



PNUD LAC C19 PDS N°. 1

Un marco conceptual para analizar el impacto económico del COVID-19 y sus repercusiones en las políticas

Por Constantino Hevia y Andy Neumeyer

Universidad Torcuato Di Tella

20 de Marzo de 2020

Resumen

La persistencia de intervenciones no farmacológicas universales (NPI, por sus siglas en inglés), como el distanciamiento social que reduce significativamente el suministro de mano de obra y restringe la capacidad de operar de una gran parte de la economía (turismo, entretenimiento, comercio), tiene costos importantes para la producción agregada. Estas medidas podrían llevar a un descenso del producto bruto interno superior al de la Gran Depresión. Todos aquellos que pierden sus ingresos transitoriamente tienen que financiar sus costos fijos (por ejemplo, el consumo en los hogares, los salarios en las empresas). Esto genera una necesidad de liquidez sin precedentes. Si las NPI generalizadas continúan, es probable que muchas empresas no puedan sostenerse y que el desempleo se dispare. La mejor política consiste en adoptar NPI más eficaces dirigidas específicamente a las personas contagiadas y a proteger a quienes cuentan con una mayor probabilidad de tensionar las capacidades hospitalarias. Un enfoque global basado en la cooperación multilateral para contener la pandemia logrará mejores resultados antes.



PNUD América Latina y el Caribe

#COVID19 | SERIE DE DOCUMENTOS DE POLÍTICA PÚBLICA



SERIE DE DOCUMENTOS DE POLÍTICA PÚBLICA

PNUD LAC C19 PDS N°. 1

Un marco conceptual para analizar el impacto económico del COVID-19 y sus repercusiones en las políticas

Por Constantino Hevia y Andy Neumeyer

PNUD LAC C19 PDS N°. 2

Sugerencias para la Emergencia

Por Santiago Levy

PNUD LAC C19 PDS N°. 3

El impacto económico del COVID-19 en Venezuela: la urgencia del financiamiento externo

Por Daniel Barráez y Ana María Chirinos-Leañez

PNUD LAC C19 PDS N°. 4

Impacto socioeconómico del COVID-19 y opciones de política en Honduras

Por Andrés Ham

PNUD LAC C19 PDS N°. 5

Covid-19 y el shock externo: Impactos económicos y opciones de política en el Perú

Por Miguel Jaramillo y Hugo Ñopo

PNUD LAC C19 PDS N°. 6

Impacto Social y Económico de la COVID-19 y Opciones de Políticas en Argentina

Por María Laura Alzúa y Paula Gosis

Aviso Legal:

Un marco conceptual para analizar el impacto económico del COVID-19 y sus repercusiones en las políticas
Marzo 2020

El PNUD forja alianzas con todos los niveles de la sociedad para ayudar a construir naciones que puedan resistir las crisis; promueve y sostiene un tipo de crecimiento que mejora la calidad de vida de todos. Presentes sobre el terreno en unos 170 países y territorios, ofrecemos una perspectiva global y un conocimiento local al servicio de las personas y las naciones.

Copyright © PNUD 2020 Todos los derechos reservados.

Producido en EE.UU. Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo | One United Nations Plaza, Nueva York, NY 10017, Estados Unidos

Los puntos de vista, las designaciones y las recomendaciones presentadas en este informe no reflejan necesariamente la postura oficial del PNUD.



Introducción a la serie:

Evidencia, experiencia, y pertinencia en busca de alternativas de política eficaces

La pandemia del COVID-19 es uno de los desafíos más serios que ha enfrentado la humanidad en tiempos recientes. Todavía se desconoce lo que podrá ser su costo total en vidas humanas. De manera simultánea a la pérdida de vidas y a la profunda crisis de salud, el mundo está siendo testigo de un colapso económico que impactará de manera severa el bienestar de grandes segmentos de la población durante los próximos años. Algunas de las medidas que se están tomando para contrarrestar la pandemia afectarán nuestras vidas en el futuro de manera no trivial. Entender la relación entre los diferentes elementos del problema para ampliar el espacio de la política con una comprensión completa de los efectos sociales y económicos que las medidas que se adopten pueden traer consigo, es el propósito de esta serie.

Hasta el momento, la imposibilidad de utilizar el aislamiento selectivo con las personas y grupos contagiados ha llevado a la aplicación de medidas de distanciamiento social que están imponiendo un costo económico y social excesivamente desproporcionado en todo el mundo. La combinación de políticas como el distanciamiento social, el confinamiento y las cuarentenas implican una reducción, cuando no una parada total, de las actividades de producción y consumo por un periodo de tiempo incierto, que desploma los mercados y puede llevar al cierre de empresas, llevando al desempleo a millones de trabajadores. El trabajo, factor esencial de la producción, está en cuarentena en la mayoría de los sectores de la economía. Las fronteras se han cerrado, y las cadenas globales de valor se han interrumpido. La mayoría de las estimaciones muestran una contracción del producto global. En la región de América Latina y el Caribe, las predicciones muestran un consenso alrededor del -3% o -4%, y se espera que solo en 2022 la región recupere los niveles de actividad previos a la crisis, en escenarios que prevén una crisis en forma de "U". Según la CEPAL, más de 30 millones de personas podrían caer en la pobreza si no se ponen en marcha políticas activas para proteger o sustituir el ingreso de los grupos vulnerables.

Enfrentamos una crisis que exige respuestas no convencionales. Nos preocupa el efecto nivel: el impacto de la crisis sobre el tamaño de las economías y su capacidad para recuperar el crecimiento tras el choque. Pero nos preocupa igualmente su impacto distributivo. La crisis interactúa con la heterogeneidad preexistente en tenencia de activos, capacidad de generación de

ingresos, condiciones de trabajo, acceso a servicios públicos y muchos otros aspectos que hacen que algunos individuos y hogares sean particularmente vulnerables a una parálisis de la economía como ésta. Las personas que dependen de los mercados informales, los micro y pequeños empresarios, las mujeres en situación de empleo precario, los grupos históricamente excluidos, como los pueblos indígenas y los afrodescendientes, deben estar al centro de la respuesta de política.

