

INFORME MACROECONÓMICO

LATINOAMÉRICA

La recuperación pospandemia: analizando la posición financiera de los bancos, Gobiernos y empresas, ¿qué tan probables son los pronósticos por país del FMI?

ENERO - JUNIO 2021

Por: Daniel Fernández Méndez & Olav A. Dirkmaat

trends.ufm.edu

LatAm 2021 S1

1. Las economías latinoamericanas pospandemia: ¿Qué países demostrarán ser resilientes?

En [junio 2019](#), UFM Market Trends advirtió que nos encontrábamos en la antesala de una nueva recesión. En efecto, desde el 2020, la mayoría de las economías en el mundo tuvo que enfrentar la peor crisis económica desde la Gran Depresión, en parte impulsada por las repercusiones del virus Covid19.

Tanto la pandemia como la crisis económica se han convertido en un reto enorme para las economías latinoamericanas. Aunque la evolución epidemiológica sea diferente por país, la resistencia económica y la capacidad de recuperación también varía entre países. Por parte de [UFM Market Trends](#),

nos basamos en indicadores menos convencionales para determinar esta capacidad de recuperación por país.

Las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), tanto para el 2021 como el 2022, parecen basarse en una importante premisa: la recuperación económica será relativamente rápida -aunque dependerá de factores relacionados a la pandemia como el ritmo de vacunación- y la gran mayoría de los países en el mundo volverán a sus niveles regulares de crecimiento en 2021 o 2022. En la Tabla 1 se puede observar la proyección económica (en términos de *producto interno bruto real*) por país realizada por parte del FMI.

Tabla 1

Proyecciones económicas Fondo Monetario Internacional para 2021 y 2022 por país latinoamericano

El FMI es optimista sobre las economías de Brasil, Argentina, Uruguay y Perú; pesimista sobre las economías de la Rep. Dominicana y Centroamérica

País	Promedio 2015-19	2021	2022	Optimismo del FMI (2022 versus 2015-19)
Venezuela	-18.7%	-10.00%	-5.00%	-
Brasil	-0.5%	3.70%	2.60%	3.06%
Argentina	-0.3%	5.80%	2.50%	2.76%
Uruguay	0.9%	3.00%	3.10%	2.20%
Perú	3.2%	8.50%	5.20%	2.00%
Chile	2.0%	6.20%	3.80%	1.82%
Colombia	2.5%	5.10%	3.60%	1.12%
México	2.0%	5.00%	3.00%	0.98%
Paraguay	3.2%	4.00%	4.00%	0.84%
Ecuador	0.5%	2.50%	1.30%	0.78%
Guatemala	3.4%	4.50%	4.00%	0.64%
Panamá	4.6%	12.00%	5.00%	0.42%
El Salvador	2.4%	4.20%	2.80%	0.42%
Bolivia	4.0%	5.50%	4.20%	0.24%
Costa Rica	3.3%	2.60%	3.30%	0.02%
Honduras	3.8%	4.50%	3.30%	-0.48%
Rep. Dominicana	6.1%	5.50%	5.00%	-1.08%

Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook (Abril 2021)

A la vez, el FMI añade unos matices específicos a cada proyección de país que realiza. De tal modo, algunos pronósticos son relativamente optimistas mientras otros son más pesimistas. No obstante, los pronósticos del FMI no siempre han sido acertados: de hecho, varios estudios indican que la capacidad del FMI para pronosticar es muy limitada y comete constantes errores¹: el FMI típicamente subestima el crecimiento en tiempos de auge y sobreestima el crecimiento en tiempos de crisis.

Por lo tanto, el objetivo de este informe es examinar la posición financiera (en términos de liquidez y patrimonio) de diversos actores económicos con el fin de someter a escrutinio los pronósticos del FMI. Los Gobiernos latinoamericanos se comportan muy diferente frente a la pandemia y aplican medidas económicas muy diferentes. Por tanto, han tenido, y tendrán, un desempeño económico muy desigual entre ellos.

En la Figura 1 se encuentra un resumen de nuestras conclusiones: en el eje vertical, se posiciona cada país según su respectiva proyección económica del FMI para el 2021. En el eje horizontal, indicamos –según el conjunto

de indicadores que se encontrará en este informe– que tan robusta o frágil es la posición financiera de los bancos, las empresas, y el Gobierno central del país en cuestión.

La idea fundamental es que cuando el FMI sea muy optimista sobre las posibilidades de recuperación, pero la posición financiera subyacente de los actores económicos del país sea precaria, existe una alta posibilidad de que la proyección del FMI no se cumpla.

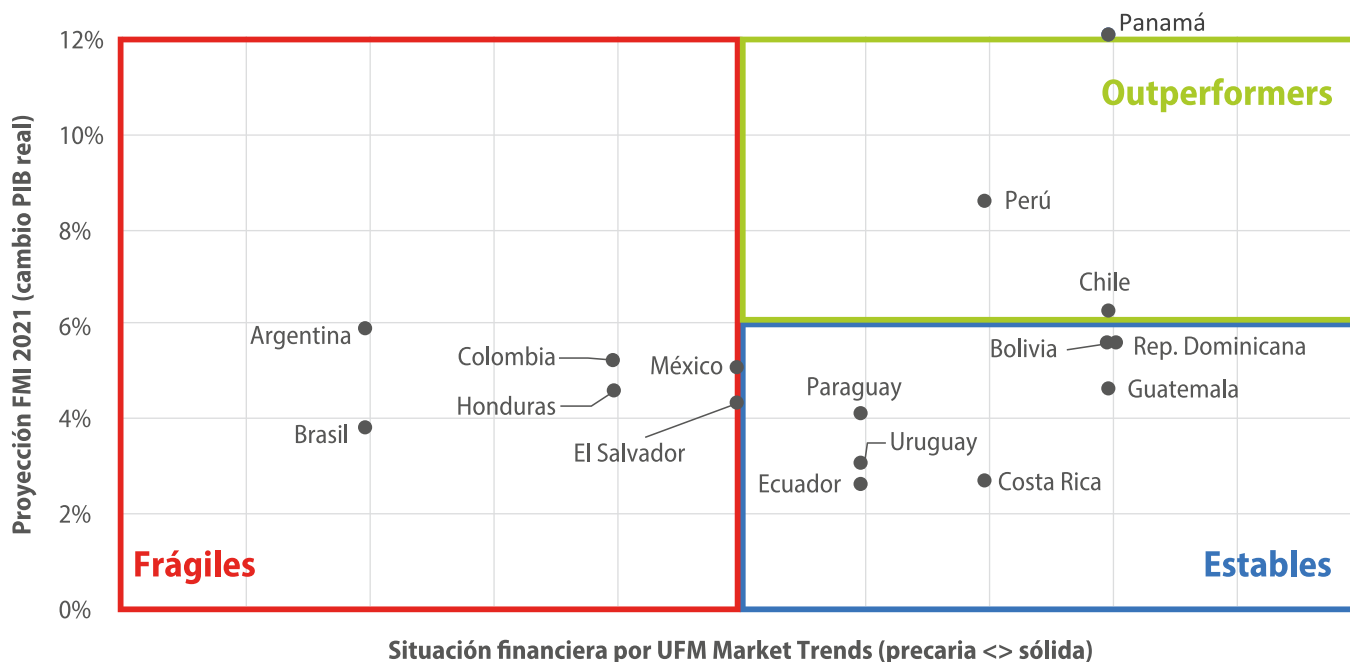
Para este fin, dividimos la gráfica en tres grupos: el grupo de *outperformers* con una proyección del FMI para el 2021 positiva y a la vez una situación financiera sólida. Segundo, el grupo de países *frágiles*, los cuales tienen una situación financiera precaria (pero que, a veces, cuentan con una proyección económica del FMI muy favorable, como Argentina y Brasil). Y, por último, el grupo de países estables, que no tienen un crecimiento económico proyectado alto, pero que tienen una situación financiera bastante robusta.

