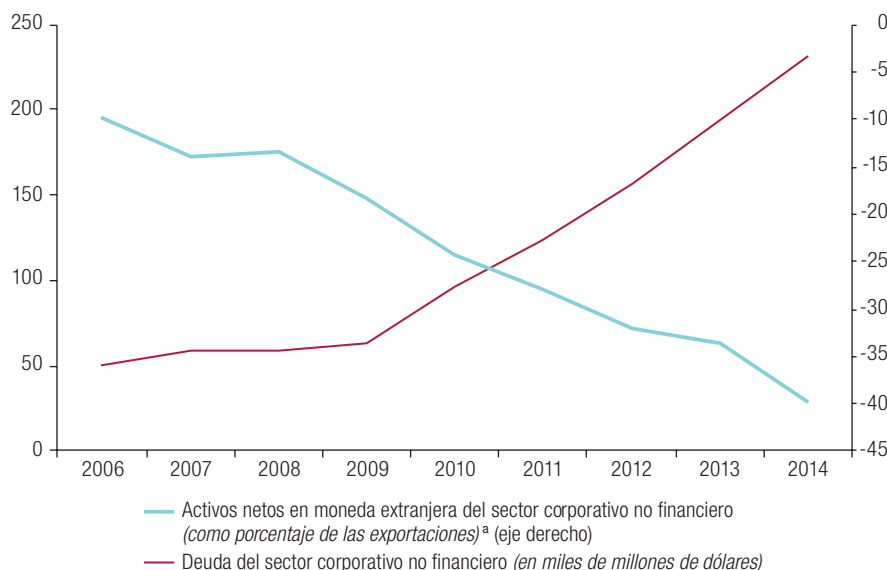
¹⁰ En el caso del Brasil esta cifra subestima su deuda total, ya que una parte de la deuda (por lo menos un 15% del PIB) está en manos de nacionales brasileños que residen en el extranjero. Véase CEPAL (2018).

¹¹ Nótese que una política de acumulación de reservas mediante la intervención en los mercados cambiarios (la política monetaria anticíclica por excelencia de algunas de las economías de la región) puede tener efectos similares.

¹² La sustitución imperfecta entre monedas dificulta las condiciones de arbitraje y, por consiguiente, las operaciones en los mercados financieros con posiciones de monedas cubiertas. Tal como señala Shleifer (2000, pág. 13), el arbitraje requiere sustitutos cercanos de los activos financieros. Tropeano (2016) argumenta que las operaciones de cobertura de riesgos (*hedging*) dependen de que se cumplan las condiciones de arbitraje.

¹³ El endeudamiento del sector corporativo no financiero ha seguido aumentando en América Latina y, en el segundo trimestre de 2020, se situaba en 343.000 millones de dólares. Véase Banco de la Reserva Federal de St. Louis (2020).

Gráfico 11
 América Latina: endeudamiento del sector corporativo no financiero
 y descalce de monedas del sector corporativo, 2006-2014
 (En miles de millones de dólares y porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt Statistics", Basilea, 2020; y M. Chui, E. Kuruc y Ph. Turner, "Leverage and currency mismatches: non-financial companies in the emerging markets", *The World Economy*, vol. 41, N° 12 (Special Issue: Global Trade Policy 2018), 2018 [en línea] <http://wileyonlinelibrary.com/journal/TWEC>.

^a Promedio de la variable para la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México, el Perú y Venezuela (República Bolivariana de).

2. Tasa de interés y su impacto en la demanda agregada

En el contexto de América Latina y el Caribe, la política monetaria contracíclica tradicional no solo puede generar una mayor inestabilidad financiera –de acuerdo con los mecanismos de transmisión descritos anteriormente–, sino que, además, no actúa necesariamente de manera expansiva. La teoría monetaria tradicional establece que una disminución de la tasa base da lugar a una rebaja del costo de capital, lo que debería redundar en un aumento de la inversión y los bienes de consumo durables que, a su vez, debería potenciar la demanda agregada y, con ello, el crecimiento económico. No obstante, en el caso de las economías de América Latina y el Caribe, una parte significativa de los bienes de capital y de consumo durables son importados, de modo que la depreciación del tipo de cambio aumenta el costo de los bienes de capital y de consumo durables y desestimula así su demanda.

Según la CEPAL (2016), la relación entre la variación del tipo de cambio real y de la formación bruta de capital fijo es negativa (el coeficiente de correlación es -0,41), lo que indica que predomina su efecto en las importaciones, por encima del relativo a las exportaciones¹⁴. Es decir, una apreciación del tipo de cambio real se asocia con un aumento de la formación bruta de capital fijo. Además, es probable que la depreciación del tipo de cambio nominal y real, derivada de una rebaja en las tasas de interés, no incida en el desempeño exportador debido a las profundas brechas de productividad existentes, que ocasionan problemas de competitividad que no llegan a compensarse mediante la devaluación

¹⁴ Los países incluidos en la muestra son: Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. Esta relación también se cumple a nivel nacional. Dos estudios a nivel de país sobre la Argentina, Colombia y el Perú, realizados por la CEPAL sobre los determinantes de la inversión, muestran una relación negativa entre la variación del tipo de cambio real y la variación de la formación bruta de capital fijo. El tipo de cambio nominal es el principal determinante del tipo de cambio real.

cambiaría. Los datos disponibles indican que las transacciones de bienes y servicios internacionales se facturan en moneda extranjera, por lo que una variación del tipo de cambio nominal no afectará su monto a corto plazo (Borio, 2019).

A mediano y largo plazo, el impacto cambiario dependerá tanto del tamaño de las economías como de su estructura productiva. En el caso de las economías más pequeñas, existen pruebas empíricas contundentes de que los efectos ingresos priman sobremanera sobre los efectos sustitución (efectos de precios relativos que conllevan una depreciación nominal y real del tipo de cambio)¹⁵. El desempeño exportador de estas economías depende, fundamentalmente, de la evolución de la demanda externa ponderada por el cociente de las elasticidades ingreso de las exportaciones e importaciones¹⁶.

Estos factores limitantes de la política monetaria explican, en parte, por qué los países periféricos, incluso aquellos que tienen un régimen monetario de metas de inflación, intervienen en los mercados cambiarios¹⁷, ya sea a través de transacciones en los mercados en efectivo (*spot*) o mediante instrumentos de otro tipo (servicios de canje de divisas o *swaps*, *repo* y derivados)¹⁸. No obstante, es importante tener presente que las intervenciones cambiarias requieren un acervo de reservas internacionales adecuado, son costosas y no siempre resultan efectivas.

Finalmente, un contexto de elevada desigualdad va en contra del objetivo central de la política monetaria contracíclica. La disminución de la tasa de interés se traduce en un incremento del valor presente (precio de demanda) de los activos reales (ya sean bienes de inversión o bienes inmuebles) y financieros¹⁹. La valoración al alza de los bienes inmuebles existentes en un contexto de elevada desigualdad de los ingresos y, especialmente, de la riqueza, implica que los beneficiarios del alza son las capas más ricas de la sociedad que, a la vez, son las que tienen una menor propensión marginal al consumo.