Como agencia de desarrollo de las Naciones Unidas, el PNUD tiene una larga tradición de acompañar el diseño, la implementación, el monitoreo y la evaluación de la política pública. Tiene el mandato de responder a circunstancias cambiantes, desplegando su capacidad para apoyar a nuestros estados miembros en la búsqueda de soluciones integrales a problemas complejos. Esta serie busca aprovechar la experiencia y conocimientos del PNUD a nivel global y la experticia y capacidad de nuestra red de centros de investigación e instituciones académicas aliadas de América Latina y el Caribe. Es un intento por promover una reflexión colectiva sobre la respuesta a la crisis de salud del Covid-19 y sus efectos económicos y sociales sobre nuestras sociedades. Es necesario pensar rápido. Las soluciones basadas en evidencia, la experiencia y la intuición política razonada –con origen en una larga historia de experiencia en política– son esenciales para guiar este esfuerzo. Esta serie contribuye, además, al enfoque integral establecido por la reforma de la ONU y aspira a ser un insumo importante para la respuesta coherente del sistema de desarrollo de las Naciones Unidas a los niveles global, regional y nacional.

Ben Bernanke, antiguo gobernador de la Reserva Federal de los Estados Unidos, nos recuerda en su libro *El valor de actuar* que durante las crisis las personas se distinguen entre quienes actúan y quienes temen actuar. Esperamos que estos documentos de política contribuyan al debate público con la entrega de propuestas oportunas y sólidas para apoyar a todos aquellos que están tomando decisiones con el fin de proteger a los más vulnerables de nuestra región.

Luis F. Lopez-Calva

Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
Director Regional, América Latina y el Caribe
Nueva York, marzo 2020



1. Introducción

Esta nota ofrece un marco conceptual para analizar el impacto económico de la enfermedad del coronavirus (COVID-19) y examinar algunas de sus repercusiones en materia de política. Se trata de una nota general y de alcance limitado que analiza los fundamentos con más probabilidades de afectar a una economía en desarrollo típica. La enfermedad del coronavirus 2019 está ocasionada por un nuevo virus para el que actualmente no se dispone de tratamiento farmacológico alguno. La dinámica de la enfermedad es tal que, en la ausencia de intervenciones no farmacológicas (NPI, por sus siglas en inglés), la capacidad de los sistemas nacionales de salud se ve sobrepasada. Ante esta situación, los gobiernos decidieron poner en práctica intervenciones no farmacológicas para contener la propagación de la pandemia del COVID-19.

En primer lugar, describimos los problemas fundamentales que actualmente enfrentan las economías emergentes. Analizamos los costos económicos directos e indirectos de las NPI. Nuestra posición es que los costos directos de las NPI pueden ser significativos: más del 20% del PIB durante el periodo que estén vigentes las NPI. Si estas medidas persisten en el tiempo, los costos directos se verán exacerbados por otros costos indirectos: muchos hogares y empresas tienen que seguir haciendo frente a sus costos fijos mientras sus ingresos se ven reducidos. Esta caída transitoria de los ingresos, unida a la incertidumbre sobre su duración, provocará una demanda de liquidez sin precedentes. Estamos viendo ya grandes cambios en las estructuras de las carteras en los mercados de activos de los Estados Unidos. Es probable que la tensión financiera causada por el desajuste entre ingresos y gastos provoque un aumento del desempleo, aplazamientos del pago de impuestos y reestructuraciones de deuda.

Para las economías emergentes, las NPI adoptadas para contener la propagación del COVID-19 están siendo introducidas al mismo tiempo que se produce una caída de los precios de las materias primas (25 %) y un aumento de los diferenciales de crédito soberano. Es probable que las economías emergentes con déficits de cuenta corriente experimenten una caída abrupta en los flujos de capitales. La experiencia nos dice que estos choques suelen causar fuertes recesiones en las economías emergentes. Las implicaciones de política son que las NPI actuales son económicamente insostenibles. Es imperativo invertir en fórmulas más eficientes que nos permitan identificar a las personas que deben ser aisladas. Siendo ésta una preocupación de alcance mundial, la búsqueda de NPI más eficientes y directas debería producirse mediante un esfuerzo global basado en la cooperación multilateral.

Concluimos con comentarios sobre las repercusiones de la situación actual en las políticas económicas. Hacemos hincapié en el conflicto entre las dificultades fiscales a la que se enfrentan las economías emergentes y la necesidad inmediata de adoptar políticas económicas paliativas. Los gobiernos enfrentan una pérdida de ingresos, un aumento de la demanda de gasto público y un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel mundial. La persistencia de las NPI supone una bomba de tiempo tanto para el sector privado como para el sector público.

Al examinar las respuestas de política a los desafíos que ofrece esta constelación de choques, alentamos a los gobiernos a evaluar el nivel de gasto que pueden permitirse a la hora de aprobar las medidas de gasto paliativas, y a incluir en las discusiones el necesario ajuste fiscal futuro que tendrá lugar cuando pase la pandemia. Este ejercicio presupuestario incluye como posibles fuentes de recursos préstamos de instituciones financieras multilaterales y de la autoridad monetaria. Los países que actualmente sostienen una importante carga de servicio de la deuda pueden optar por buscar una reestructuración de su deuda soberana. Las políticas domésticas que consideramos son programas de préstamos para empresas y hogares en el sector formal y transferencias a los trabajadores del sector informal.

Esta es la primera de un conjunto de notas que irá dando a conocer el PNUD. No se analizan políticas específicas para países concretos ni el impacto distributivo del COVID-19.



2. Los problemas económicos fundamentales que enfrentan las economías emergentes

La enfermedad del coronavirus 2019 está ocasionada por un nuevo virus para el que actualmente no se dispone de tratamiento farmacológico alguno. La dinámica de la enfermedad hace que, en la ausencia de intervenciones no farmacológicas, la capacidad de los sistemas nacionales de salud se vea sobrepasada. Ante esta situación, los gobiernos decidieron poner en práctica intervenciones no farmacológicas para contener la propagación de la pandemia del COVID-19. Aunque existe un alto grado de incertidumbre sobre los parámetros de los modelos matemáticos que describen la dinámica epidemiológica del COVID-19, un estudio reciente muestra que puede ser necesario mantener estas políticas al menos durante varios meses.¹ Corea del Sur y China han contenido la pandemia y están flexibilizando las NPI. La experiencia de estos dos países es alentadora, pero todavía existen dudas sobre la posibilidad de que pueda surgir un segundo brote una vez que se relajen las medidas de distanciamiento social.²

Las previsiones son que las NPI diseñadas para contener la pandemia del COVID-19, como las restricciones de los movimientos de las personas y las medidas de distanciamiento social, tendrán importantes consecuencias sobre la actividad económica en todo el mundo. Este choque global tiene efectos de equilibrio general sobre los precios que, según nos indica la experiencia acumulada, tendrán importantes consecuencias en los ciclos económicos de las economías emergentes.