A continuación, discutiremos cada uno de los indicadores para comparar las situaciones específicas de cada país latinoamericano en el contexto de la recuperación económica pospandemia.

Figura 1

Proyección económica FMI para 2021 y situación financiera subyacente de bancos, empresas y Gobierno por país

Las economías en riesgo son las de Argentina, Brasil, Colombia, Honduras, México y El Salvador



Fuente: UFM Market Trends, Fondo Monetario Internacional

¹ Para una discusión al respecto, cf Dirkmaat, O.A. (2018) *Capital Theory, Capital Markets and Q*.

Tabla de contenidos

1. Las economías latinoamericanas pospandemia: ¿Qué países demostrarán ser resilientes?	2
2. Posición financiera de la banca	5
3. Posición financiera de las empresas	10
4. Posición financiera de los Gobiernos	13

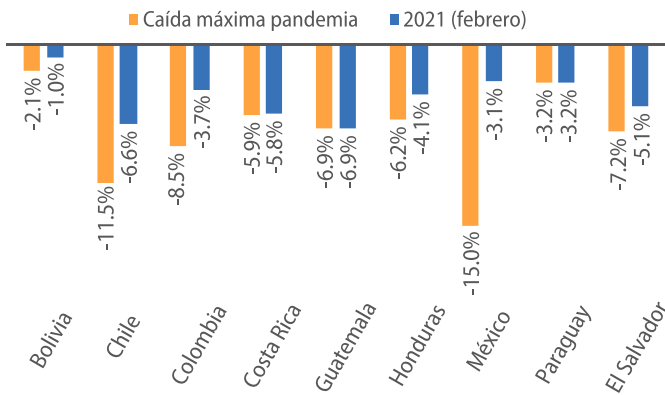
2. Posición financiera de la banca

La posición patrimonial de los bancos (capital bancario) ha sufrido durante la pandemia en el 2020. En el 2021, se recupera parcialmente del impacto por Covid19. Sin embargo, los sistemas bancarios de la región están en peor posición que antes de la pandemia, como muestra Figura 2.

Figura 2

Capital bancario se recupera parcialmente del impacto COVID

Sistema financiero latinoamericano sufre una suerte desigual desde 2020



Fuente: Fondo Monetario Internacional

A la vez, es importante estudiar el comportamiento de los impagos en préstamos bancarios en la región latinoamericana. La Figura 3 muestra que durante esta pandemia los impagos en préstamos llegaron a caer en todos los países, lo cual carece de sentido. La explicación del aparente conundrum económico-financiero la encontramos en la relajación de estándares regulatorios que ha disfrutado el sistema financiero y las ayudas otorgadas para evitar que personas y empresas entren en mora. Estas medidas nos impiden conocer el impacto financiero causado por la recesión económica.

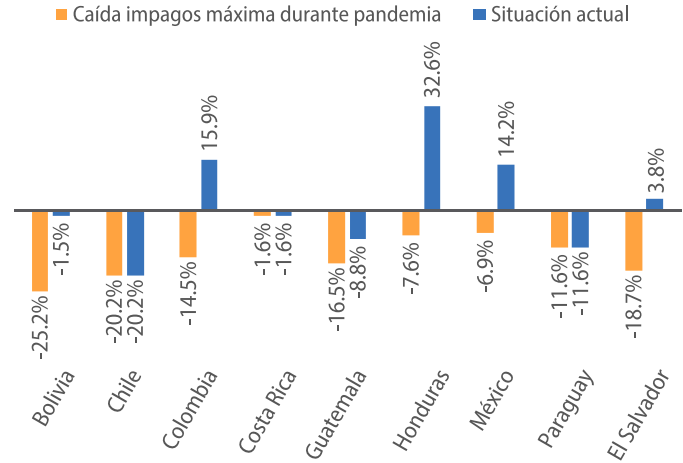
En Chile y Guatemala los impagos nunca crecieron durante la recesión ni lo han hecho hasta ahora, lo que nos hace sospechar que las medidas que nos impiden conocer el daño financiero causado por la pandemia nunca han sido levantadas completamente.

Estas medidas, emitidas para (supuestamente) proteger a la banca, reducen el nivel de transparencia en los datos bancarios y puede generar desconfianza entre depositantes (especialmente grandes depositantes) e inversores.

Figura 3

Caída de los impagos en préstamos

Los países relajaron sus estándares regulatorios bancarios y proporcionaron ayudas públicas. Algunos países todavía mantienen estas medidas por lo que su tasa de impagos no ha crecido



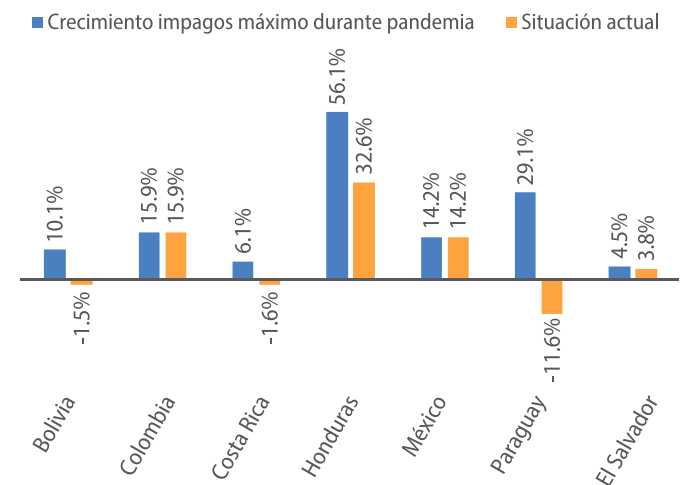
Fuente: Elaboración propia a partir datos Fondo Monetario Internacional

Por otro lado, tenemos países que han visto crecer sus impagos y se están recuperando como es el caso de Paraguay (que se recupera con mucha fuerza), y también es el caso de Costa Rica, Bolivia y Honduras. Colombia, México y El Salvador parecen estancados en una situación financiera que no mejora desde que tocara fondo. A pesar de que los impagos en Honduras han bajado desde su peor momento, su situación es todavía problemática.

Figura 4

Crecimiento de los impagos en préstamos

Los bancos hondureños, colombianos y mexicanos no han logrado resolver los impagos en préstamos de sus carteras

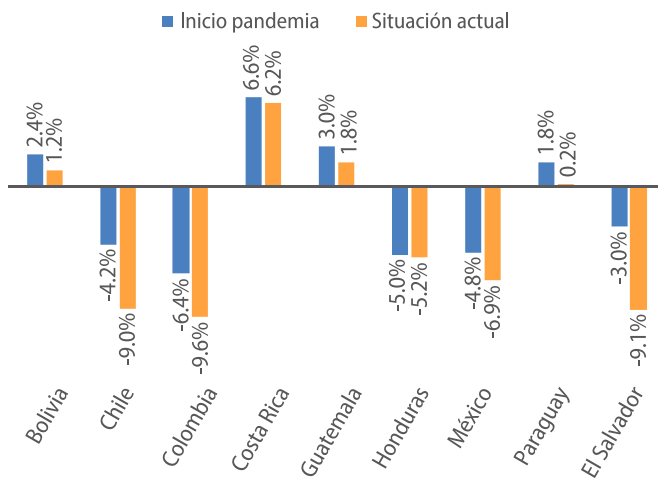


Fuente: Fondo Monetario Internacional

Cuando tomamos en cuenta las provisiones netas para préstamos en impago (provisiones netas = provisiones brutas – préstamos en mora), la perspectiva cambia. Este indicador puede ser negativo y así ocurre cuando los préstamos en mora superan las provisiones bancarias. De hecho, como se puede observar en Figura 5, este es el caso para la banca colombiana, salvadoreña, mexicana y hondureña. Esto indica que los sectores bancarios de estos países están mal preparados para hacer frente a la factura económica que la crisis sigue imponiéndonos.

