



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

Declaración No. 38

Buenos Aires, 14 de Diciembre de 2017

**Hacia la Presidencia Argentina en el G20: ¿Qué Retos Macro-Financieros
Enfrenta la Región y Cuáles Son las Implicaciones para el Debate?**

1. Introducción

Después del enfriamiento de la economía China y la fuerte caída en el precios de los commodities el desempeño macroeconómico de América Latina ha empeorado sustantivamente en relación a la bonanza ocurrida entre 2003 y el 2012, a pesar de contar con un escenario externo favorable caracterizado por condiciones de liquidez amplia en los mercados de capitales internacionales y una recuperación de la actividad económica en el mundo avanzado.

En este contexto, América Latina ha desplegado tasas de crecimiento muy bajas y, a pesar que en el 2017 se insinúa una incipiente aceleración, el desempleo en la región sigue aumentando. La economía de Brasil, aunque está mostrando una moderada recuperación a partir de la profunda recesión vivida entre 2015 y 2016, sigue mostrando importantes signos de fragilidad. Colombia, Mexico y Perú también se encuentran con tasas relativamente bajas de crecimiento económico y Chile, tradicionalmente un país muy dinámico, ha reducido su crecimiento a 1,4% en 2017. Argentina, después de varios años de estancamiento y como resultado del cambio de gobierno, su economía empieza a mostrar señales auspiciosas de dinamismo.

Una debilidad regional de larga data ha sido la baja tasa de ahorro. Aún en una situación históricamente favorable en cuanto a términos de intercambio, la región está experimentando déficits gemelos (esto es, de cuenta corriente y fiscal), que limitan la capacidad para aprovechar la ventana de oportunidad que ofrece la alta liquidez internacional para financiar en condiciones favorables proyectos de inversión de largo plazo, sobre todo en infraestructura.

2. Los retos macro-financieros que enfrenta América Latina

El Comité cree que en el contexto actual existen factores de riesgo externos y domésticos que requieren la atención de los responsables de la política económica en las economías emergentes y en la región en particular. En primer lugar, es necesario remarcar que en años recientes los bajos niveles de tasas de interés internacionales producto de políticas monetarias expansivas en las economías avanzadas pueden haber alimentado una subestimación de los riesgos existentes en el mercado de capitales.

En particular, la emisión de deuda en mercados emergentes, tanto de los sectores públicos como privados, ha estado aumentando en forma significativa. Las emisiones de deuda de los países emergentes en el último año alcanzaron los 870 mil millones de dólares, marcando un aumento exponencial con respecto a los 350 mil millones de dólares emitidos en 2015. El mismo fenómeno se observó en América Latina, donde las emisiones de deuda pasaron de 100 mil millones de dólares en el 2015 a 200 mil millones de dólares anuales a mediados de 2017.

Algunas emisiones de deuda recientes son sugestivas de un mercado de capitales con un alta tolerancia al riesgo. Países emergentes de fundamentos muy diversos, con situaciones y perspectivas muy distintas, y en algunos casos con baja calificación crediticia, están teniendo éxitos resonantes en sus emisiones internacionales de bonos: Costa de Marfil colocó bonos en los mercados internacionales en el medio de un motín militar, Ucrania colocó su primer bono luego de la anexión de Crimea y tuvo una demanda 3 veces mayor, Nigeria emitió su bono de más larga duración en la historia e Iraq emitió un bono cuya demanda fue 6 veces mayor a lo ofertado.

Una posible explicación detrás de la rápida expansión en las emisiones de deuda de las economías emergentes es que, frente a la expectativa de una normalización en las políticas monetarias en los Estados Unidos y en la zona Euro, varios países están tratando de asegurarse condiciones favorables para su financiamiento y por lo tanto pre-financian parte de sus necesidades futuras. Esto, por ejemplo, puede ser el caso en países cuyos stocks de reservas internacionales han aumentado.

Sin embargo, un síntoma preocupante es que el rápido crecimiento de las emisiones de deuda pública y privada ha ocurrido en simultáneo a una desaceleración económica en muchos países emergentes que bien podría llevar el crecimiento a un nivel bajo y persistente.