Un argumento similar debilita la fuerza del enfoque de crédito en la transmisión de la política monetaria, pues se basa en la posibilidad de obtener un mayor flujo de crédito. Este enfoque modifica el canal de transmisión del costo de capital al tener en cuenta la existencia de asimetrías de información entre el prestatario (por ejemplo, una empresa) y el prestamista (por ejemplo, un banco). En un contexto de asimetría de información, la manera menos costosa de minimizar el riesgo de incumplimiento de los derechos del prestamista es estipular la transferencia o pago de un colateral en caso de incumplimiento de pago por parte del prestatario. Esto implica que el valor de un préstamo no puede exceder el valor del patrimonio neto, es decir, la suma de los activos líquidos netos (el flujo de caja menos el servicio y el principal de la deuda) y el valor presente del colateral. De acuerdo con este enfoque, una disminución de la tasa de interés aumenta el valor de los activos líquidos netos (al reducir el servicio de la deuda) y, al mismo tiempo, el valor presente del colateral. Esto a su vez reduce la asimetría de información aumentando el crédito y la inversión²⁰. No obstante, al igual que sucede en el caso del canal tradicional de transmisión por el lado de los costos de la política monetaria, este enfoque no tiene en cuenta la desigualdad de ingresos existente, y da prioridad al gasto de los grupos de ingresos altos, que tienen una menor propensión al consumo que los grupos de ingresos más bajos. Además, es un mecanismo de política monetaria basado en la oferta, y no tiene en cuenta la demanda agregada. La reducción de la asimetría de información entre el prestamista y el prestatario no resuelve el problema de la falta de demanda agregada.

¹⁵ Véanse a ese respecto Bernat (2015) y Dvoskin y Feldman (2015).

¹⁶ Véase McCombie y Thirlwall (1994).

¹⁷ Lo que la literatura denomina el “miedo a flotar” (*fear of floating*) (véase Calvo y Reinhart, 2002).

¹⁸ Véase Borio (2019). México y el Perú han utilizado repos; el Brasil y México, intervenciones en el tipo de cambio futuro; Colombia y México, intervenciones en los mecanismos de opciones.

¹⁹ En el caso de los activos financieros, la relación es más directa cuanto mayor es el período de madurez del activo en cuestión.

²⁰ Véase Trautwein (2000, págs. 162 y 163).

IV. Los mecanismos de transmisión de la política fiscal

1. La política fiscal y el multiplicador

Los factores limitantes que experimenta la política monetaria a la hora de apuntalar el crecimiento económico hacen que el candidato natural para enfrentar los efectos de la pandemia y asegurar la recuperación sea la política fiscal. El Gobierno es el único agente con el mandato y la capacidad necesarios para responder a los efectos inmediatos y urgentes de la pandemia.

El principal argumento a favor de una política fiscal contracíclica es el papel que puede desempeñar el multiplicador para impulsar la demanda agregada y contrarrestar la contracción en el crecimiento. En esencia, la teoría del multiplicador sostiene que, lógicamente, el gasto en inversión se produce primero y genera, a través de su impacto en el ingreso, un volumen de ahorro suficiente para “financiar” el gasto en inversión inicial. Estos resultados del funcionamiento del multiplicador no ocurren de manera instantánea. Por el contrario, son el producto de un proceso dinámico de gasto secuencial y solo se logran al final de dicho proceso²¹.

La magnitud del multiplicador depende, en esencia, de tres factores: el grado de dependencia de una economía con respecto al resto del mundo, que se refleja en la propensión a importar; la distribución del ingreso, que determina en parte la propensión a consumir, y la presión tributaria. Para fijar ideas de manera más precisa, el multiplicador se puede expresar formalmente como:

$$m = \frac{1}{s_p + \xi + \tau} \quad (5)$$

En esta ecuación, se tiene que: $s_p = (1 - \alpha)$ y $s_w \alpha$, donde s_p = propensión media a ahorrar, α = participación de la masa salarial en el PIB, s_w = propensión a ahorrar de los ingresos salariales, ξ = propensión media a importar y τ = presión tributaria media. Se supone que los capitalistas gastan todo su ingreso²³.

²¹ El multiplicador puede explicarse de la siguiente manera para una economía cerrada sin gobierno. El incremento del ingreso (ΔY) representa una serie de incrementos de inversión (ΔI) ajustados por las propensiones marginales a consumir correspondientes (c , c^2 , c^3 , ..., c^n). Es decir, (1) $\Delta Y = \Delta I + c\Delta I + c^2\Delta I + c^3\Delta I + c^4\Delta I \dots c^n\Delta I$. Sacando ΔI como factor común se obtiene (2) $\Delta Y = \Delta I(1 + c + c^2 + c^3 + c^4 \dots c^n)$. La expresión entre paréntesis en la ecuación (2) es una serie geométrica como (3) $\Delta Y = \frac{\Delta I - \Delta I c^n}{1 - c} = \frac{\Delta I(1 - c^n)}{1 - c}$. Tomando el límite de (2) cuando $n \rightarrow \infty$, se obtiene (4) $\lim_{n \rightarrow \infty} \Delta Y = \frac{\Delta I}{1 - c}$. En el caso de una economía abierta con gobierno, el multiplicador es igual a $\frac{1}{(1 - c) + m + \tau}$, donde m es la propensión a importar y τ es la participación de los impuestos en el PIB. La formulación del multiplicador adoptada en la ecuación (5) sigue a la de Kalecki. Véanse Kalecki (1956 y 1977) y Laski (2019).

²² Richard Kahn (1931) fue el primero en introducir el multiplicador. Kahn definió el multiplicador como la relación entre el incremento del empleo total y un determinado incremento del empleo primario en las industrias de bienes de inversión (Kahn, 1931; Keynes, 1964, pág. 115): N y N_2 son el empleo total y primario en la industria de bienes de inversión; el multiplicador de Kahn es igual a $k' = \Delta N / \Delta N_2$. Sobre la base del análisis de Kahn, Keynes desarrolló el multiplicador de la inversión ($m = k = \frac{\Delta Y}{\Delta I}$), el cual indica que, cuando hay un incremento de la inversión agregada, los ingresos aumentarán en una cantidad equivalente al incremento de la inversión multiplicado por k (Keynes, 1964, p.115). Keynes presume la igualdad entre el multiplicador del empleo y el de la inversión, aunque no es necesario que sean iguales (declara también que no hay ninguna razón en general para suponer que $k = k'$). Keynes hizo la siguiente suposición: ($k = k' \Leftrightarrow \frac{\Delta Y}{\Delta I} = \frac{\Delta N}{\Delta N_2}$). Esto ha influido en la mayoría de los análisis del multiplicador. En el caso de América Latina y el Caribe, es evidente la necesidad de distinguir entre los multiplicadores de la inversión y del empleo. Si bien queda fuera del alcance de este documento considerar esta distinción en el análisis, esta forma parte de las actividades de investigación de los autores.

²³ Inicialmente el multiplicador se formuló en términos de propensiones marginales (como la propensión marginal a consumir (véase Keynes (1964)). La propensión marginal de las funciones de consumo o de exportación viene determinada por la pendiente de dicha función. La propensión media de las funciones de consumo o de exportación viene determinada tanto por la pendiente como por el nivel o la posición de dicha función.