Figura 5
Provisiones netas para préstamos en mora (provisiones – mora) desde la pandemia hasta la fecha

La banca en El Salvador y Colombia no parece estar suficientemente preparada ante la ola de impagos que podría ocurrir cuando las ayudas públicas cesen

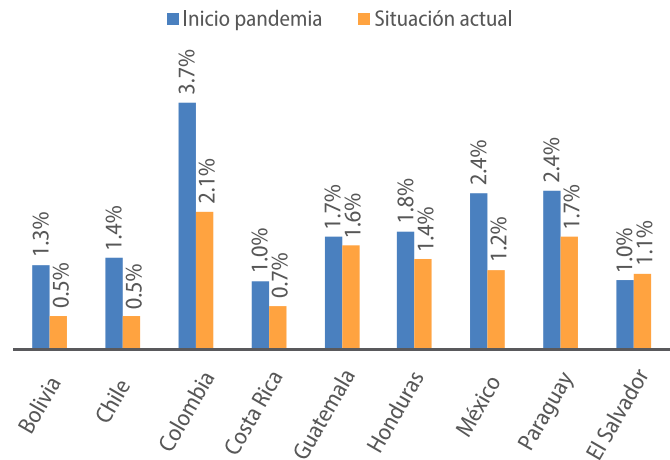


Fuente: Fondo Monetario Internacional

Los retornos sobre activos (ROA) de los bancos latinoamericanos también pueden dar perspectiva sobre la resiliencia del sector bancario de la región. En particular, cuando la banca goza de altas tasas de rentabilidad, las carteras de mala calidad pueden ser subsanadas por los propios bancos en poco tiempo. Al contrario, como muestra el caso de Deutsche Bank en Alemania, un banco con una cartera de malos créditos y sin rentabilidad (en parte no existe rentabilidad justamente por los malos créditos) no logra subsanar los problemas de su cartera sin intervención externa. En la Figura 6, podemos observar el retorno sobre activos de la banca latinoamericana.

Figura 6
Retorno sobre activos (ROA) de los bancos latinoamericanos

Bolivia y Costa Rica tienen bajos retornos sobre activos, por lo cual será difícil que la banca subsane los problemas de sus carteras de crédito que han sufrido un golpe duro por la pandemia

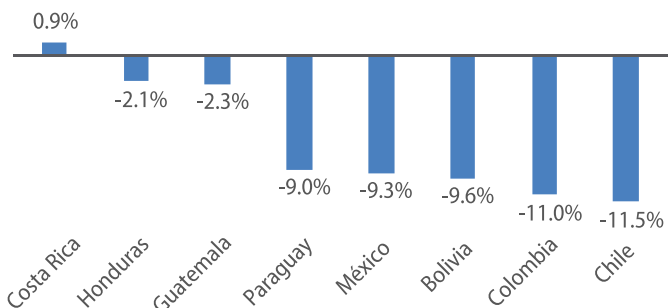


Fuente: Fondo Monetario Internacional

Un potencial indicador que muestra el estrés al que está sometido el sistema financiero doméstico es la concesión de préstamos en moneda extranjera (casi siempre dólares). El porcentaje de préstamos en moneda extranjera cae en toda Latinoamérica, con la excepción de Costa Rica, como se puede observar en Figura 7.

Figura 7
Préstamos en dólares se estancan desde la pandemia

Porcentaje de préstamos en moneda extranjera cae en Latinoamérica



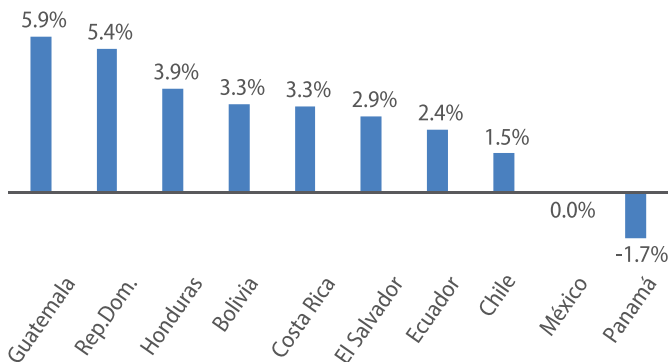
Fuente: Fondo Monetario Internacional

La banca puede potencialmente convertirse en una fuente de debilidad económica cuando asuma la falta de liquidez que sufre una mayoría de empresas debido a la pandemia y/o los encierros decretados por los Gobiernos. Esto evita en el corto plazo que estas empresas quiebren y sufran reestructuraciones, pero puede incrementar el número de préstamos de mala calidad en los balances de los bancos. En la Figura 8, se puede observar el incremento de financiación al sector privado durante la pandemia.

El hecho de que en Latinoamérica sólo el sistema financiero panameño restringió el crédito al sector privado en 2020 puede significar que el sistema bancario panameño va a ser más resiliente en el futuro pospandemia.

Figura 8
El sistema financiero incrementa crédito al sector privado durante la pandemia (salvo en Panamá)

Préstamos a empresas que se encuentran en problemas financieros pueden convertirse en préstamos de mala calidad más adelante

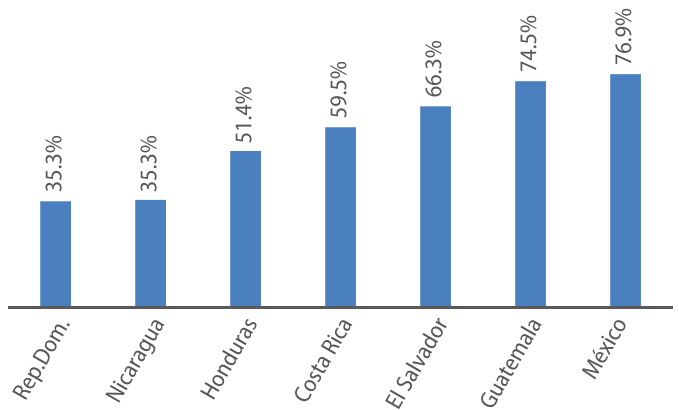


Fuente: Fondo Monetario Internacional

El sector financiero también incrementa muchísimo la financiación a gobiernos. Una parte sustancial del enorme incremento de deuda pública que ha ocurrido con motivo del COVID ha sido comprada por instituciones financieras. Países como Guatemala o México han visto como su sector financiero compraba el 75% de la deuda emitida en 2020 como puede verse en la Figura 9.

Figura 9
Porcentaje de deuda emitida en 2020 comprada por el sector financiero en Latinoamérica

Bancos latinoamericanos podrían sufrir mucho si aparecen problemas de solvencia en la deuda pública



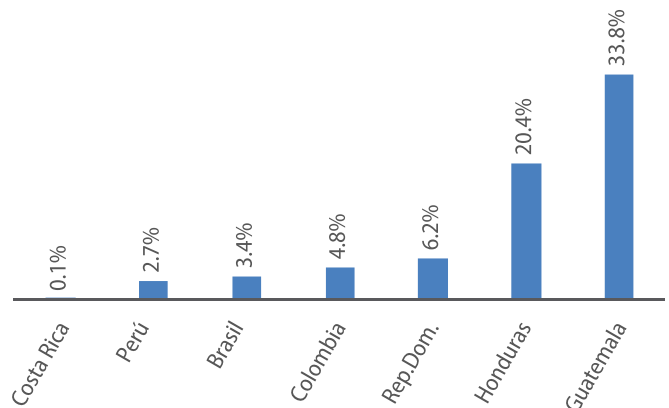
Porcentaje deuda emitida en 2020 comprada por sistema financiero

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Por su parte, algunos gobiernos latinoamericanos han utilizado al banco central para financiar los enormes déficits públicos de 2020 (Guatemala y Honduras) mientras que otros países han conseguido mantener a su banco central al margen (Costa Rica).