A nivel global la persistencia de tasas de interés negativas en términos reales (y en algunos casos nominales) en las economías avanzadas ha alimentado una fuerte expansión de los índices globales de acciones. Otra dimensión del bajo costo de financiamiento es la nueva ola de apalancamiento en las economías avanzadas que ha motivado expresiones de preocupación por parte del Banco de Pagos Internacionales y algunos bancos centrales. Este tipo de fenómeno ocurrió en los años previos a la crisis de los mercados inmobiliarios, donde el bajo costo del endeudamiento impulsaba a su vez un aumento ficticio en los precios de las propiedades. En este contexto, incluso el rápido crecimiento en el valor del Bitcoin no parece ajeno a este fenómeno.

Estos desarrollos en los mercados de capitales internacionales sugieren que los efectos de la normalización de las políticas monetarias en los Estados Unidos y en la Unión Europea, que estarán acompañados por un aumento en las tasas de interés internacionales, pueden estar siendo subestimados por los mercados financieros y los responsables de la política económica.

Eventos de volatilidad y disrupción en los mercados de capitales pueden ocurrir también debido a otros factores externos. En primer lugar, aunque los riesgos de un aumento significativo en el proteccionismo comercial se han reducido, la economía de los Estados Unidos sigue generando riesgos potenciales para las economías emergentes. En particular, la reforma impositiva que se encuentra bajo tratamiento legislativo en los Estados Unidos sugiere que dicho país puede estar moviéndose hacia una composición de política fiscal expansiva combinada con una política monetaria más contractiva. Esta combinación de políticas ha sido asociada en el pasado a mayores tasas de interés y un dólar más apreciado.

Más aún, una reducción significativa en la tasa de impuestos a las ganancias de las empresas en los Estados Unidos puede generar un redireccionamiento de importantes flujos de capitales hacia ese país, contribuyendo al fortalecimiento del dólar estadounidense. El Comité cree que este fenómeno puede afectar adversamente a los precios de las materias primas.

Aunque, el riesgo de un mayor proteccionismo ha disminuido, la posibilidad de complicaciones en las negociaciones para reformar el NAFTA no pueden ser descartados. Este riesgo, que afecta directamente a México, pero indirectamente también a la región, puede volverse más real en la medida en que la política mexicana pueda cambiar la actual orientación.

El Comité también cree que la economía China seguirá influyendo de manera importante en el escenario externo que enfrenta la región. Por un lado, hay claros signos que China está entrando en un período de desaceleración en su crecimiento económico. Por otro lado, los sectores financieros de dicho país también están sometidos a un proceso de transformación que ha llevado a un desapalancamiento doméstico y a una reducción en los flujos de capitales de China hacia el exterior. Al igual que los factores de riesgo descritos con anterioridad,

estos desarrollos pueden contribuir adversamente sobre los precios de las materias primas y sobre los términos del intercambio de varias economías de América Latina y África.

Frente a estos factores de riesgo externos, el Comité cree que hay elementos que hacen a la región más resiliente que en épocas pasadas. En particular, la mayor flexibilidad cambiaria ayuda a mitigar los efectos de una apreciación del dólar en los mercados internacionales., aunque no elimina los riesgos asociados con la dolarización de la deuda. El Comité cree que la posición de reservas internacionales de la región es significativamente más sólida que en el pasado y provee un factor de mitigación importante a los riesgos descritos. El Comité también resalta que la región ha aumentado la composición de sus influjos de capitales hacia un mayor peso para la inversión directa externa en relación al endeudamiento, aunque esta tendencia se ha empezado a revertir en los últimos años.

Aún así, el Comité cree que el principal riesgo doméstico en América Latina es sin duda el creciente deterioro fiscal que experimentan un número significativo de países, particularmente en Sudamérica donde la mediana del déficit fiscal como porcentaje del PBI aumentó en más de 5 puntos porcentuales entre 2011 y 2017. El déficit fiscal supera niveles del 6% del PBI en Argentina, Brasil, y Ecuador, y se encuentra en un rango de 3% a 4% del PBI en Chile, Colombia, y Uruguay. México y Perú se destacan por su situación fiscal relativamente más sólida.