Para un nivel dado de presión tributaria ($\bar{\tau}$), cuanto más dependiente sea una economía del resto del mundo (cuanto mayor sea ξ) y menor sea la participación salarial en el PIB (α), menor será el valor del multiplicador y, por lo tanto, menor será el impacto de una política fiscal expansiva. Los datos disponibles en relación con América Latina para el período posterior a la crisis financiera mundial (2010-2019) muestran, en promedio, una presión tributaria del 15% del PIB, una participación de la masa salarial del 37% y una propensión media a importar del 20%. Con estos valores promedio, el multiplicador es cercano a 1 (véase el cuadro 3)²⁴.

Cuadro 3
América Latina: una primera aproximación
para estimar el multiplicador

| Parámetros y valor del multiplicador | Estimación del multiplicador |
|--------------------------------------|------------------------------|
| s_w | 0 |
| α | 0,37 |
| ξ | 0,21 |
| t | 0,15 |
| m | 1,02 |
| m_{as} | 1,10 |
| m_{ac} | 0,84 |

Fuente: Elaboración propia, sobre la base Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CEPALSTAT [base de datos en línea] <https://estadisticas.cepal.org/cepalstat/portada.html?idioma=spanish>, sobre la base de datos oficiales de 2020 proporcionados por la CEPAL y el Banco Mundial.

Nota: Todos los parámetros del multiplicador excepto α están calculados a partir de los valores promedios para el período 2010-2019. El parámetro α se calculó para el período 2010-2016. En el caso de América del Sur, los parámetros utilizados son: $\alpha = 0,40$, $\xi = 0,16$ y $\tau = 0,15$. En el caso de Centroamérica y México, los parámetros utilizados son: $\alpha = 0,29$; $\xi = 0,35$ y $\tau = 0,15$.

Esto tiene implicaciones significativas en materia de política fiscal. En primer lugar, si el valor del multiplicador se aproxima a 1, el impacto de la política fiscal en la demanda agregada depende esencialmente del incremento de la participación del gasto del Gobierno y, en particular, del incremento de la inversión pública en relación con el PIB. Esto, a su vez, depende de la tasa de crecimiento de la inversión pública, de la proporción de la inversión pública en la inversión total y de la proporción de la inversión total en el PIB²⁵.

En el gráfico 12 se muestran los resultados de un ejercicio que calibra la repercusión del aumento de la inversión pública en el PIB combinando dos hipótesis. La primera es la importancia de la inversión pública en la formación bruta de capital fijo, y toma un rango de valores del 10%, el 20%, el 30% y el 50%. La segunda hipótesis se refiere a la tasa de crecimiento de la inversión pública, para lo que asume un rango de valores de entre el 5% y el 30%.

Los resultados de este ejercicio de calibración muestran la dificultad para alcanzar las condiciones necesarias para que el incremento de la inversión pública se traduzca en un crecimiento del PIB de más de 1 punto porcentual. Esto puede ocurrir en los siguientes casos: i) una situación inicial con un porcentaje de inversión pública del 20% del total y una tasa de crecimiento de la inversión pública del orden del 30%; ii) una situación inicial con un porcentaje de inversión pública del 30% del total y una tasa de crecimiento de la inversión pública del 20%; iii) una situación inicial con un porcentaje de inversión pública del 30% del total y una tasa de crecimiento de la inversión pública de al menos

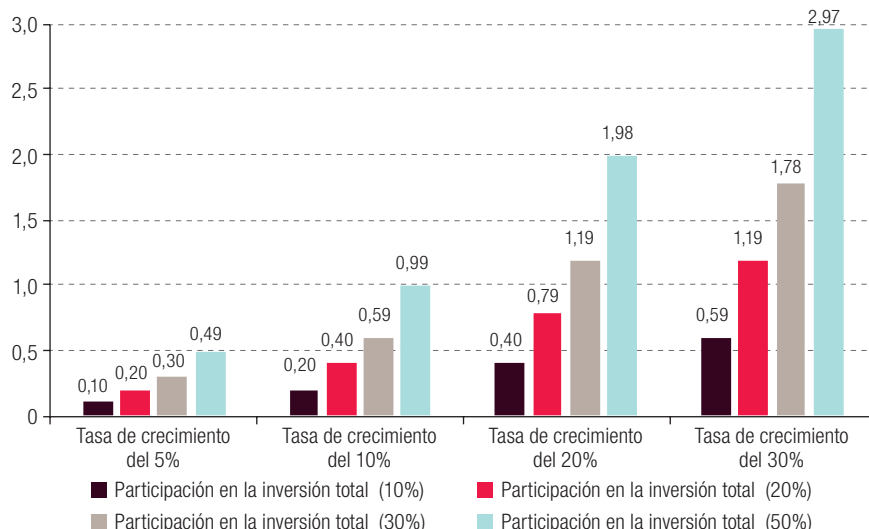
²⁴ La presión tributaria corresponde a la relación entre los ingresos fiscales del gobierno central y el PIB.

²⁵ Se parte del supuesto de que la proporción de la formación bruta de capital total en el PIB se sitúa en promedio en torno al 20% en el período 2010-2019.

el 30%; o iv) una situación inicial con un porcentaje de inversión pública del 50% del total y una tasa de crecimiento de la inversión pública de al menos el 10% (véase el gráfico 12). Esto implica que el impacto de una política fiscal expansiva solo será realmente significativo en aquellos países donde la inversión pública tenga un peso importante (como mínimo del 20%) en la formación bruta de capital fijo total de la economía y que pueden incrementar de manera contundente su gasto de inversión a corto plazo (un aumento mínimo del 20%).

Gráfico 12

América Latina y el Caribe: contribución del incremento de la inversión pública a la tasa del crecimiento del PIB
(Tasa de variación del PIB^a)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators, Washington, D.C., 2020 [base de datos en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

^a Con distintas tasas de participación de la inversión pública en el total y tasas de variación de la inversión.

2. La dinámica de la deuda

El análisis anterior también incide, junto con otros factores, en la dinámica de la deuda y su sostenibilidad. Este problema puede ejemplificarse con un modelo simple de cuatro ecuaciones. La primera ecuación muestra la restricción presupuestaria del gobierno central para una economía abierta en términos de la relación entre la deuda pública y el PIB (d). La ecuación (2) define la tasa de interés para la deuda en su totalidad como una suma ponderada de los pagos de deuda interna y externa por la participación de los dos componentes en la deuda total (δ_d y δ_e , respectivamente). Se asume que el servicio de la deuda externa incluye un recargo (pr), cuyo valor depende de la percepción de riesgo de los inversionistas extranjeros.