Figura 10
Porcentaje deuda comprada por bancos centrales

Guatemala y Honduras han abusado del mecanismo monetario para financiar sus déficits mientras que Costa Rica no ha utilizado a su banco central para tal fin



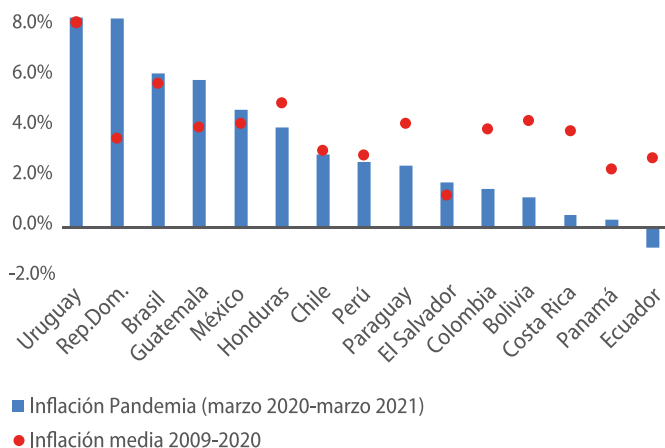
Fuente: Fondo Monetario Internacional

Un indicador que asusta a medio mundo es la inflación. Como vemos en Figura 11, en algunos países de la región la inflación ha empezado a dispararse, sin embargo, en la mayor parte de ellos, la tasa de inflación actual es menor a la inflación registrada en los últimos diez años.

Figura 11

Inflación histórica y durante la actual pandemia (marzo 2020 a marzo 2021) por país

La inflación en Rep. Dominicana y Guatemala está por encima de sus respectivas medias prepandemia (2009-2020)



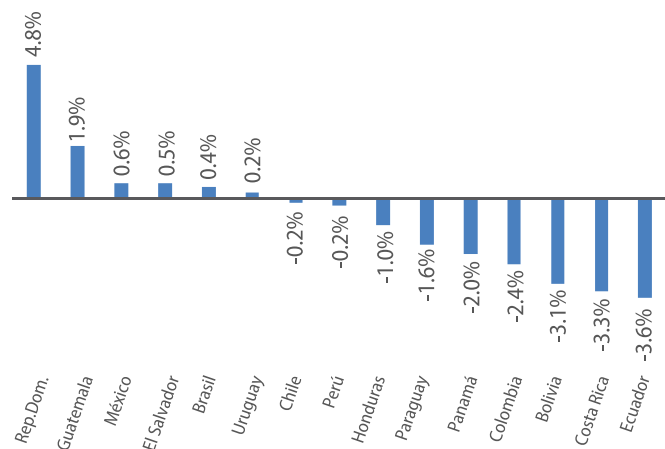
Fuente: Fondo Monetario Internacional

Si hacemos zoom en el diferencial entre la inflación actual y la registrada en los últimos diez años (Figura 12), vemos que la inflación no es todavía un problema para la mayor parte de países. En Rep. Dominicana y Guatemala la inflación ha empezado a situarse sustancialmente por encima de su media histórica.

Figura 12

Diferencial inflación histórica (2009-2020) y pandemia (2021)

En Rep. Dominicana y Guatemala, y en menor medida en México, El Salvador, Brasil y Uruguay, hay una inflación más alta que antes de la pandemia



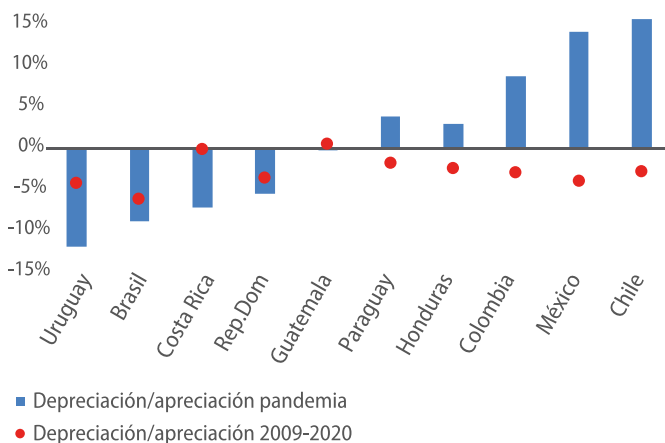
Fuente: Fondo Monetario Internacional

El tipo de cambio, o precio externo de la moneda², ha visto un comportamiento muy desigual en la región. En general los países con más inflación son aquellos que han visto depreciarse más su moneda como es el caso de Uruguay, Brasil y República Dominicana. Por su parte, Chile y México han visto como el valor externo de su moneda crecía sustancialmente (aunque hay que comentar que los dos países se encontraban en recesión y sufrieron fuertes depreciaciones justo antes de la pandemia).

Figura 13

Depreciación (-) y apreciación (+) monetaria por país latinoamericano

Uruguay, Brasil, Costa Rica y Rep. Dominicana sufrieron una mayor depreciación de la moneda durante la pandemia que antes de la pandemia



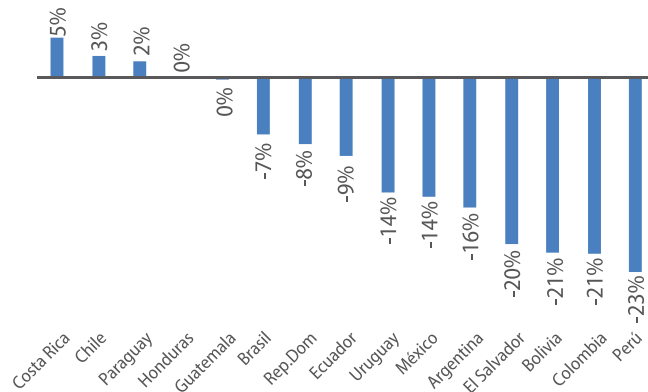
Fuente: Fondo Monetario Internacional

El comportamiento de las exportaciones ha sido muy negativo para la mayor parte de países. Sólo unos pocos han visto crecer el valor de sus exportaciones en 2020 (Figura 14).

Figura 14

Cambio en las exportaciones en la pandemia (2020)

El sector exportador de Costa Rica, Chile, Paraguay y Guatemala ha mostrado fortaleza durante la pandemia



Fuente: Fondo Monetario Internacional

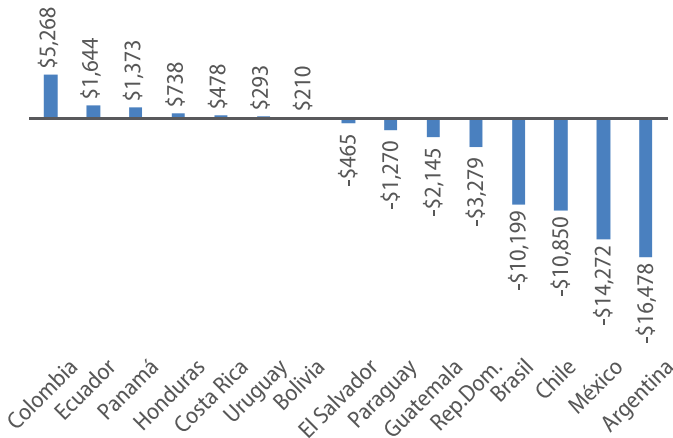
²El precio interno de la moneda (medido por índice precios al consumo) y el precio externo de la misma (medido por tipo cambio) no pueden llevar sendas divergentes durante mucho tiempo. [Se puede encontrar una explicación detallada de esto aquí.](#)

Los ciudadanos de los países latinoamericanos han empezado a sacar sus ahorros de sus respectivos países. Sólo unos pocos países han visto incrementar su entrada de capitales en 2020, la mayor parte de ellos han sufrido fuertes salidas, como podemos observar en Figura 15.