El impacto del COVID-19 sobre las economías emergentes se produce principalmente por tres vías:

1. Efecto directo de las NPI en la actividad económica debido a:
 - a. Restricciones en la producción de muchos sectores económicos, como el turismo o el entretenimiento.
 - b. Las restricciones de distanciamiento social obligan a algunas personas a trabajar desde casa o, simplemente, a dejar de trabajar, lo que provoca también una caída de la producción.
2. Términos de intercambio. Muchos países exportadores de materias primas están experimentando una drástica caída de los precios de los productos que exportan, afectando a un porcentaje sustancial del PIB y de los ingresos públicos.
3. Choque financiero global. Se está produciendo una perturbación en la liquidez a nivel global, con movimientos masivos en las carteras en busca de liquidez y abandonando activos de mayor riesgo. Para las economías emergentes esto supone salidas de capital, un aumento de los costos de financiamiento y una caída en el valor de sus monedas.

2.1 El impacto directo de las NPI

Todavía es pronto para hacer un cálculo exacto del costo directo de las NPI. Solo podemos especular. Datos preliminares y otras estimaciones aproximadas indican que podrían ser considerables.

¹ Neil M Ferguson et. al., Impacto de las intervenciones no farmacéuticas (NPI) para reducir la mortalidad por COVID-19 y la demanda de atención médica, Imperial College, 16 de marzo de 2020.

² Los modelos epidemiológicos predicen que si una gran fracción de la población es susceptible a una enfermedad y el número de reproductores es mayor que uno, se producirá un brote. Esto es lo que sucedió en diciembre en Wuhan con el COVID-19. Si las tasas de contacto entre individuos infecciosos y susceptibles vuelven a un nivel cercano al anterior a los NPI, es probable que la epidemia se propague nuevamente. Ver G. Bastin, Conferencias sobre modelos matemáticos de sistemas biológicos, Université Catholique de Louvain, agosto de 2018 para las condiciones de un brote epidemiológico.



En China, la producción industrial entre diciembre de 2019 y febrero de 2020 cayó casi un 25%. ([link](#)). La inversión en activos fijos, un barómetro de la actividad constructora, se redujo un 24,5% durante el mismo periodo, frente al 5,4% que creció en 2019. Las ventas minoristas se desplomaron un 20,5% en los dos primeros meses del año –un periodo normalmente de gran auge para el consumo– comparado con el 8,0% que crecieron en diciembre de 2019 ([link](#)).

En los Estados Unidos, JP Morgan prevé una caída acumulada de la producción en los primeros dos trimestres del año (T1 y T2) del 4,5%, con una rápida recuperación en los trimestres T3 y T4. Goldman Sachs ofrece una previsión de crecimiento intertrimestral del -1,5% en T1, -6% en T2, +3% en T3 y +2,5% en T4, obteniendo así un crecimiento medio anual de -3,8% y un -3,1% respecto al último trimestre de 2019. JP Morgan estima que los servicios de consumo afectados por las medidas de distanciamiento social representan el 7% del PIB que operarán al 63% de su capacidad en marzo, 25% en abril, 63% en mayo con capacidad plena en junio.

Tememos que estas predicciones tienen el riesgo de subestimar los costos económicos de la pandemia. Llegamos a esta conclusión a través de una serie de cálculos aproximados: (a) Italia, España, Nueva York, Illinois y California llevan (por ahora) dos semanas en situación de confinamiento total. Según un escenario muy optimista, la actividad económica opera al 50% de su capacidad normal y luego rebota inmediatamente. Esto supondría una caída intertrimestral del 8,3% durante el trimestre de confinamiento respecto a un trimestre normal.³ Si el confinamiento dura tres semanas en lugar de dos, la caída intertrimestral sería del 17%. (b) Asumamos que, en promedio, durante un periodo de distanciamiento social, el 40% de la economía funciona al 50% de su capacidad normal. La caída implícita en el producto agregado es del 20%. La **Tabla 1** muestra el efecto sobre el PIB agregado de diferentes combinaciones entre la contribución de los sectores

Tabla 1. Variación porcentual hipotética del PIB

		Proporción de la producción afectada por NPIs (%)								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Caída del producto en sector afectado	10%	-1%	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%	-7%	-8%	-9%
	20%	-2%	-4%	-6%	-8%	-10%	-12%	-14%	-16%	-18%
	30%	-3%	-6%	-9%	-12%	-15%	-18%	-21%	-24%	-27%
	40%	-4%	-8%	-12%	-16%	-20%	-24%	-28%	-32%	-36%
	50%	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%	-35%	-40%	-45%
	60%	-6%	-12%	-18%	-24%	-30%	-36%	-42%	-48%	-54%
	70%	-7%	-14%	-21%	-28%	-35%	-42%	-49%	-56%	-63%
	80%	-8%	-16%	-24%	-32%	-40%	-48%	-56%	-64%	-72%
	90%	-9%	-18%	-27%	-36%	-45%	-54%	-63%	-72%	-81%

Esta tabla muestra el cambio porcentual en el PIB en función de la participación del sector afectado en el PIB y del tamaño del colapso en esos sectores.

³ La actividad económica es normal durante cinco semanas y al 50% de lo normal durante una semana.



afectados por las NPI al PIB y las caídas en su producción. Una estimación más precisa del impacto del COVID-19 en el PIB consistiría en calcular su efecto directo sobre cada sector concreto y, posteriormente, utilizar matrices de insumo/producto para hacer un seguimiento de la respuesta ante el choque en otros sectores de la economía. (c) Con una participación laboral en el producto de alrededor de $\frac{2}{3}$, si las horas efectivamente trabajadas bajan un 30%, la producción caerá alrededor del 20%. Estas cifras son alarmantes. Periodos largos de distanciamiento social pueden ser extremadamente costosos.

2.2 El impacto indirecto de las NPI

El impacto directo de las NPI cubierto en la sección anterior no toma en consideración los posibles efectos secundarios de este shock. Es probable que se produzcan una serie de efectos indirectos difíciles de cuantificar que llevarán a un descenso aún mayor de la actividad económica.

En un entorno de distanciamiento social, muchas empresas experimentan un valor agregado negativo ya que el costo de los insumos excede a la producción bruta. Las empresas no pueden vender sus bienes y servicios, pero se ven obligadas a pagar sus nóminas salariales, deudas, alquileres e impuestos. Periodos largos de NPI tendrán diversas consecuencias nocivas para la economía:

1. Muchas empresas quebrarán. Esto sucederá especialmente en el caso de empresas con un contacto social intensivo (turismo y entretenimiento) y en las pequeñas y medianas empresas (PYMES) con escaso capital de trabajo y acceso limitado a líneas de crédito. Reiniciar estas empresas puede ser un proceso largo y costoso.
2. Las empresas que vayan perdiendo su capital despedirán trabajadores. La experiencia de recesiones anteriores nos indica que, tras un fuerte repunte de la desocupación, lleva tiempo asignar trabajadores con empleadores durante la recuperación.
3. Los despidos reducen la demanda agregada.
4. Los hogares y las empresas ante la incertidumbre ahorran más en activos seguros y se desprenden de los activos riesgosos.