La tercera ecuación define el multiplicador (m), que es la razón entre la tasa de crecimiento del producto (\dot{y}) y el incremento de la demanda agregada autónoma en relación con el PIB ($\frac{\Delta D_A}{PIB}$). La cuarta ecuación establece una relación entre la tasa de crecimiento del producto (\dot{y}) y el incremento de los impuestos (ΔT). La quinta ecuación endogeniza el recargo sobre la deuda externa en función del déficit primario y la variación de la deuda con respecto al PIB.

$$\dot{d} = (r - \dot{y})d + \frac{(G - T)}{Y} \quad (6)$$

$$r = \left\{ r_i \left[\delta_d + (1 + pr) e \delta_f \right] \right\} \quad (7)$$

Donde d = razón entre la deuda pública y el PIB; r = tasa de interés real; r_i = tasa de interés interna real sobre la deuda denominada en moneda nacional; pr = recargo sobre la tasa de interés interna aplicada a la deuda denominada en moneda extranjera; δ_d, δ_f = participaciones de la deuda denominada en moneda nacional y moneda extranjera; e = tipo de cambio nominal; \dot{y} = tasa de crecimiento del producto real; G = gasto del gobierno total; T = ingreso tributario; Y = nivel de producto.

$$\dot{y} = m \cdot \frac{\Delta D_A}{PIB} \quad (8)$$

m = multiplicador; $1 < m < \infty$.

$$\dot{\tau} = \alpha \dot{y} \quad (9)$$

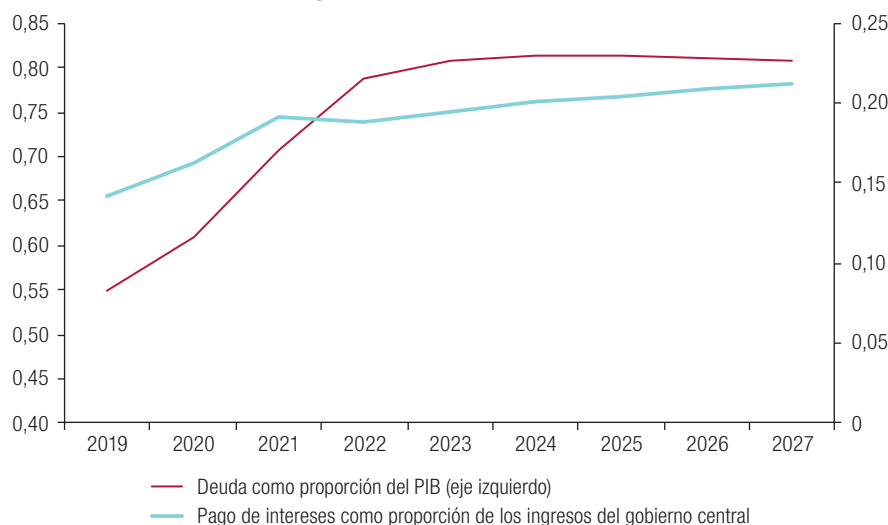
α = elasticidad de la recaudación tributaria ante cambios en la tasa de crecimiento del producto; $\dot{\tau}$ = tasa de crecimiento de la recaudación tributaria; $\alpha > 0$.

$$pr = \beta \Delta \left(\frac{G - T}{Y} \right) + \gamma \Delta d \quad \beta + \gamma = 1 \quad (10)$$

A partir de los datos actuales para América Latina y los valores de los parámetros que se encuentran dentro de los rangos utilizados en la bibliografía sobre el tema, se puede calibrar la evolución potencial de la deuda pública en América Latina, así como otras variables de importancia para el desempeño fiscal, como la carga de intereses de la deuda pública. Sobre la base de una versión simplificada del modelo anterior²⁶, en el gráfico 13 se calibra la evolución de la deuda pública como porcentaje del PIB y la carga de intereses de la deuda en proporción con la recaudación tributaria para el período 2019-2027.

Gráfico 13

América Latina y el Caribe: ejercicio de calibración de la deuda del gobierno central en relación con el PIB y de los pagos de intereses en relación con los ingresos del gobierno central, 2019-2027



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB/2020/12-P), Santiago, 2020; CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB.2020/17-P), Santiago, 2020, y Banco Mundial, *World Development Indicators*, Washington, D.C., 2020 [base de datos en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

²⁶ A efectos analíticos, se parte del supuesto de que $p_r = 0$, y no se distingue entre deuda nacional y extranjera.

En la calibración se presupone que la proporción de los ingresos y gastos totales del gobierno central en relación con el PIB en América Latina en 2020 fue del 13,1% y del 18,1%, respectivamente (CEPAL, 2020b)²⁷; se utilizan un valor del multiplicador de 1 para 2019-2022 y de 1,5 para el período posterior, una elasticidad de la recaudación tributaria con respecto al PIB de 0,6 y una tasa de interés real del 4%. Además, se establece una contracción del PIB real del 7,7% en 2020 y una tasa de crecimiento del 3,7% en 2021 (CEPAL, 2020b)²⁸. El resto de los valores del modelo son generados por el funcionamiento del mismo.

Como es de esperar, la calibración del modelo muestra inicialmente un aumento de la deuda en relación con el PIB, así como un incremento de los pagos de intereses en relación con los ingresos públicos.

La relación entre la deuda y el PIB comienza a estabilizarse una vez que el PIB vuelve a su nivel anterior a la pandemia de COVID-19. En el contexto de la hipótesis del modelo, esto ocurre en 2023, lo que coincide con el aumento del multiplicador de 1 a 1,5. Sin embargo, la estabilización de la deuda no quiere decir que se establezca la relación entre los pagos de intereses y los ingresos públicos. De hecho, el modelo muestra que la razón del servicio de la deuda podría seguir aumentando incluso después de que la relación entre la deuda y el PIB se haya estabilizado. Es posible que se requieran políticas para estabilizar la razón del servicio de la deuda, pero éstas no bastarán por sí solas²⁹.

Los resultados del modelo implican que el principal esfuerzo que puede realizar una economía para estabilizar su posición deudora es impulsar el crecimiento económico. La conclusión que se extrae de este ejercicio de calibración también puede establecerse, en términos conceptuales, a partir de la ecuación (11). De acuerdo con esta ecuación, la estabilidad de la participación de la deuda en el PIB, $\dot{d} = 0$, entraña que la proporción de la deuda sobre el PIB (d) es igual al cociente entre el déficit primario $((G - T)/Y)$ y la diferencia entre la tasa de interés (r) y la tasa de crecimiento (y). Formalmente,

$$d = \frac{(G - T)/Y}{\{r_i[\delta_d + (1 + pr)e\delta_f] - y\}} \quad (11)$$

Dado que tanto r_i como y tienen valores pequeños, cualquier cambio en alguna de estas variables tendrá un efecto mucho mayor que cualquier variación en el déficit primario $((G - T)/Y)$ (Taylor y otros, 2012). Los países de la región no controlan el término $r_i[\delta_d + (1 + pr)e\delta_f]$, debido esencialmente a la existencia de una prima de riesgo (pr), por lo que la única alternativa para reducir de manera significativa el valor del estado estable (*steady-state*) de la deuda en relación con el PIB es aumentar la tasa de crecimiento.

Sin embargo, ese aumento solo será sostenible a largo plazo si la creación de capacidades (la competitividad auténtica) permite modificar las elasticidades ingreso de las exportaciones e importaciones, y elevar así la tasa de crecimiento con equilibrio externo. La variable G y su efecto en y son, entonces, los principales factores que determinan la sostenibilidad fiscal de la respuesta en materia de políticas ante la pandemia. No obstante, como se sugiere en la siguiente sección, el impacto de G sobre ε/π es lo que, en última instancia, vincula la recuperación a corto plazo con la reconstrucción a largo plazo y establece las condiciones que posibilitan una política fiscal expansiva sostenida en el tiempo. En consecuencia, el determinante último de la sostenibilidad fiscal, la sostenibilidad externa y la trayectoria de crecimiento de una economía periférica descansa sobre estas variables y sobre la evolución de la relación entre la deuda y el PIB, y no sobre la reducción del déficit *per se*.