Figura 15

Entrada (+) y salida (-) de capital líquido en la pandemia (2020)

México, Chile, Argentina y Brasil sufren salidas fuertes de capital



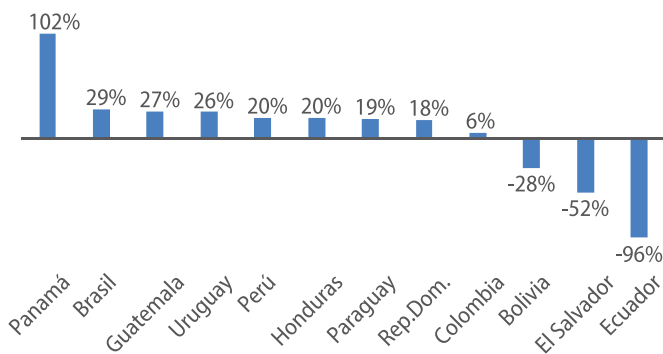
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Datos en millones de dólares

A pesar de la huida de capitales líquidos privada, los bancos centrales de Latinoamérica han estado incrementando sus reservas internacionales (Figura 16). La expansión cuantitativa de la Fed y la nueva política de extender cheques del gobierno norteamericano están provocando un incremento tanto de remesas como de reservas internacionales en terceros países.

Figura 16

Cambio en reservas internacionales netas de los bancos centrales latinoamericanos (enero 2020 a marzo 2021)

Panamá es el puerto seguro de Latinoamérica



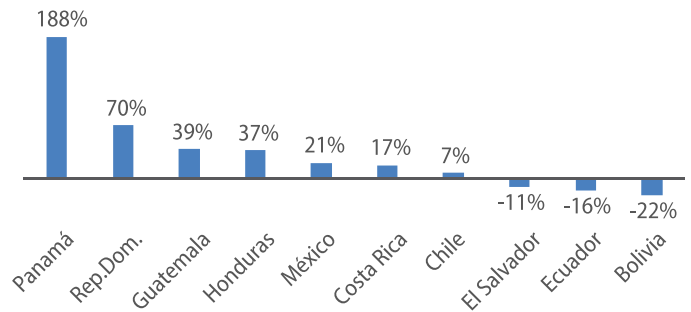
Fuente: Fondo Monetario Internacional

A pesar de la financiación al gobierno y del incremento de las salidas de capitales, el sistema financiero latinoamericano ha incrementado sus activos netos en el exterior con la salvedad de Bolivia, Ecuador y El Salvador.

Figura 17

Sistema financiero latinoamericano mejora su liquidez en 2020

Los bancos e instituciones financieras en casi toda la región han incrementado los activos netos extranjeros de sus carteras de crédito o de inversión

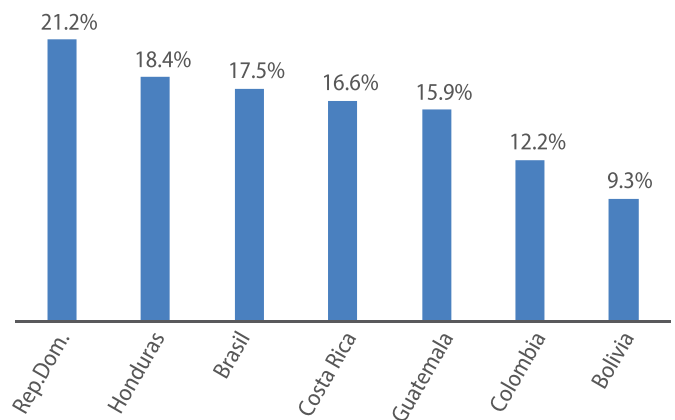


Fuente: Fondo Monetario Internacional

Figura 18

Incremento en el agregado monetario amplio para una selección de países latinoamericanos

La pandemia llevó a un incremento en la oferta monetaria amplia



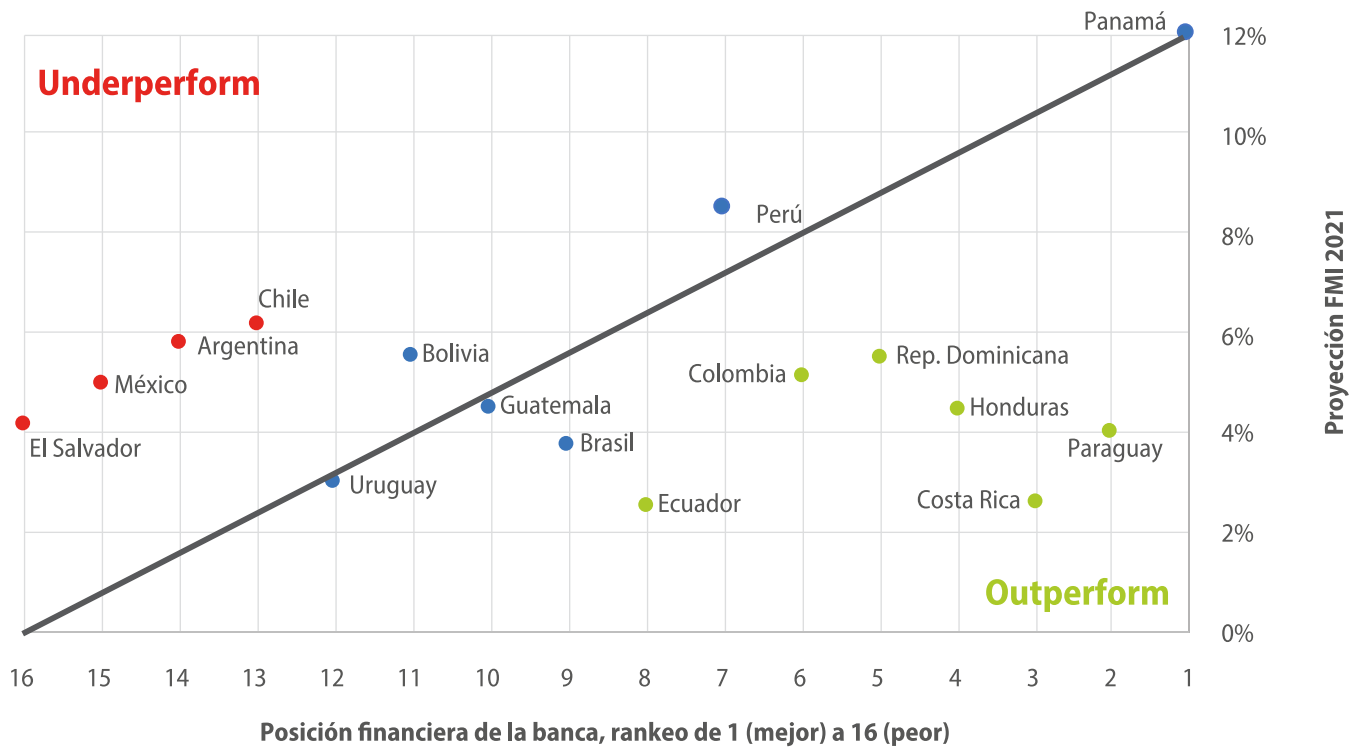
Fuente: Fondo Monetario Internacional

A modo de conclusión, y en base a los indicadores mencionados, presentamos un posicionamiento de cada país latinoamericano según la fragilidad de su sector bancario y financiero (Figura 19). La premisa es que la recuperación económica puede verse afectada por esta misma fragilidad.