Como consecuencia del deterioro de la posición fiscal, los niveles de endeudamiento público también han aumentado a niveles potencialmente preocupantes. Aún en presencia de bajos niveles de tasas de interés internacionales, el ratio de deuda pública bruta a PBI supera el 60% en América Latina en su conjunto. El ratio de deuda pública a PBI supera el 80% en Brasil, el 60% en Uruguay, y se encuentra alrededor del 50% en la Argentina, Colombia y México. Mas aun, una parte significativa del endeudamiento publico es a tasa variable, por lo cual un aumento en la tasa de interes internacional tendria un impacto fiscal adverso e inmediato. Venezuela ya ha entrado en virtual cesación de pagos.

En algunos países de la región, la fragilidad fiscal convive también con un fuerte crecimiento del endeudamiento del sector privado. Particularmente en los casos donde existen altos grados de dolarización y cortoplacismo en la deuda privada pueden generarse fuertes contingencias sobre el sector público.

El Comité resalta que la experiencia histórica muestra que los niveles sustentables de endeudamiento en las economías emergentes son mucho más bajos de los que aplican a las economías avanzadas. En este sentido, el Comité cree que es un error compararse con las economías avanzadas en cuanto a los niveles de deuda pública alcanzados en la actualidad. En situaciones de potencial volatilidad y en ausencia de la capacidad para emitir monedas de reserva, existen análisis que sugieren que las economías emergentes pueden enfrentar dificultades financieras a niveles de endeudamiento externo privado y público tan bajos como el 40% del PBI, que es la situación en la que la región se encuentra actualmente. A juicio del

Comité, este nivel de endeudamiento no puede justificarse como el resultado natural de una política contracíclica ya que la región está posiblemente atravesando una transición hacia un nivel de crecimiento potencial más bajo.

3. Implicaciones para el debate del G20

La región enfrenta por tanto dos grandes desafíos. En primer lugar, riesgos sistémicos a su estabilidad macroeconómica y, en segundo lugar, tasas de crecimiento insatisfactorias. Esto tiene implicancias importantes para dos áreas centrales en la agenda del G20.

Por un lado, es necesario desarrollar instrumentos y mecanismos efectivos para que la comunidad internacional responda adecuadamente a potenciales situaciones de inestabilidad financiera internacional. Por otro lado, ante la importante necesidad que América Latina tiene de aumentar sus inversiones en proyectos de infraestructura, resulta prioritario desarrollar instrumentos de financiamiento nuevos para este tipo de proyectos y fortalecer y modernizar el rol de la banca multilateral de desarrollo.

Reformas a la arquitectura financiera internacional

El Comité cree que la recuperación de la economía global a partir de la última crisis financiera es un momento propicio para repensar los mecanismos de respuesta de la comunidad oficial internacional ante nuevas potenciales situaciones de volatilidad en los mercados de capitales internacionales. Esto es particularmente importante en el caso de que alguna disrupción financiera sistémica afectara directamente a los mercados emergentes. En este sentido, la experiencia sobre la respuesta a las crisis sistémicas ha ido evolucionando desde los 1990s a la crisis financiera global más reciente. Los instrumentos de respuesta han ido evolucionando desde los préstamos condicionados, a la provisión de liquidez, a instancias de reestructuración de pasivos. El Comité cree que los mecanismos de respuesta a crisis sistémicas deben ser explicitados y elaborados en mayor detalle. Es particularmente importante que se desarrollen principios claros de respuesta para limitar situaciones de contagio.

En este contexto, el Comité cree que los instrumentos a disposición del FMI son insuficientes y requieren ser reformulados, en particular la Línea de Crédito Flexible (LCF). La LCF del FMI es un instrumento de provisión de liquidez, barato y sin condicionalidades, del cual un número importante de países emergentes, en general, y América Latina, en particular— aquellos con fundamentos económicos sólidos— podrían potencialmente beneficiarse. Este instrumento, sin embargo, se encuentra sub-utilizado y solo 3 países emergentes (Colombia, México y Polonia) lo han adoptado, a pesar de que muchos otros calificarían.¹ La explicación más difundida es que los países perciben cualquier solicitud de apoyo del FMI como un pasivo económico y político, pues este acercamiento podría ser interpretado como una señal de vulnerabilidad y por ende convertirse en un estigma.