²⁷ Enero a septiembre de 2020.

²⁸ Se ajustó el aumento de la demanda autónoma, lo que da como resultado el crecimiento del 3,7% del PIB en 2021.

²⁹ Esto tiene implicaciones evidentes para el desarrollo económico. La estabilidad financiera no garantiza el espacio de políticas necesario para aplicar políticas fiscales de desarrollo económico, ya que parte de los recursos fiscales se destinarán al servicio de la deuda.

Para estabilizar la razón del servicio de la deuda, además de políticas para impulsar el crecimiento, puede ser necesario un conjunto de políticas cambiarias y monetarias coherentes³⁰. Sin embargo, el apalancamiento para estabilizar la razón del servicio de la deuda también depende de factores externos que escapan al control (parcial o total) de las autoridades nacionales, como los cambios de la prima de riesgo (*pr*) y también de las tasas de interés internacionales.

V. Política fiscal e inversión en el cambio estructural frente a la pandemia

La sección anterior sugiere que las características institucionales y estructurales de la región imponen limitaciones considerables al funcionamiento y la operatividad de la política contracíclica. La conclusión que se deriva del análisis es que, para potenciar la efectividad de dicha política, se precisa un cambio estructural.

Esta idea se ejemplifica con un modelo que muestra cómo los retornos crecientes al aprendizaje tecnológico y la política fiscal se combinan con la restricción externa para generar distintas hipótesis en una economía periférica frente a las perturbaciones de la pandemia. Se definen dos tasas de crecimiento: la tasa de crecimiento que representa el equilibrio a largo plazo de la economía y es compatible con la restricción externa; y la tasa de crecimiento efectiva, que es la observada y que no necesariamente coincide con la tasa de equilibrio a largo plazo. Si bien la forma más correcta de evaluar la restricción externa entraña tener en cuenta el equilibrio de la balanza básica de pagos (cuenta corriente y movimientos de capital de largo plazo), se asumirá que el equilibrio externo se logra cuando el saldo de la balanza comercial es igual a cero. La exclusión de los flujos financieros de largo plazo no altera sustancialmente el análisis. Por lo general, la pandemia ha tenido un mayor efecto en la cuenta corriente que en los flujos de largo plazo.

La tasa de crecimiento efectiva de la economía periférica y_p tiene diversos componentes que se dividirán en dos grupos: la tasa de crecimiento del centro y_c multiplicada por un factor que depende de la elasticidad ingreso de las exportaciones ε , la elasticidad ingreso de las importaciones π y el peso relativo de las importaciones y exportaciones en el PIB; y la tasa de aumento del gasto autónomo en el PIB, multiplicada por un factor que depende del peso del gasto autónomo en el PIB, el peso de las importaciones en el PIB y la elasticidad ingreso de las importaciones. Tal como se argumentó en la sección anterior, la eficacia del gasto autónomo también depende de la distribución funcional del ingreso. Por motivos de simplicidad analítica, el modelo de esta sección excluye este componente.

La curva TEC representa la tasa efectiva de crecimiento, donde el intercepto de dicha curva cambia *ceteris paribus* con las variaciones en el gasto autónomo de la periferia. Cuanto mayores sean la elasticidad ingreso de las importaciones y el peso de las importaciones en el PIB, menor será el valor del multiplicador del aumento del gasto autónomo (incluido el gasto fiscal). Por eso, las estructuras productivas poco diversificadas y con una demanda internacional menos dinámica tienden a mostrar un valor más bajo del multiplicador, como se ha examinado anteriormente³¹.

³⁰ La disminución de las tasas de interés nacionales también puede reducir los pagos del servicio de la deuda denominada en moneda nacional y aumentar los pagos del servicio de la deuda denominada en moneda extranjera, debido a la depreciación del tipo de cambio nominal.

³¹ El cociente $\frac{\alpha}{1 - \beta_2 \pi}$ es el multiplicador del aumento del gasto autónomo (que incluye entre sus componentes la inversión pública y la que deriva del "espíritu animal" (*animal spirits*)). Véase un estudio del multiplicador en el contexto de un modelo con restricción externa al crecimiento en McCombie y Thirlwall (1994, cap. 9).

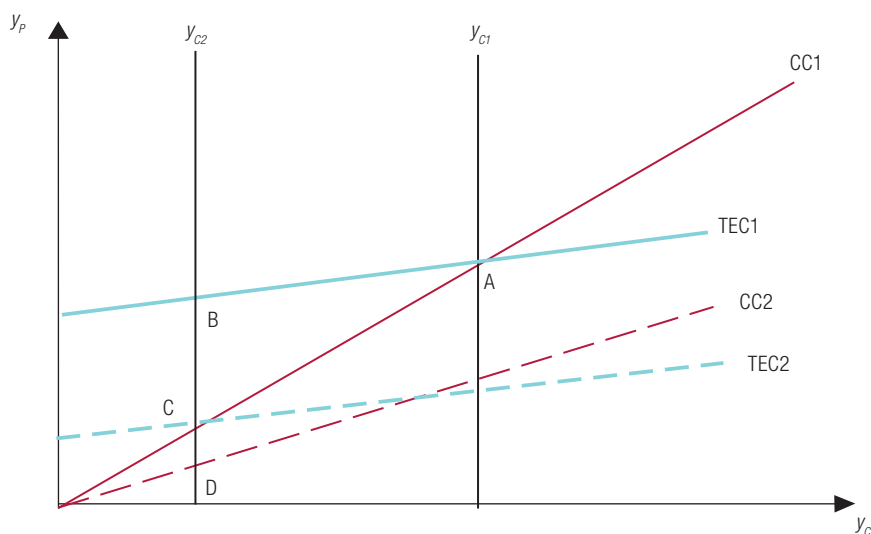
A su vez, la tasa de crecimiento (a largo plazo) con equilibrio externo de la periferia y_P^E es una función exclusivamente de la relación entre la elasticidad ingreso de las exportaciones y las importaciones $\left(\frac{\epsilon}{\pi}\right)$, multiplicada por la tasa de crecimiento del centro y_c ³². Formalmente, esta es la llamada Ley de Thirlwall, donde:

$$y_P^E = \frac{\epsilon}{\pi} y_c \quad (12)$$

La tasa a la que puede crecer la periferia manteniendo a cero el saldo neto en la balanza comercial a largo plazo, para cada tasa de crecimiento del centro, se representa con la recta CC. Esta ecuación supone que el tipo de cambio real es estable.