Figura 19

Resumen posición financiera de la banca por país (de «sólida» a «frágil»)

La posición financiera de la banca en El Salvador, México, Argentina y Chile parece frágil relativa a la proyección de crecimiento económico por parte de FMI; a la vez, parece resiliente en Paraguay, Costa Rica, Honduras, Rep. Dominicana, Colombia y Ecuador



Fuente: UFM Market Trends

3. Posición financiera de las empresas

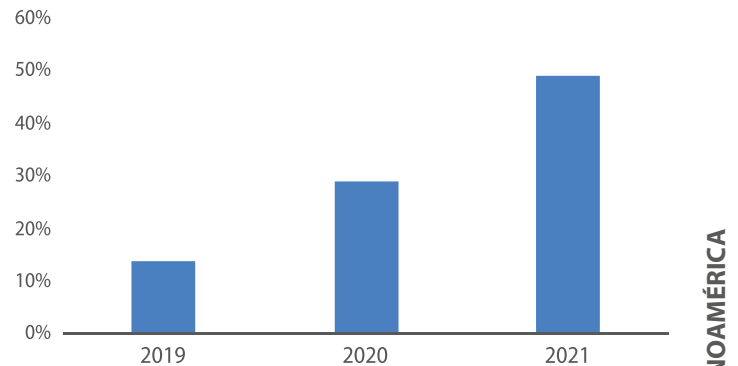
En general, la situación financiera de las empresas latinoamericanas es mucho más precaria que antes de la pandemia. Por ejemplo, en Figura 20, se puede observar que el porcentaje de deuda corporativa en riesgo en Latinoamérica ha subido hasta el 49% del total. Durante la pandemia, este mismo porcentaje llegó a ser de casi el 30% de la deuda corporativa total.

Esta variable puede mejorar (o empeorar) de tres formas: un aumento en la rentabilidad, una reducción de las tasas de interés, o reestructuraciones de empresas sobre-endeudadas.

Figura 20

Porcentaje de deuda corporativa en riesgo en Latinoamérica

Deuda corporativa de empresas con interest coverage ratio menor a 1*.



Fuente: Fondo Monetario Internacional * no incluye deuda corporativa de PYMEs

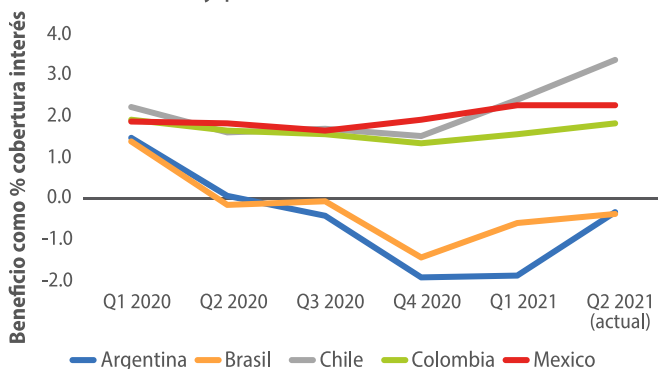
Podemos desglosar la misma ratio (*interest coverage*) por país. Esta ratio se obtiene dividiendo las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT) con el gasto en intereses. Es decir, si una empresa tiene \$1 millón en ganancias antes de intereses, pero gasta \$1 millón en intereses, su *interest coverage* es 1.

Esto es particularmente interesante porque significaría que las empresas, cuando la cobertura de intereses es baja, no pueden soportar un incremento en las tasas de interés. Se ha usado el termino compañías *zombie* para las empresas con una cobertura de intereses menor a 1. Una economía con muchas empresas con una baja cobertura de intereses es muy frágil ante cambios en el costo de capital, por lo cual típicamente son muy frágiles a crisis y reestructuraciones, impidiendo un crecimiento económico sano y sostenible.

En Figura 21, se puede ver que, desde la pandemia, los *interest coverage* ratios de Argentina y Brasil han bajado de ligeramente por encima de 1 a territorio negativo (casi -2), lo cual es una señal de alarma. La causa de esta tendencia son las pérdidas contables que las empresas sufren. En cambio, las ratios en Chile, Colombia y México se recuperaron en el 2021, mientras siguen siendo negativos en Argentina y Brasil hasta la fecha.

Figura 21
Interest coverage ratio para una selección de países latinoamericanos

Las empresas en Argentina y Brasil parecen especialmente frágiles si no logran aumentar la rentabilidad muy pronto



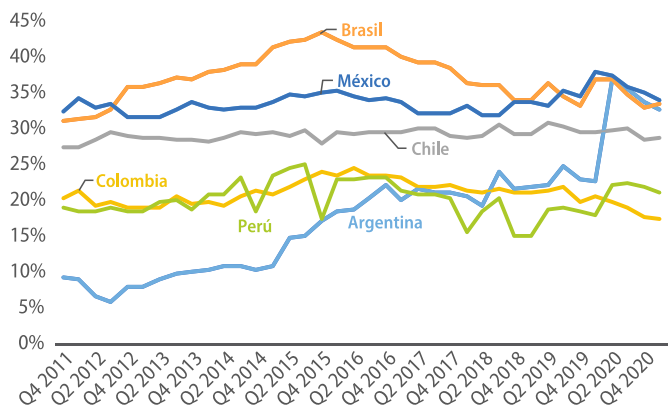
Fuente: cálculos de los autores, datos de Bloomberg, MSCI

Los problemas de deuda se han acumulado a raíz de las tasas de interés históricamente bajas. Sin embargo, las empresas no están igual de apalancadas en todos los países latinoamericanos. En la Figura 22, se muestra la ratio deuda-activos (deuda como porcentaje de los activos) del sector empresarial por cada país.

Figura 22

Deuda corporativa total como porcentaje de activos totales

Las empresas brasileñas, mexicanas y argentinas están más endeudadas que sus pares latinoamericanos



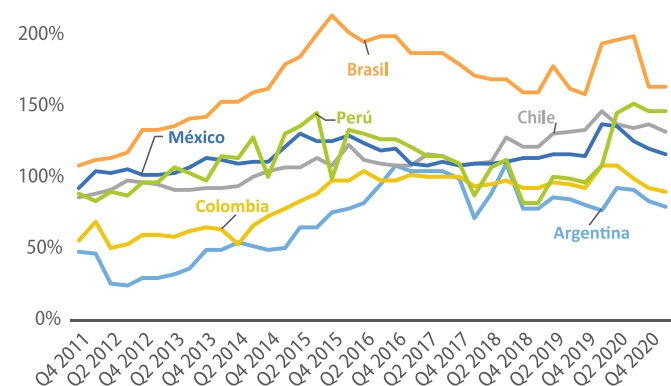
Fuente: Bloomberg, MSCI

Cuando comparamos la deuda corporativa con la situación patrimonial de las empresas en los seis principales países latinoamericanos, podemos apreciar en la Figura 23 que las empresas argentinas y colombianas tienen una mejor posición patrimonial que sus pares.

Sin embargo, uno de los riesgos de estas métricas, tal como la métrica anterior, es que siempre es posible que dentro de los activos totales se incluyen activos intangibles «ficticios» que realmente no deberían ser incluidos en el cálculo de activos totales. Esto requiere cierta precaución al momento de interpretar la data. Además, los datos son de empresas cotizadas en bolsa, por lo cual las empresas pequeñas y medianas podrían comportarse de manera diferente.

Figura 23
Deuda corporativa total como porcentaje de patrimonio total

Las empresas argentinas y colombianas parecen tener una situación patrimonial más sólida



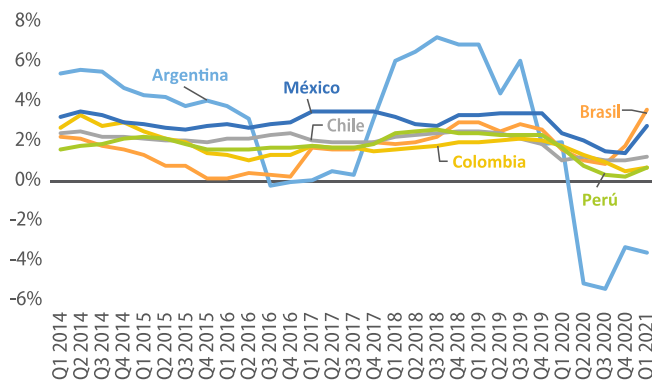
Fuente: Bloomberg, MSCI

Como hemos mencionado anteriormente, se puede reducir el porcentaje de deuda en riesgo en la medida que las empresas logran tener mayores rentabilidades. Sin embargo, en Argentina (de forma más extrema), Perú, Colombia y Chile, las empresas han tenido problemas de rentabilidad desde el inicio de la pandemia, como se puede ver en Figura 24. La rentabilidad media sobre activos ha bajado de aproximadamente 2% a la mitad, 1%, o incluso menos.