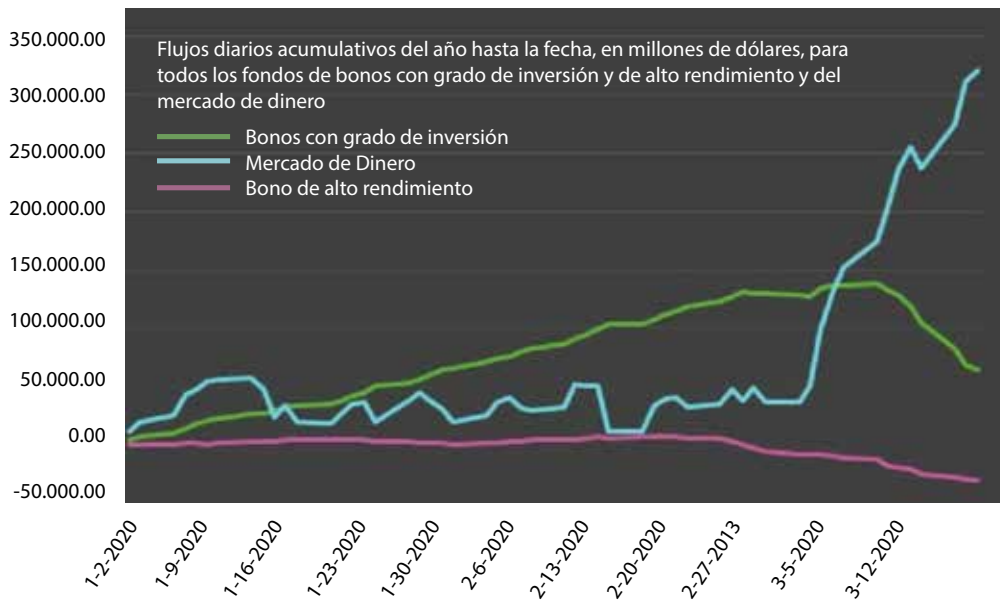
El gráfico 1 muestra cómo en los Estados Unidos los agentes privados están trasladando el dinero de los mercados de crédito a fondos mutuos líquidos que están protegidos de facto por la Reserva Federal. Preveamos un incremento similar en la demanda de los activos más líquidos en América Latina.

5. Los fuertes movimientos de las carteras en busca de activos líquidos y la incertidumbre sobre el valor de las empresas también tendrá consecuencias importantes en los mercados crediticios:
 - a. La exposición a empresas que van a la quiebra reduce el capital de los bancos. Los bancos normalmente prestan a empresas que no pueden obtener recursos financieros en los mercados de capitales. **El gráfico 2** muestra los diferenciales cada vez más amplios entre las diferentes calificaciones crediticias.
 - b. El gran aumento de la demanda de efectivo puede llegar a secar los mercados crediticios de corto plazo. En los Estados Unidos, el mercado de papel comercial perdió liquidez. El único comprador es la Reserva Federal.



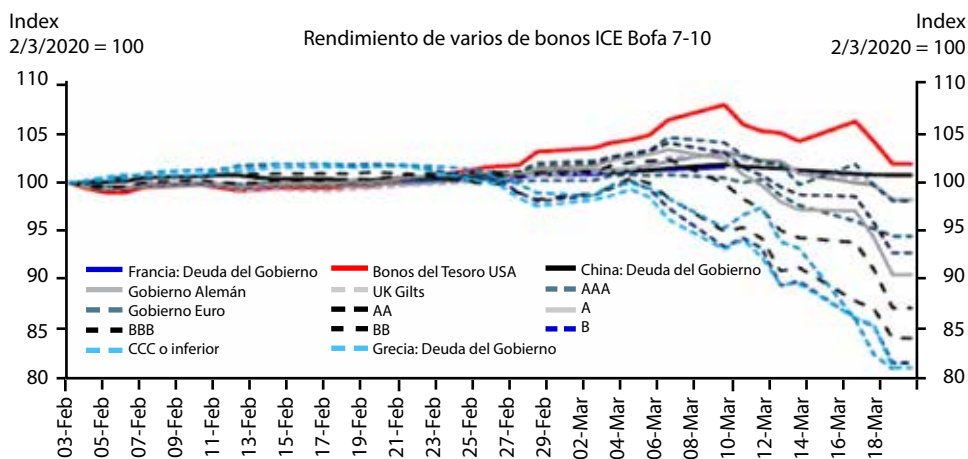
6. Las restricciones a la actividad económica y los límites al movimiento de las personas reconfiguran las cadenas de suministro y las redes productivas con una pérdida de eficiencia.
7. Las nuevas formas de trabajar (teletrabajo) también pueden reducir la eficiencia. En el contexto de las economías emergentes hay que apuntar otros dos choques.

■ Gráfico 1. Aumento repentino de la demanda de liquidez (EE. UU.)



Source: Sunny Oh, [Investors pull record \\$108 billion out of bond funds this week](#), Market Watch, 20 de Marzo de 2020 a las 11:33 a.m.

■ Gráfico 2. Evolución de los Credit Spreads entre diferentes calificaciones crediticias



Fuente: Torsten Slok, COVID-19 and global financial markets, webinar, Bendheim Center for Finance, Princeton University, Marzo 19, 2020



2.3 Los precios de las materias primas

Los precios de las materias primas tienden a impulsar los ciclos económicos de las economías emergentes (Schmitt-Grohe y Uribe, 2018).⁴ El **gráfico 3** muestra un índice de precios de productos básicos (aceite, soya, café, cobre, etc.). Los precios de las materias primas se han desplomado alrededor de un 25% entre enero y marzo.⁵

Para los exportadores de materias primas, el choque normalmente vendría seguido de una fuerte depreciación de la moneda y una recesión. En los países en que una gran parte de los ingresos públicos depende de las exportaciones de estos productos, como Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, y México, la perturbación de los términos de intercambio generará dificultades en las finanzas públicas.

Los importadores de materias primas de América Latina y el Caribe se beneficiarán de este choque.

■ Gráfico 3. Índice de precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg's index (BCOM) of commodity prices.