¹ Birdsall, Rojas-Suarez and Diofasi (2017)

Por otro lado, es de interés del FMI el incrementar la provisión del seguro de liquidez a sus miembros, pues un mayor número de países con acceso a préstamos precaucionados contribuiría a una mayor estabilidad del sistema financiero global; particularmente si un incremento, aunque fuera limitado, en países con acceso a la LCF generara “spill-overs” positivos para los países sin acceso a esta línea. Desde esta perspectiva, el Comité recomienda evaluar las siguientes alternativas: 1) mejorar la transparencia y predictibilidad del proceso de calificación para obtener acceso a la LCF; 2) pre-aprobar a todos los miembros inicialmente y evaluar periódicamente si la calificación se mantiene; y 3) diseminar en forma amplia análisis sobre los impactos positivos asociados con acceso a la LCF. Estudios muestran la ausencia de repercusiones negativas de mercado hacia los países que cuentan con esta línea de crédito. Un mayor análisis sobre los potenciales efectos positivos asociados con el acceso a la LCF podría contribuir a reducir las incertidumbres y riesgos percibidos con la aplicación a esta facilidad.

La ausencia de un prestamista de última instancia global sigue siendo una gran deficiencia de la arquitectura financiera internacional. Otra forma eficaz para enfrentar crisis de liquidez y el potencial de contagio es reconsiderar la propuesta de un Emerging Market Fund (EMF), que ha sido impulsada desde este Comité desde hace varios años pero que ahora puede beneficiarse de la experiencia concreta del European Stability Mechanism (ESM), el cual incorpora los principios básicos que inspiran al EMF. En efecto, el ESM tiene la autoridad de comprar sin aprobación ni consulta previa cantidades importantes de bonos soberanos precalificados.

El EMF tendría la facultad de intervenir en el mercado de bonos de los emergentes para evitar fluctuaciones excesivas en sus precios no justificadas por factores fundamentales, potencialmente sin el estigma que ahora caracteriza a la LCF del FMI y mitigando problemas de riesgo moral. La razón es que la liquidez que pondría el EMF a disposición del mercado no estaría dirigida a un país en particular sino a un índice de bonos soberanos. Obviamente, este es un tema delicado cuyos detalles tendrían que diseñarse con sumo cuidado, incluyendo, por ejemplo, los criterios de precalificación de los bonos que compondrían el índice y su peso relativo, así como los mecanismos y gatillos de intervención. Es de particular importancia resaltar que el objetivo del EMF no sería el de contrarrestar factores fundamentales sino el de prevenir la costosa materialización de efectos de contagio y profecías auto-cumplidas. Dado que el EMF no podría emitir monedas de reserva, tendría que ser capitalizado de entrada por monedas de reserva en un monto suficiente (estimado en 500 mil millones de dólares) para dotarlo de una verdadera capacidad disuasiva. Es por ello que la participación de los países avanzados—y en particular la de los Estados Unidos, dado el papel central del dólar como moneda mundial de refugio—sería indispensable.

Financiamiento de proyectos de infraestructura

No hay duda de la necesidad urgente de cerrar la brecha de infraestructura física (en calidad y cantidad) para sustentar un aumento de productividad en la región, fortalecer su competitividad externa, y contribuir al crecimiento. Frente a esa necesidad, hay una ventana de oportunidad única al presente que no va a permanecer abierta por mucho tiempo debido a la normalización de las políticas monetarias en los Estados Unidos y en la Unión Europea; a saber, un bajísimo costo de capital.

Los proyectos de infraestructura son de larga gestación y sujetos a riesgos que son difíciles de evaluar y, por ello, pese a la necesidad de inversión en infraestructura y la abundancia global de fondos prestable en búsqueda de altos rendimientos es difícil el unir las dos puntas del mercado. Por el lado de la oferta están inversionistas institucionales que quieren activos líquidos y prefieren manejar solo riesgos de mercado y no riesgos del deudor. Por el lado de la demanda están los proyectos de inversión que requieren financiamiento estable de largo plazo plasmado en activos típicamente ilíquidos y respaldados por un tipo de colateral que no es fácilmente transable internacionalmente.