En suma, podríamos posicionar a cada país mencionado según la posición financiera de sus empresas (en base a los indicadores utilizados). La premisa es que cuando el sector empresarial sea resiliente, una contundente recuperación económica es más probable. En contraste, cuando las empresas estén en una posición frágil una firme recuperación económica se vuelve menos probable.

Figura 24
Retorno sobre activos (ROA) de empresas

Las empresas argentinas, peruanas y colombianas tienen problemas de rentabilidad, mientras Brasil parece aprovechar el repunte en el precio de petróleo

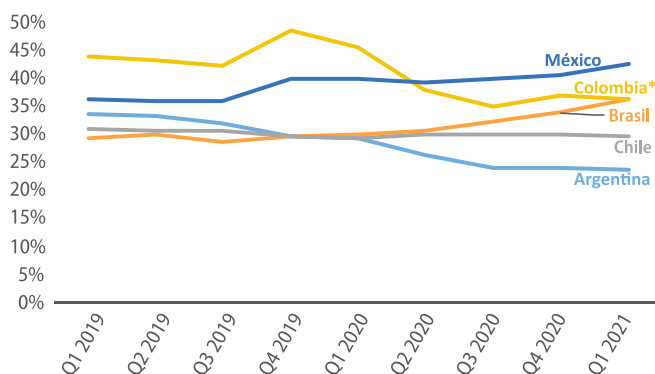


Fuente: Bloomberg, MSCI

Las mismas tendencias se puede observar en el margen bruto de las empresas desde la pandemia, como muestra la Figura 25. Únicamente en Brasil y México, las empresas logran (en promedio) aumentar el margen bruto. En el caso de Brasil la explicación más evidente es el repunte en el precio de petróleo, ya que este sector tiene un peso significativo en el promedio del país.

Figura 25
Margen bruto de empresas por país

El margen bruto en México y Brasil aumenta durante la pandemia, pero en Chile, Colombia y Argentina baja (no contempla PYMEs)



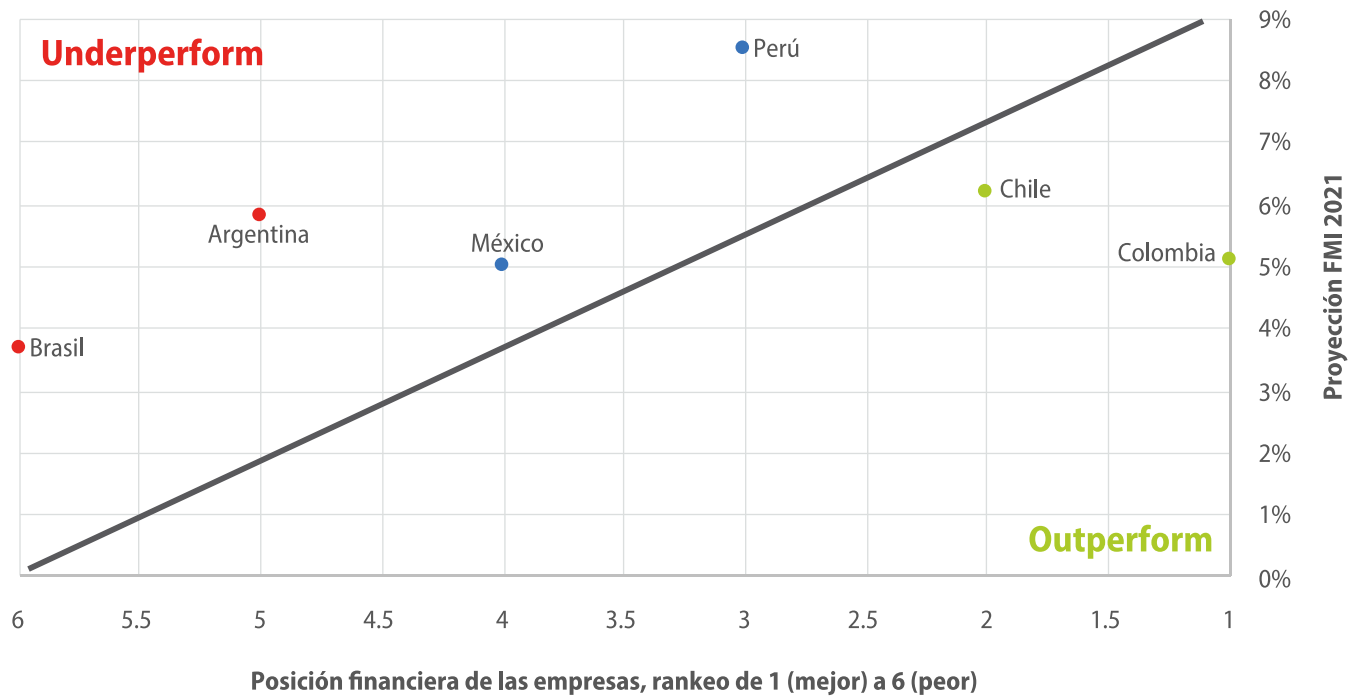
* Margen EBITDA

Fuente: Bloomberg, MSCI

Figura 26

Resumen posición financiera de las empresas por país (de «sólida» a «frágil»)

La posición financiera de las empresas colombianas y chilenas parece sólida y, por lo tanto, la proyección del FMI pesimista; por otro lado, las empresas brasileñas y argentinas parecen frágiles relativas a la proyección del FMI



Fuente: UFM Market Trends

4. Posición financiera de los Gobiernos

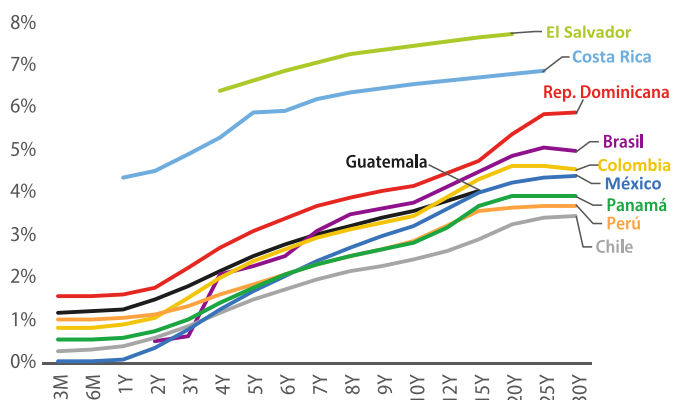
Hasta el momento, ningún país ha caído en una crisis de deuda soberana durante la pandemia. Los países latinoamericanos no son la excepción. Por otro lado, hubo países con sus problemas de deuda pública desde antes la pandemia (por ejemplo, Costa Rica). Las diferencias entre los países latinoamericanos en cuanto a su posición financiera traducen en menores o mayores costo de financiamiento (mayores tasas de interés).

La curva de rendimientos (las tasas de interés a diferentes plazos de la deuda pública de un país) puede ser más informativa que una simple comparación de un interés de referencia. La pendiente de la curva de rendimientos también es importante ya puede anticipar problemas económicos. Sin embargo, como se puede observar en la Figura 27, la curva de rendimientos tiene prácticamente la misma pendiente en todos los países latinoamericanos.