⁴ Schmitt-Grohé, S. y M. Uribe, (2018), "How important are terms of trade shocks?," *International Economic Review*, 59, 85-111.

⁵ En el sector energético, la caída del precio del petróleo puede no ser una consecuencia directa de COVID-19. Sin embargo, es un shock que golpea a la economía simultáneamente con la epidemia, por lo que lo consideramos en este trabajo.

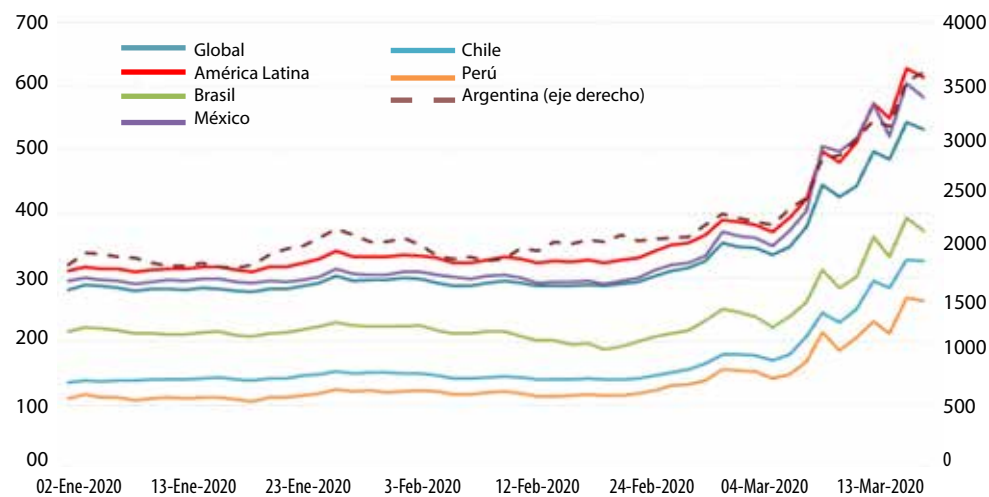


2.4 Endurecimiento de las condiciones crediticias a nivel mundial para las economías emergentes.

La literatura sobre los ciclos económicos en las economías emergentes ha documentado que la actividad económica reacciona con fuerza a las condiciones crediticias globales.⁶ Existe una asociación entre el empeoramiento de las condiciones financieras externas y la llegada de fuertes recesiones. El **gráfico 4** muestra que los diferenciales de rendimiento entre la deuda soberana de América Latina y los bonos del Tesoro de Estados Unidos prácticamente se han duplicado desde principios de enero hasta ahora, incluso para los países con los mejores riesgos de la región. El **gráfico 5** ofrece datos sobre los flujos monetarios reales hacia los mercados emergentes (del Instituto de Finanzas Internacionales) que muestran una importante interrupción de los flujos de capital. Los países con déficit de cuenta corriente se verán obligados a reducir la demanda agregada. Normalmente, esto suele dar lugar a una caída de la producción acompañada de una baja del consumo ligeramente superior a la caída de la producción, y una reducción de la inversión que es tres veces mayor que el porcentaje de caída de la producción. Esto se refleja en la balanza comercial como un descenso de las importaciones.

El ajuste en la demanda agregada tendrá que ser mucho mayor para los exportadores de materias primas con déficit de cuenta corriente. Especialmente si se tiene en cuenta que este ajuste va más allá de la caída en la producción debido a las NPI.

Gráfico 4. EMBI spreads

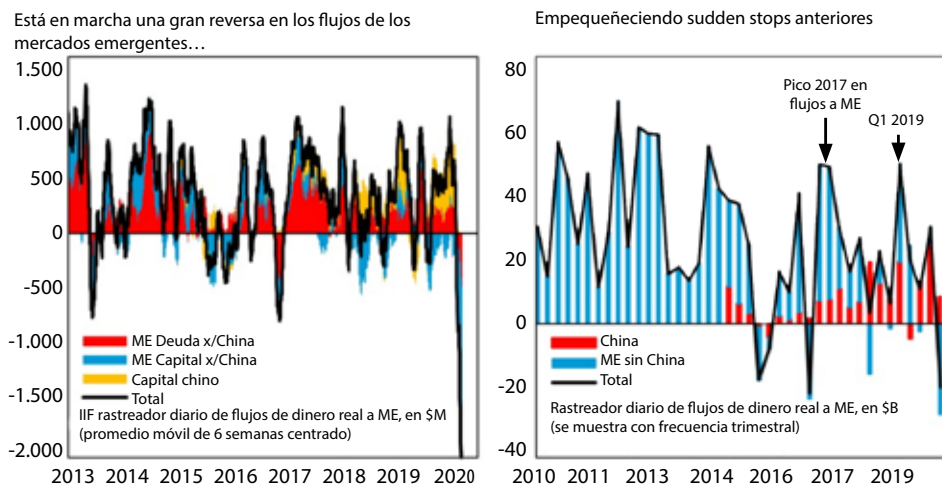


Fuente: Bloomberg.

⁶ Pablo A Neumeyer y Fabrizio Perri, [Business cycles in emerging economies: the role of interest rates](#), *Journal of Monetary Economics*, 52 (2), 345-380, 2005.
Guillermo Calvo y Alejandro Izquierdo y Luis-Fernando Mejía, 2004. "On the empirics of Sudden Stops: the relevance of balance-sheet effects," *Actas*, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, número de junio.



Gráfico 5. Interrupción de los flujos de capital



Fuente: Robin Brooks and Jonathan Fortum, GMV: [The Covid-19 Sudden Stop](#). IIF documento de trabajo, 12 de March de 2020.

2.5 El apalancamiento existente supone un riesgo adicional

Tras una década de tipos de interés cercanos a cero, las empresas y los gobiernos están cargados de deuda. Si persisten las NPI y estas instituciones no pueden servir o refinanciar su deuda, podríamos enfrentarnos a una crisis financiera global similar o peor que la de 2008-2009.

El **gráfico 6** muestra el incremento en deuda corporativa no financiera en los Estados Unidos. Si se produce una recesión prolongada, lo más probable es que la deuda de calidad B vea rebajada su calificación. La deuda corporativa a corto plazo (31% del total de la deuda) supone alrededor del 10% del PIB. El pago de las deudas de los hogares se lleva aproximadamente el 10% de sus ingresos disponibles. Son deudas que quizás no puedan refinanciarse.