El gráfico 14 representa las distintas tasas de crecimiento, la efectiva de la periferia (TEC) y la de equilibrio externo a largo plazo (CC). Al determinarse de manera exógena al modelo, la tasa de crecimiento del centro es una línea vertical. A su vez, las elasticidades dependen de la estructura productiva de la periferia, que, por su naturaleza, no puede cambiar demasiado a corto plazo. Cuanto menos intensiva en tecnología y menos diversificada sea dicha estructura, menores serán la relación $\left(\frac{\epsilon}{\pi}\right)$ y la inclinación de la recta CC. Para aumentar la inclinación de esa curva, es preciso crear la denominada “competitividad auténtica” (en contraposición con la “competitividad espuria”, en palabras de Fernando Fajnzylber), esto es, una competitividad basada en las capacidades tecnológicas y en la reducción de la brecha tecnológica entre el centro y la periferia. En el punto A, las curvas TEC y CC se cortan, por lo que coinciden las tasas efectivas y de equilibrio a largo plazo.

Gráfico 14
Política fiscal conservadora: colapso de la inversión y pérdida de capacidades



Fuente: Elaboración propia.

Nota: CC es la tasa de crecimiento con equilibrio en cuenta corriente, CC: $y_P^E = \frac{\epsilon}{\pi} y_c$. TEC es la tasa efectiva de crecimiento, $y_P = \frac{\alpha a + \beta_1 (\epsilon y_c)}{1 - \beta_2 \pi}$, donde $\alpha \equiv A/Y$, $\beta_1 \equiv X/Y$ y $\beta_2 \equiv QM/Y$. A es el gasto autónomo; X, las exportaciones; M, las importaciones, e Y, el PIB, todo en términos reales.

Se asume que la pandemia entraña una perturbación negativa en la economía mundial que mueve a la izquierda la tasa de crecimiento efectiva del centro. En consecuencia, la tasa efectiva de

³² Véase una revisión de estos modelos en Blecker y Setterfield (2019, cap. 12); véase también CEPAL (2012).

crecimiento de la economía se mueve del punto A al punto B en el gráfico 14. Sin embargo, al mismo tiempo, la demanda interna se contrae como resultado de la reducción de la demanda agregada, sobre todo del gasto en inversión y consumo, y la pérdida de empleos asociada al confinamiento. La contracción de la inversión y el consumo compensan con creces el efecto positivo de la disminución en la propensión media a importar $\left(\frac{M}{Y}\right)$. Este razonamiento concuerda con los hechos estilizados que se han observado en los países de la región: contracción de la inversión, el consumo y las importaciones de bienes y servicios (CEPAL, 2020a).

De esta manera, la curva TEC1 se desplaza hacia abajo como resultado de la contracción de las demandas interna y externa. Dependiendo de la velocidad de la caída de las exportaciones (por la caída del PIB mundial) frente a la de las importaciones (por la caída del PIB nacional), la economía podría mejorar o empeorar su posición externa con respecto al resto del mundo. Los datos disponibles sobre la región muestran que, por lo general, en las economías más pequeñas de la región, incluidos el istmo centroamericano y el Caribe, el efecto contractivo en la demanda externa en las exportaciones predomina sobre la reducción de las importaciones como consecuencia de la caída de la demanda interna. Según el Fondo Monetario Internacional, entre 2019 y 2020 el déficit en cuenta corriente del istmo centroamericano aumentaría en promedio de un 1,7% a un 3,3% del PIB, mientras que en el Caribe pasaría del -8% al -18% del PIB (FMI, 2020b). En el caso del resto de las economías de la región, las pruebas apuntan a una mejora en la cuenta corriente del Brasil, Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, México y el Perú, entre otros países.

A largo plazo, el nuevo punto de equilibrio será C. El gasto autónomo tendría que moverse de TEC1 a TEC2 (línea azul discontinua) para que la tasa efectiva y de equilibrio externo coincidan en la nueva situación creada por la pandemia, y se restablezca así el equilibrio en la balanza comercial. El sendero de retorno al equilibrio externo (el movimiento de TEC1 a TEC2) exige reducir el gasto autónomo. Ese movimiento se explica mediante factores asociados a la demanda interna y externa. Como se ha mencionado anteriormente, en una situación de crisis, con importantes restricciones en la oferta en algunos sectores clave, un aumento general de la capacidad ociosa y una altísima incertidumbre –como la generada por la crisis de la pandemia–, los “espíritus animales” (*animal spirits*) de los capitalistas colapsan y el gasto de consumo se contrae. El aumento de la capacidad ociosa contribuye a reducir las expectativas de rentabilidad de las nuevas inversiones. En ese contexto, los efectos de la oferta y la demanda agregadas se refuerzan mutuamente y crean una interacción negativa entre el multiplicador y el acelerador: mientras la contracción de la demanda agregada autónoma genera una disminución en el producto y el ingreso por el efecto multiplicador, la expectativa de un menor consumo futuro hace que disminuyan las inversiones por el efecto acelerador.

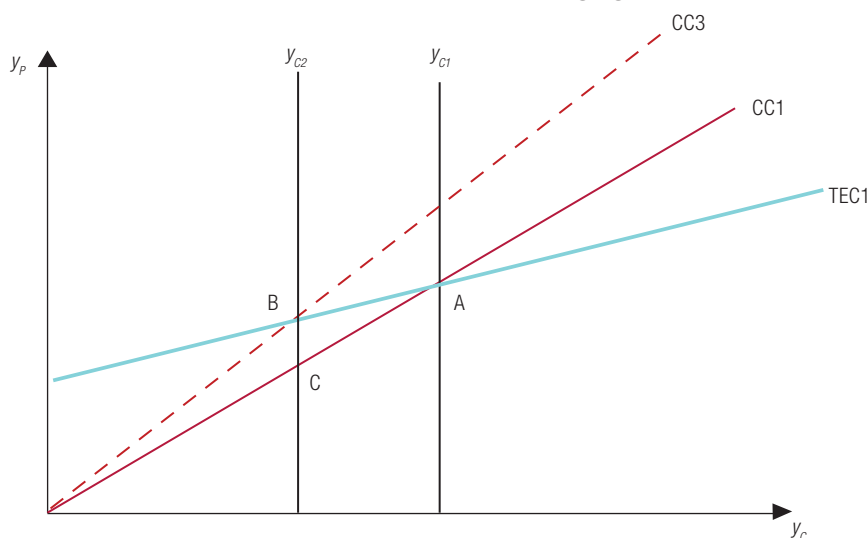
En general, esta contracción de la demanda no logra compensarse con el aumento del gasto público –como se ha podido apreciar durante el primer año de la pandemia–. El gasto público se ha destinado fundamentalmente a medidas de reparación y a subsanar la urgencia de la pandemia, en vez de adoptar acciones encaminadas a estimular las economías (aunque, por supuesto, las medidas compensatorias contribuyeron a amortiguar la caída del gasto autónomo). Naturalmente, la contracción será más profunda, o la recuperación más lenta, si los Gobiernos adoptan políticas procíclicas y miran con celo el aumento del déficit fiscal, o aspiran de manera prematura a una “consolidación” del resultado fiscal. Además, la tendencia descendente de las inversiones se verá agravada en la medida en que los Gobiernos recurran con mayor intensidad a la política monetaria. Como se ha explicado anteriormente, la política monetaria no solo es menos eficaz que la política fiscal, sino que, en un contexto de fuerte integración financiera internacional, puede llegar a ser contraproducente. La salida de capitales resultante de una política monetaria expansiva puede intensificar la volatilidad del tipo de cambio e incrementar el costo de endeudamiento en los mercados internacionales de crédito, y reforzar, a la postre, la incertidumbre y la caída de la demanda agregada y, con ella, la de la tasa de ganancia esperada en la economía local.