El Comité cree que los bancos multilaterales de desarrollo podrían facilitar más activamente la unión de estas dos puntas del mercado, cumpliendo funciones de coordinación, estructuración y desarrollando mecanismos para compartir el riesgo. Esto último requiere que la banca multilateral maneje y absorba riesgo de contraparte en su balance, lo cual es posible hacerlo con balances como los del International Finance Corporation (IFC) pero no es fácil hacerlo con los balances del Banco Mundial (BM) o del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En la actualidad, el principal rol de las garantías del BM es compartir su de facto estado de acreedor preferente, pero la garantía del BM no añade un nuevo balance de absorción de riesgo a la estructura de financiamiento ya que siempre cuenta con una contragarantía del gobierno.

Otro vehículo para atraer capital privado hacia inversión en infraestructura son las Asociaciones Público Privadas (APP). A juicio del Comité las APP pueden jugar un rol central siempre y cuando se consiga traspasar parte del riesgo y del costo al sector privado, por un lado, y capturar ganancias de eficiencia que vienen con la experiencia, capacidad de gestión y la disciplina de mercado asociada con la participación privada que asegure la viabilidad económica y financiero, por otro. Esto requiere un marco legal y regulatorio adecuado.

Un capítulo aparte e igualmente relevante es el de los proyectos de infraestructura regional. Ciertos tipos de redes de infraestructura (particularmente de transporte multimodal y energéticos) y de procesos logísticos asociados, generarían mayores ganancias económicas y sociales si se los concibe e implementa como proyectos bi- o multi-nacionales. Ello requiere resolver problemas de acción colectiva, los que son menos difíciles de resolver cuando todas las partes involucradas ganan con el proyecto y más difíciles de resolver si el efecto neto para

el grupo, aunque positivo, implique que los beneficios no se distribuyan de manera uniforme y se requieran transferencias compensatorias. Una vez más, el Comité considera que los organismos multilaterales pueden ayudar en el diseño e implementación de este tipo de bienes públicos regionales. En este sentido, el Comité recomienda reformas internas que modifiquen el modelo de negocios ya que, al momento, las multilaterales están claramente diseñadas para servir a cada cliente soberano por separado. La viabilidad de los proyectos de infraestructura regional requiere de la voluntad política de los países de la región para sacrificar intereses individuales en aras del interés colectivo, y sustrae estos proyectos de la dinámica de política clientelar local y así dotarlos de una mejor estructura de gobierno (ej., Itaipú).

Si se lograra movilizar una ola de financiamiento externo privado de largo plazo para inversiones en infraestructura habría que asegurarse que ello sea compatible con una trayectoria de cuenta corriente viable. El uso intensivo del ahorro externo en forma de deuda, incluso si se destina para una buena causa (inversión en infraestructura), tiene riesgos particulares asociados con su volatilidad y no son un perfecto sustituto al ahorro doméstico. El Comité considera que la ventana de oportunidad mencionada, incluso si se la puede explotar, no le exime a la región de la difícil tarea de generar incentivos para aumentar el ahorro doméstico.

Esta declaración fue redactada conjuntamente por:

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

Augusto De La Torre, Ex Economista Jefe para America Latina del Banco Mundial.

Roque Fernandez, profesor de Economía, Universidad UCEMA; ex ministro de Economía, Argentina

Pablo Guidotti, Profesor Plenario de la Escuela de Gobierno, Universidad Torcuato di Tella; ex viceministro de Economía, Argentina

Carmen Reinhart, Minos A. Zombanakis Professor of the International Financial System, Harvard Kennedy School, USA.

Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; investigadora principal y directora de la Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development; ex economista jefe para América Latina, Deutsche Bank

Ernesto Talvi, director, Brookings Global-CERES Economic & Social Policy in Latin America Initiative, Brookings; director académico, CERES; ex economista jefe, Banco Central de Uruguay

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero del Centro para el Desarrollo Global (CGD), del Banco de la Ciudad de Buenos Aires, del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y del Banco Central de Chile por financiar sus actividades. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus declaraciones.