Los países con excesivo apalancamiento que sufran las consecuencias fiscales de la recesión y la caída de los precios de las materias primas en un mundo con condiciones financieras restrictivas pueden verse tentados a reestructurar sus deudas. La anticipación de estas decisiones podría llevarnos, paradójicamente, a que se cumplan dichas previsiones. Ante esta situación, sería interesante hacer una evaluación de las necesidades de financiación del sector público a nivel mundial frente a la capacidad de actuación del FMI.⁷

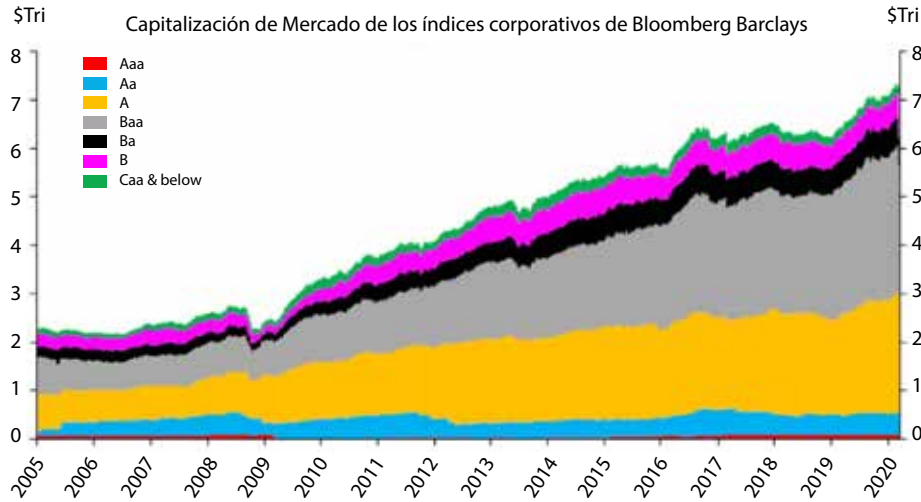
2.6 ¿Qué tipo de recesión: V, U, L o W?

Existe un debate sobre la forma que adoptará la recesión del COVID-19. Sería una osadía arrojar una predicción ante la gran incertidumbre existente sobre la duración de las NPI actualmente en vigor y sobre la

⁷ Los requisitos de endeudamiento del sector público de Argentina en 2018 fueron del 14% de la capacidad crediticia del FMI, la cual es \$ 1 trillón. Esto es indicativo de que el FMI probablemente no tenga fondos suficientes en las circunstancias actuales



Gráfico 6. Deuda Corporativa



Fuente: Torsten Slok, COVID-19 and global financial markets, webinar, Bendheim Center for Finance, Princeton University, 19 de Marzo, 2020

posibilidad de que puedan volver a adoptarse meses después de su flexibilización.

En el caso de unas NPI de muy corta duración que no dejen ninguna cicatriz en el tejido económico esperamos una recesión corta y profunda en forma de “V”. Esta es la predicción de los bancos tradicionales (Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan-Chase, Citi).

Hay un riesgo considerable de que las NPI, de una forma u otra, se prolonguen en el tiempo y tengan consecuencias más duraderas. Lleva tiempo para que las personas desocupadas encuentren empleo y las empresas recuperen su capital de trabajo.

Si las NPI se prolongan lo suficiente en el tiempo como para dañar seriamente los balances de los agentes financieros y no financieros, la recesión probablemente tendrá forma de *escalera*.

Ciclos en que se vayan alternando la vigencia y la suspensión de las NPI podrían generar un dibujo en forma de “W”.

3. Implicaciones de políticas

Las NPI actualmente vigentes en muchos países tienen importantes costos económicos. Esta sección analiza diferentes respuestas de política que podrían adoptar los gobiernos de las economías emergentes.



3.1 NPI más eficientes

Las sociedades están adoptando NPI extremas para contener la propagación del COVID-19 porque los modelos epidemiológicos predicen que los sistemas sanitarios, diseñados para tiempos normales, no pueden manejar la sobrecarga generada por los pacientes agudos de COVID-19.

Estos modelos epidemiológicos predicen que la tasa diaria de crecimiento del número de contagios es proporcional al número R_0s-1 , donde R_0 es el número reproductivo básico (también llamado ratio reproductiva básica) y s es la proporción de la población susceptible (no inmune) a la enfermedad. La ratio R_0 es el número previsto de contagios secundarios causados por un único individuo infectado en una población enteramente susceptible. El producto R_0s representa el número previsto de contagios secundarios causados por un único individuo cuando la fracción s de la población es susceptible. Puede interpretarse como la relación entre el tiempo previsto de recuperación para un individuo contagiado y el tiempo previsto entre nuevos casos. Cuando el periodo de recuperación excede al tiempo entre nuevos casos, la epidemia crece. Como no conocemos el número real de contagiados, solo aquellos que ha sido sometidos a una prueba, las estimaciones de R_0 y s son muy imprecisas. Asimismo, R_0 no es una constante biológica: es el resultado de un complejo equilibrio social determinado por la frecuencia con que las personas contagiadas tienen contacto con otras personas durante un tiempo lo suficientemente largo como para transmitir el virus. R_0 depende de las políticas y las normas sociales, y puede variar de un país a otro, de una región a otra, y en el tiempo dentro de una misma región. NPI como las medidas de confinamiento en Italia, España, Argentina, California, Illinois y Nueva York son medidas extremas para reducir el contacto entre las personas y, por tanto, el número reproductivo básico, R_0 .

- La mejor intervención de política para contener el COVID-19 consiste en desarrollar la tecnología para reducir la tasa de contacto entre los individuos contagiados y los susceptibles, restringiendo la interacción social generalizada tanto como sea posible. Teniendo en cuenta el gran costo del confinamiento universal, la tasa de retorno de las inversiones para adoptar medidas selectivas de aislamiento es enorme. NPI selectivas solo aislarían a un grupo de personas (por ejemplo personas contagiadas, personas con probabilidades de contagiarse, y las personas susceptibles más vulnerables).
- Dos medidas en esta línea son la realización masiva de pruebas para detectar a las personas contagiadas y a las inmunes.⁸ Esta información permitirá a las personas con inmunidad circular libremente y trabajar. Esta medida también ayudará a una detección temprana de las personas contagiadas y a realizar un seguimiento de sus contactos. Hong Kong, Japón, Singapur e Islandia pusieron en práctica medidas selectivas de aislamiento.
- Por otro lado, la agresiva realización de pruebas permitiría a los responsables políticos analizar en tiempo real la eficacia de las distintas intervenciones de distanciamiento social (cierre de escuelas, centros comerciales, eventos deportivos, etc.). A pesar de que las NPI generalizadas tienen un costo extremadamente alto, no existe una evaluación de impacto de las diferentes intervenciones.
- La creación de un equipo de estadísticos y epidemiólogos para diseñar estrategias para las pruebas y efectuar previsiones inmediatas del número reproductivo básico en las diferentes zonas geográficas y grupos