Sin embargo, la historia no concluye aquí. La caída de la inversión supone la pérdida de capacidades tecnológicas y productivas, lo que a su vez implica una pérdida de competitividad estructural y, por lo tanto, una caída del cociente entre las elasticidades ingreso de las exportaciones y las importaciones. La inclinación de la curva CC se reduce al caer la relación $\left(\frac{\epsilon}{\pi}\right)$. La curva que representa el equilibrio externo deja de ser CC1 y pasa a ser CC2 (línea roja discontinua). En este marco, si no se adoptan medidas para mitigar la disminución de las capacidades tecnológicas y productivas, la nueva posición de equilibrio externo será D, y no C, en el gráfico 14, lo que implica que a la economía periférica podría resultar difícil reducir su déficit comercial, incluso después de reducir el gasto autónomo y alcanzar el punto C. En tal caso, será necesario un nuevo ajuste para establecer el equilibrio (es decir, un nuevo movimiento hacia abajo de la curva TEC, no dibujado). Lo descrito tiende a conformar una espiral negativa de baja del crecimiento y pérdida de capacidades (tanto TEC como CC se mueven hacia abajo, una curva persiguiendo a la otra, en un círculo vicioso). Aun cuando el proceso no sea explosivo, el resultado final de equilibrio (punto D) implica niveles de demanda agregada, distribución del ingreso y capacidades productivas aún menos favorables que aquellos resultantes del impacto inicial de la pandemia.

¿Qué ocurre si el Gobierno adopta una política anticíclica para sostener la demanda agregada? Esto significa que la curva TEC no se desplaza hacia abajo (o por lo menos no lo hace de forma tan drástica), como se muestra en el gráfico 15. Para simplificar la interpretación del gráfico, puede imaginarse que la política fiscal del Gobierno (ahora fuertemente expansiva) logra que la curva TEC permanezca en su lugar (TEC1). Para ello, el gasto autónomo del sector público tendría que sustituir el deterioro de los “espíritus animales” empresariales y la retracción del consumo privado. Además, sobre la base del análisis de la sección anterior, esta política anticíclica podría –o, mejor dicho, debería– incluir un componente de redistribución de ingresos a fin de aumentar la propensión marginal al consumo y potenciar el efecto multiplicador.

Gráfico 15

Política fiscal combinada con la política industrial: creación de capacidades, cierre de brechas y sostenimiento de la demanda agregada



Fuente: Elaboración propia.

Nota: CC es la tasa de crecimiento con equilibrio en cuenta corriente, CC: $y_p^E = \frac{\epsilon}{\pi} y_c$. TEC es la tasa efectiva de crecimiento,

$y_p = \frac{\alpha a + \beta_1 (\epsilon y_c)}{1 - \beta_2 \pi}$, donde $\alpha \equiv A/Y$, $\beta_1 \equiv X/Y$ y $\beta_2 \equiv QM/Y$. A es el gasto autónomo; X, las exportaciones; M, las importaciones, e Y, el PIB, todo en términos reales.

No obstante, la curva TEC no es sostenible a largo plazo si no se cambia la posición de la curva CC para restablecer el equilibrio en la balanza comercial. El gasto público debería, entonces, combinar las medidas de emergencia para combatir la pobreza y el desempleo y redistribuir los ingresos con un aumento en los niveles de inversión en tecnología y capacidades, que apunten tanto a elevar ε como a reducir π –y aumenten así la inclinación de la curva CC–. La reducción de π también contribuiría a dar espacio a la intensidad de la política contracíclica al aumentar el multiplicador (véase la sección anterior).

En este caso, el equilibrio externo se logra por medio del movimiento de la curva CC de CC1 a CC3 (línea roja discontinua en el gráfico 15), no a través de la caída de la curva TEC. Por simplicidad, se ha asumido que la nueva curva CC3 corta la curva TEC1 en el punto B, pero lo más probable es que el equilibrio se alcance en un punto algo más abajo, entre B y C. Sería muy difícil que la inversión pública (y la política fiscal en general) fuera capaz de compensar enteramente todo el impacto de la pandemia. El punto B es inferior al punto inicial A, pero superior al punto D, que representaba el equilibrio final sin políticas fiscales que sostuvieran la inversión y las capacidades.

Si bien una estrategia de este tipo entraña la determinación de apoyar sostenidamente los gastos en el ámbito de la tecnología y la transformación estructural de la economía, al mismo tiempo implica aceptar por un cierto tiempo un desequilibrio en cuenta corriente. En ese sentido, a fin de lograr la rápida recuperación de las economías periféricas ante la pandemia, son de particular importancia la cooperación internacional y el financiamiento en condiciones más favorables de los déficits que puedan emerger en las economías periféricas. El apoyo internacional es especialmente necesario si ya hay una situación externa complicada por un endeudamiento anterior y una balanza de rentas muy negativa. A su vez, esta recuperación puede tener efectos favorables sobre las propias economías centrales, pues estimula la recuperación de la demanda agregada mundial.

La clave de este apoyo no radica únicamente en el acceso a un mayor financiamiento externo, que puede en gran medida estar disponible en los mercados internacionales de crédito, sobre todo en el marco de las políticas monetarias expansivas instrumentadas en las economías centrales. Debería incorporar, al mismo tiempo, una mayor disposición por parte de los países centrales a que los países periféricos introduzcan medidas que contribuyan a destinar ese financiamiento a la consecución de sus objetivos a largo plazo –en particular, al cambio estructural encaminado a acelerar el crecimiento de manera coherente con el equilibrio externo a largo plazo–. Como se examina más adelante, esto no solo supone una mayor aceptación de las políticas industriales y tecnológicas de los países periféricos –o cuanto menos, un “cese” en las represalias– sino la conformidad con la regulación de la intensidad y la aplicación de los flujos internacionales de capital que, en economías pequeñas y abiertas como las de América Latina y el Caribe, pueden tener efectos tan disruptivos como constructivos, como vaticinaba Carlos Díaz Alejandro (1984).

El análisis anterior ilustra la importancia de la intensidad y la orientación de los esfuerzos fiscales durante la pandemia. Los esfuerzos de recuperación deben ir acompañados de una política industrial que redefina la competitividad y las capacidades de la periferia, promueva la diversificación de las exportaciones (preferencialmente) y sustituya las importaciones (si procede) en un contexto de crisis. A su vez, como se observa más adelante, las condiciones que posibilitan una estrategia de ese tipo, incluida la aplicación de una política fiscal expansiva durante un período de tiempo más prolongado de lo habitual, están vinculadas a la forma en que estas economías acceden a los mercados financieros internacionales.

VI. Conclusiones

La pandemia afecta a economías cuyas bases estructurales de crecimiento ya eran débiles. La región de América Latina y el Caribe ha quedado rezagada en comparación con las economías desarrolladas y, en especial, con otras economías en desarrollo que, en los últimos decenios, introdujeron cambios

profundos en sus patrones de especialización e inserción internacional. La combinación de políticas industriales y políticas macroeconómicas adoptada en varios países asiáticos, que apostaron por el desarrollo de capacidades productivas y tecnológicas locales y redujeron su exposición a los ciclos de liquidez mundial, no fue la adoptada por los países latinoamericanos. Se trata de una asignatura pendiente en nuestra región.