⁸ Singapur es el primero en probar el ensayo serológico COVID-19 en el rastreo de contactos de brotes



sociales sería de gran ayuda para los gobiernos a la hora de distribuir los recursos sanitarios y de aplicar medidas de intervención social más eficientemente. **Estos datos ayudarán a diseñar NPI con una base empírica.**

- Realización de pruebas aleatorias para obtener información sobre el conjunto de la población.
 - Hacer pruebas a una muestra representativa de la población y registrar sus características socioeconómicas.
 - Utilizar métodos estadísticos para inferir si hay características socioeconómicas concretas que sirven para predecir el contagio en la población total.
 - Desarrollar NPI selectivas y estrategias de vigilancia basadas en la información previa.

Si se levantan las NPI generalizadas sin la posibilidad de poner en práctica NPI selectivas existe el riesgo de que surja un nuevo brote y sea necesario aplicar nuevas NPI generalizadas.

Los modelos epidemiológicos (como el modelo SIR; Heathcote, 2000) predicen que si se flexibilizan las medidas de distanciamiento social mientras la proporción de la población inmune es relativamente baja sin que haya un tratamiento médico disponible, la epidemia podría resurgir.⁹ Los casos de la provincia de Hubei y de Corea del Sur, donde ya se están relajando las medidas de distanciamiento social, arrojarán más luz sobre este riesgo.

- Por otro lado, las NPI deberían ir encaminadas a limitar los movimientos de las personas pero, al mismo tiempo, proteger la producción y el movimiento de los bienes intermedios a fin de evitar la interrupción de la cadena de suministro en la medida de lo posible.
- Finalmente, dado el carácter global de la pandemia, es deseable una **solución basada en la cooperación multilateral**.
 - La coordinación de esfuerzos para desarrollar una solución farmacéutica para la contención de la pandemia podría servir para asignar los recursos de manera más eficiente y obtener resultados más rápidamente.
 - Los enfoques coordinados hacia las NPI pueden permitir que muchos países apliquen directamente las mejores prácticas, sin un periodo de transición.
 - El enfoque multilateral podría establecer protocolos a nivel global para los movimientos internacionales de personas.
 - Sería de gran valor establecer una alianza entre el PNUD, la OMS, las organizaciones no gubernamentales y las instituciones financieras internacionales para ayudar a los países en desarrollo a crear un equipo de estadísticos y epidemiólogos para hacer un seguimiento de la pandemia en cada país. La alianza facilitará también la implementación de las restricciones a los viajes internacionales unánimemente consensuadas.

3.2 Políticas de cuidados paliativos para la economía

Los políticos y funcionarios de América Latina tienen una amplia experiencia en la gestión de choques financieros y de los precios de las materias primas.

⁹ See, footnote 2



- La respuesta tradicional ante los choques financieros y en los precios de las materias primas suele ser la de permitir la depreciación de la moneda y ajustar los desequilibrios presupuestarios.

Sin embargo, las autoridades cuentan con poca experiencia o investigación académica relevante sobre la manera de enfrentar interrupciones de oferta de esta magnitud. Dado que el shock de oferta es producto de las medidas de distanciamiento social implementadas para contener la enfermedad, la primera respuesta de política debería ser la de utilizar el tiempo ganado por estas medidas tan costosas para desarrollar fórmulas más eficientes de limitar al máximo el contacto entre las personas contagiadas y las susceptibles, tal y como se indicó en la sección anterior.

El costo económico de las NPI generalizadas depende de su duración. Cuanto más se alarguen en el tiempo, mayores serán los efectos secundarios de estas intervenciones. Como se dijo más arriba, las NPI provocan una contracción en la liquidez: las empresas y las personas se ven obligadas a financiar sus costos fijos al mismo tiempo que sufren una caída de sus ingresos. Las empresas tienen que pagar salarios, deudas e impuestos. Los hogares necesitan consumir alimentos y otros productos y servicios básicos. Los agentes con activos líquidos o acceso al crédito pueden financiar este desajuste entre ingresos y gastos mientras duren sus activos y su buen crédito. Este choque de liquidez induce a los ahorradores a vender sus activos y a abandonar las posiciones de riesgo. Además, la incertidumbre ante la duración de las NPI generalizadas hace que los agentes aumenten sus reservas de liquidez como precaución. Las redes sociales informan de que entre estas reservas de precaución se encuentra la acumulación de papel higiénico.

Los gobiernos a nivel nacional y subnacional enfrentan un problema similar al de los agentes privados, ya que se ven en la necesidad de cubrir sus costos fijos ante una reducción de los ingresos fiscales debido a la caída de la actividad económica y de los precios de las materias primas. Además, se producirá un aumento de la demanda social de un mayor gasto público durante la crisis. En las economías emergentes, la recomposición internacional de carteras hacia activos menos riesgosos dificultará aún más la colocación de deuda pública. Los países que no tengan espacio fiscal, o sea limitado, enfrentarán decisiones difíciles y necesitarán la ayuda de las instituciones financieras internacionales.

En América Latina las políticas deberán tomar en consideración el hecho de que el 53% de la fuerza de trabajo está concentrada en empresas de menos de cinco trabajadores y que la mayoría de los ingresos nacionales procede de los empleados de empresas más grandes. (Véase la **tabla 2**, de Matías Busso, Mariano Spector y Andrés Neumeyer, [Skills, Informality and the Size Distribution of Firms](#), 2012). Dado que las PYMES en gran medida viven al día y su acceso a las instituciones financieras es limitado, hacerles llegar recursos, tanto a ellas como a sus empleados, para cubrir sus necesidades financieras representa un importante desafío logístico.

- Una política de comunicación clara sobre la duración prevista de las NPI generalizadas y las políticas que se aplicarán tras el confinamiento reduciría la incertidumbre y aliviaría la contracción en la liquidez.

3.2.1 Aspectos monetarios y fiscales de la política financiera

Las NPI aumentan la demanda de liquidez y solo la autoridad monetaria tiene la posibilidad de ampliar la disponibilidad de activos líquidos. Los bancos centrales se encuentran en una posición única para proporcionar liquidez sin tener que preocuparse de la inflación debido al enorme aumento en la demanda de dinero (liquidez). Esto puede hacerse mediante la compra de deuda pública o instrumentos de deuda del sector privado.