Las políticas monetarias han demostrado ser ineficientes en los países desarrollados y en desarrollo, y existe un consenso en torno a la necesidad de recurrir cada vez más a las políticas fiscales. En el caso de las economías latinoamericanas, las políticas fiscales tienen una capacidad de acción limitada por el bajo valor de los multiplicadores del gasto fiscal y, según las circunstancias, por los límites que impone la restricción externa al crecimiento. Esto guarda relación con la heterogeneidad de las estructuras productivas, la existencia de un amplio espectro de actividades con importantes brechas de productividad y los efectos de encadenamiento hacia atrás y hacia adelante que son, por lo general, débiles. Como consecuencia de esta situación estructural, una parte importante de la demanda agregada se “filtra” hacia el exterior, sin que la demanda mundial genere efectos compensatorios de la misma magnitud en la economía nacional.

¿Cómo responder, entonces, ante un escenario tan complejo como el generado por la pandemia? Las lecciones extraídas del análisis anterior son: en primer lugar, para tener un impacto significativo sobre la demanda agregada, las políticas fiscales expansivas adoptadas en la región deben ser de gran magnitud; en segundo lugar, la inversión debe tener una participación muy destacada en el total del esfuerzo fiscal realizado, y, finalmente, esa inversión debe destinarse a la creación de capacidades o de una “competitividad auténtica”, que se basen en la tecnología y la diversificación, para evitar que los desequilibrios externos frenen el impulso al crecimiento y obliguen a retroceder hacia una política de austeridad. Las políticas de integración regional pueden servir de apoyo a la política industrial en la búsqueda de un nuevo patrón productivo. Las políticas tributarias progresivas son importantes para que la relación entre la deuda pública y el PIB siga una trayectoria sostenible y compatible con los objetivos de reducción de la desigualdad.

Para no comprometer la estabilidad macroeconómica y, con ella, los efectos positivos de la política industrial sobre la productividad y la competitividad, es fundamental contar con un tipo de cambio real estable, que evite trayectorias volátiles que se mueven al compás de los vaivenes de la liquidez mundial y eluda los perniciosos ciclos de endeudamiento externo-apreciación cambiaria-devaluación contractiva. En un mundo cada vez más volátil, en el que predominan los movimientos de capital de muy corto plazo (con sus efectos sobre el nivel de incertidumbre), mantener la cuenta capital abierta es una invitación a que los vaivenes de los mercados financieros, los precios internacionales de las materias primas, la especulación cambiaria y los ciclos de liquidez comprometan la diversificación de la base productiva, el cambio de las elasticidades del comercio y de los multiplicadores. Se da una situación aparentemente paradójica: las políticas de largo plazo orientadas a cambiar la base productiva y crear encadenamientos son clave para aumentar la eficacia de las políticas macroeconómicas a corto plazo. El cambio estructural y la estabilidad macroeconómica interactúan de manera virtuosa a largo plazo.

A pesar de estas dificultades, la crisis representa, al mismo tiempo, el momento de superar las barreras impuestas a la acción política, especialmente las barreras ideológicas que impedían dar un mayor peso a la política fiscal (expansiva) en el conjunto de herramientas aceptadas para lidiar con situaciones recesivas como las ocasionadas por la pandemia. Lo que este artículo intenta transmitir es que la respuesta a la urgencia a corto plazo debe darse con inversiones que eliminen restricciones a largo plazo, fundamentalmente la restricción externa.

Bibliografía

- Banco Mundial (2020), World Development Indicators, Washington, D.C. [base de datos en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.
- Banco de la Reserva Federal de St. Louis (2020), Federal Reserve Economic Data (FRED) [en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>.
- Bernanke, B. y M. Gertler (1995), "Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, N° 4, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", *Handbook of Macroeconomics*, J. Taylor y M. Woodford (eds.), Amsterdam, North Holland.
- Bernat, G. (2015), "Tipo de cambio real y comercio exterior en América del Sur: un abordaje sectorial", *Estructura productiva y política macroeconómica: enfoques heterodoxos desde América Latina*, A. Bárcena, A. Prado y M. Abeles (eds.), Libros de la CEPAL, N° 138 (LC/G.2653-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Blecker, R. y M. Setterfield (2019), *Heterodox Macroeconomics: Models of Demand, Distribution and Growth*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Borio, C. (2019), "Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability", *Annual Economic Report 2019*, Ginebra, Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e2.pdf>.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2020), "Debt Statistics", Basilea.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2002), "Fear of floating", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, N° 2.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2020a), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB/2020/12-P), Santiago.
- (2020b), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB.2020/17-P), Santiago.
- (2018), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2018* (LC/PUB.2018/17-P), Santiago.
- (2016), *Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible* (LC/G.2660/Rev.1), Santiago.
- (2012), *Cambio estructural para la igualdad: una visión integrada del desarrollo* (LC/G.2524(SES.34/3)), Santiago.
- Chui, M., E. Kuruc y Ph. Turner (2018), "Leverage and currency mismatches: non-financial companies in the emerging markets", *The World Economy*, vol. 41, N° 12 (Special Issue: Global Trade Policy 2018) [en línea] <http://wileyonlinelibrary.com/journal/TWEC>.
- Díaz Alejandro, C. (1984), "Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore", *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 2.
- Dvoskin, A. y G. Feldman (2015), "Política cambiaria, distribución del ingreso y estructura productiva", *Estructura productiva y política macroeconómica: enfoques heterodoxos desde América Latina*, A. Bárcena, A. Prado y M. Abeles (eds.), Libros de la CEPAL, N° 138 (LC/G.2653-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2020a), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*, Washington, D.C.
- (2020b), *Perspectivas de la Economía Mundial: un largo y difícil camino cuesta arriba*, Washington, D.C., octubre.
- Kalecki, M. (1977), *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista, 1933-1970*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- (1956), *Teoría de la dinámica económica*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- Kahn, R. (1931), "The relation of home investment to unemployment", *The Economic Journal*, vol. 41, N° 162, junio.
- Keynes, J. M. (1964), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Nueva York, HBJ.
- Laski, K. (2019), *Lectures in Macroeconomics*, Nueva York, Oxford University Press.
- McCombie, J. S. y A. P. Thirlwall (1994), *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*, Basingstoke, MacMillan.
- Mishkin, F. (1996), "The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy", *NBER Working Paper*, N° 5464, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Shin, H. S. (2014), "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", *Volatile Capital Flows in Korea*, K. Chung y otros (eds.), Nueva York, Palgrave Macmillan.

- Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets*, Nueva York, Oxford University Press.
- Taylor, J. B. (1995), "The monetary transmission mechanism: An empirical framework", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, N° 4, American Economic Association.
- Taylor, L. y otros (2012), "Fiscal deficits, economic growth and government debt in the USA", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 36, N° 1, Oxford University Press.
- Trautwein, H. (2000), "The credit view, old and new", *Journal of Economic Surveys*, vol. 14, N° 2.
- Tropeano, D. (2016), "Hedging, arbitrage and the financialization of commodity markets", *International Journal of Political Economy*, vol. 45, N° 3.