■ **Tabla 2.** Distribución del tamaño de las empresas.

	Emprendedores			Empleados	
LAC					
Tamaño de la empresa (empleados)	0	1-5	6-	1-5	6-
Educación	7.8	8.4	11.6	7.8	11.2
Ingresos relativos del país	44%	71%	175%	56%	121%
Ingresos (PPP)	100	141	428	117	273
Porcentaje del empleo total	22%	11%	1%	20%	46%
OCDE					
Tamaño de la empresa (empleados)	0	1-10	11-	1-10	11-
Educación	12.6	12.9	14.1	12.5	13.6
Habilidades Matemáticas	499	506	549	495	523
Alfabetismo	501	502	535	504	528
Ingreso regional relativo	34%	84%	115%	55%	75%
Ingresos (PPP)	100	197	381	141	157
Porcentaje del empleo total	9%	5%	1%	20%	65%

Fuente: PIAAC, IDB Harmonized Household Survey

Es muy importante proporcionar liquidez a las empresas en apuros para que puedan seguir pagando a los trabajadores. La financiación de las empresas que pierden dinero es una manera de proporcionar liquidez a sus trabajadores cuando, sin dicha financiación, estos podrían perder su empleo. Esta liquidez también llegará a las PYMES que les venden sus productos, en la medida que puedan gastar el dinero.

Los gobiernos pueden alentar a las instituciones financieras para que amplíen sus balances con la finalidad de proporcionar liquidez a quienes la necesiten. En el activo de sus balances las instituciones financieras pueden:

- Incrementar las líneas de crédito para los hogares y las empresas
- Demorar automáticamente los pagos de las deudas y
- Aumentar sus activos líquidos para satisfacer las demandas de sus clientes.

Para ampliar el pasivo en los balances de las instituciones financieras:

- El banco central puede extender el crédito directamente a las instituciones financieras o indirectamente por medio del Tesoro.
 - La asistencia financiera oficial a las empresas podría depender de la caída de los ingresos de las empresas y realizarse bajo la condición de no despedir trabajadores.
 - Los bancos pueden necesitar cierta flexibilidad normativa para ampliar sus balances sin capital adicional.



- Cabe observar que, en este contexto, la persistencia de las NPI constituye una bomba de tiempo.
- Otro mecanismo para proporcionar liquidez a los gobiernos consiste en permitir a las empresas diferir los impuestos de sociedades y por las rentas del trabajo para su pago en un futuro. La autoridad fiscal podría incluso prestar dinero a las empresas necesitadas. En una fecha futura, una vez levantadas las NPI, el gobierno puede titulizar y vender los derechos a estos flujos de caja futuros a otros inversionistas. Dado que en caso de quiebra las obligaciones fiscales tienen prioridad sobre las deudas no garantizadas, la titulación de los pagos fiscales futuros es un mecanismo que permitiría a las empresas emitir deuda garantizada para aliviar sus problemas de liquidez. Para un gobierno con dificultades financieras, esta forma de intervención integra en sí misma un ajuste fiscal futuro sin la necesidad de aprobar más adelante una legislación políticamente difícil para recaudar impuestos o reducir el gasto. La coordinación internacional para desarrollar este tipo de instrumento financiero con cláusulas estandarizadas puede ayudar a mejorar la liquidez del mercado para estos instrumentos y a dotarlos de atractivo ante los inversionistas internacionales.

3.2.2. Política fiscal

La primera regla de la política fiscal es reconocer que la persistencia de las NPI en combinación con la caída en el precio de las materias primas y las peores condiciones financieras internacionales requiere un ajuste a largo plazo. Al mismo tiempo, la adopción de medidas económicas paliativas inmediatas para reducir el daño social causado por las NPI exige incrementar el déficit fiscal.

Ante esta situación, los bancos multilaterales de desarrollo (Banco Mundial, BID, CAF) desempeñan un papel fundamental a la hora de proporcionar financiación especial a los gobiernos con problemas fiscales. Una de las posibilidades que se abre para financiar estos programas masivos es que estas instituciones vendan bonos/acciones preferentes a los bancos centrales que toman parte en la expansión cuantitativa.

Estas son algunas de las cuestiones a considerar por parte de los países al planificar la escala de sus programas e intervenciones de política:

- Incluir medidas de ajuste fiscal a largo plazo en las propuestas legislativas para incrementar el gasto público actual.
- Hacer una estimación del volumen de deuda pública que pueden emitir los gobiernos a los prestamistas privados nacionales e internacionales.
- Hacer una estimación del volumen de préstamos que pueden recibir los gobiernos de los bancos multilaterales de desarrollo y el FMI asumiendo el Instrumento de Financiamiento Rápido (100% de la cuota) y un acuerdo de derecho de giro con un 250% de la cuota.
- Determinar cuál es el nivel de inflación que están dispuestos a tolerar los gobiernos para financiar estos programas mediante la creación de dinero.
- Reducir temporalmente los programas gubernamentales no esenciales.
- Si el servicio de la deuda requiere pagos netos, analizar los beneficios de una reestructuración.



Los desocupados recientes, los trabajadores del sector informal y los trabajadores autónomos necesitarán ayuda. Los gobiernos deberán encontrar mecanismos para hacer llegar transferencias monetarias de manera rápida y eficiente a quienes tienen mayores probabilidades de sufrir una reducción drástica en sus ingresos. Estas transferencias podrán sumarse a cualquier plan de crédito formal o informal que puedan recibir esos hogares, bien sea desde el Estado o desde el sistema financiero. Los mecanismos concretos para hacer efectiva la transferencia de liquidez dependerán de la capacidad institucional de cada gobierno.

- ¿Son escalables los programas gubernamentales existentes (por ejemplo, las transferencias de efectivo)?
¿Pueden dirigirse específicamente a las personas más afectadas por el impacto económico del COVID-19?
- En la medida de lo posible, dirigir la ayuda financiera en forma de préstamos, no transferencias.

Es probable que los gobiernos se enfrenten al reto de que quienes realmente necesitan apoyo económico pueden no ser los destinatarios de los programas sociales actualmente en funcionamiento.

Una alternativa secundaria sería la de proporcionar transferencias a todos los hogares en el sector informal y/o a los trabajadores autónomos. Sin embargo, esto puede resultar muy caro, digamos el salario mínimo multiplicado por la mitad de la fuerza de trabajo.



PNUD América Latina y el Caribe
COVID 19 | SERIE DE DOCUMENTOS DE POLÍTICA PÚBLICA



www.latinamerica.undp.org

Agradecemos el apoyo de la Cooperación Española.