Figura 27

Curvas de rendimiento (3 meses a 30 años) deuda soberana de una selección de países latinoamericanos

Los Gobiernos de El Salvador, Costa Rica, Rep. Dominicana y Brasil enfrentan un costo de financiamiento más elevado que sus pares latinoamericanos

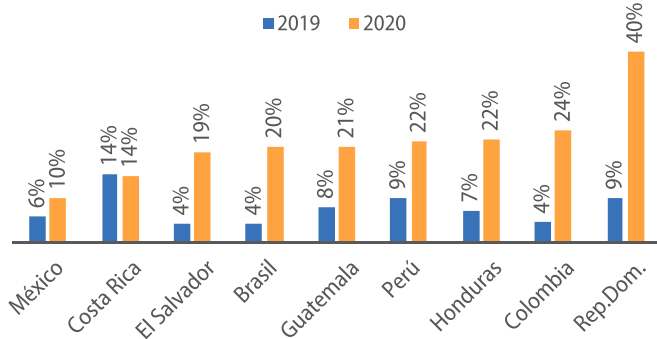


Fuente: Bloomberg

La expansión de deuda pública en el mundo y en Latinoamérica no tiene parangón en la historia reciente. Sólo en 2020 la mayor parte de países incrementaron su deuda pública un 20%, mientras que República Dominicana llegó a incrementar su deuda un 40% en ese lapso temporal.

Figura 28
Crecimiento deuda pública Latinoamérica en 2020

Sólo en un año la mayor parte de países incrementaron más de un 20% deuda pública total

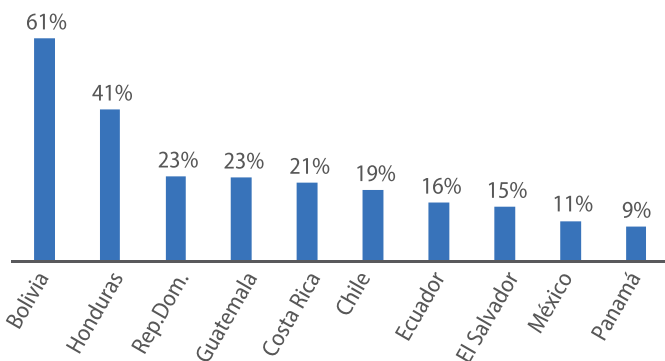


Fuente: Fondo Monetario Internacional

El sistema financiero ha extendido cuantiosa financiación a los gobiernos. Como se puede observar en Figura 29, especialmente en Bolivia y Honduras hubo un incremento en la financiación del Estado por parte del sector financiero. Cuando el sector financiero se encuentra secuestrado por el Estado podría llevar al colapso del propio sector financiero. Por otro lado, si el sector financiero prestara libremente al Gobierno, implica que también puede retirar el financiamiento en cualquier momento, por lo cual el Gobierno se vuelve dependiente del banco central.

Figura 29
Sector financiero incrementa financiación al sector público en 2020

Los bancos latinoamericanos sufrirán si se deterioran las finanzas públicas

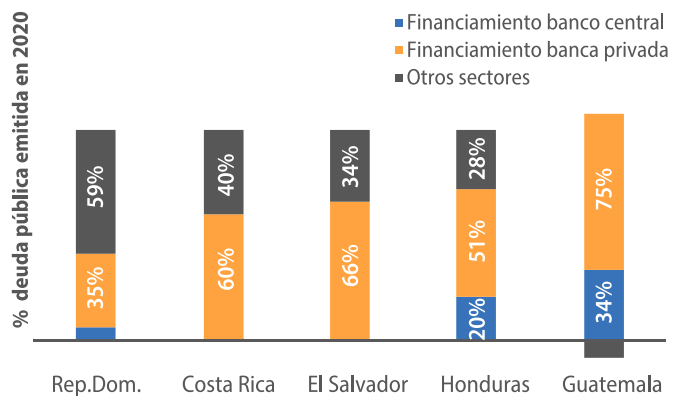


Fuente: Fondo Monetario Internacional

Si analizamos el destino de la deuda pública emitida en 2020, vemos que la misma ha acabado, en la mayor parte de países, en manos del sistema financiero (es decir, se produce una monetización indirecta, por vía de un incremento en depósitos). En algunos países, como Honduras y Guatemala, se utilizó al banco central para comprar parte de la deuda pública (Figura 30). En República Dominicana el principal receptor de la deuda pública han sido otros sectores (como el sector privado no financiero y extranjeros).

Figura 30
Mecanismo financiación deuda pública emitida en 2020

Guatemala y Honduras son los países que más abusan del mecanismo monetario para acomodar el incremento de deuda pública



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional

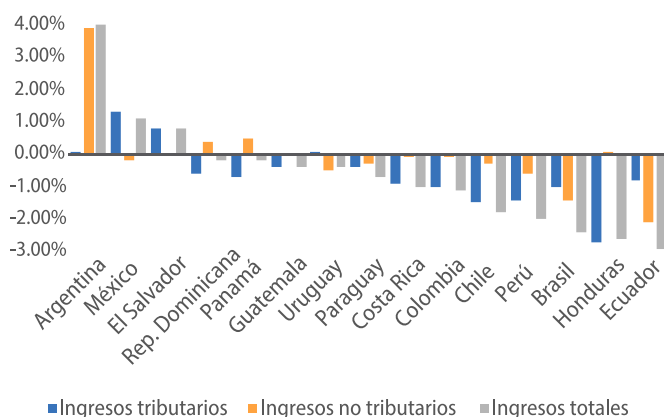
La fuente de financiamiento más importante para un Estado es la recaudación fiscal (ingresos tributarios) y los ingresos no tributarios (dividendos de empresas estatales, *royalties*, etcétera).

En Figura 31, se puede ver que, a pesar de la caída en el producto interno bruto (PIB), los ingresos estatales totales de Argentina subieron un 4%. Sólo en El Salvador y México subió el ingreso estatal durante el año de la pandemia, 2020. En la mayoría de los países latinoamericanos, la recaudación fiscal dejó un agujero grande en el presupuesto nacional. Los países más afectados (caída más fuerte en ingresos fiscales) han sido Ecuador, Honduras, Brasil, Perú y Chile, especialmente cuando se considera que en algunos países los ingresos fiscales aumentaban casi un diez por ciento al año en el periodo pre-pandemia.

Figura 31

Variación en los ingresos totales del gobierno central (tributarios y no tributarios) de 2020 en comparación a 2019 (en puntos porcentuales del PIB)

Fuertes agujeros en los presupuestos públicos de Ecuador, Honduras, Brasil, Perú y Chile por la golpeada recaudación fiscal



Fuente: CEPAL

Para ver que tan sensibles son los ingresos estatales a cambios en el PIB del país, se ha hecho un análisis de sensibilidad para ver cuanto caen los ingresos tributarios y no tributarios por cada punto porcentual que caiga el PIB. Los países más frágiles a un crecimiento económico menor que el proyectado sufrirán unas finanzas publicas menos sostenibles que países que muestran una menor sensibilidad.

En Tabla 2, se puede ver que los gobiernos más frágiles antes escenarios económicos menos optimistas son Honduras, Paraguay, Chile, y Brasil. En cambio, países como México, El Salvador, Uruguay, Argentina y Rep. Dominicana tienen ingresos fiscales menos sensibles ante cambios imprevistos en el crecimiento económico.

Tabla 2

Sensibilidad de los ingresos tributarios e ingresos totales del Gobierno ante caídas en el producto interno bruto (PIB)

Los Gobiernos de Honduras, Paraguay, Chile y Brasil tienen mucho por perder en caso de que la recuperación económica no va acorde a los pronósticos del FMI

País	Variación PIB (precios constantes)	Sensibilidad (ingresos tributarios)	Sensibilidad (ingresos totales)
Honduras	-8.0%	-0.34	-0.33
Paraguay	-1.6%	-0.25	-0.44
Chile	-6.0%	-0.25	-0.30
Brasil	-5.3%	-0.19	-0.45
Costa Rica	-4.8%	-0.19	-0.21
Guatemala	-2.5%	-0.16	-0.16
Colombia	-7.0%	-0.14	-0.16
Perú	-12.9%	-0.11	-0.16
Rep. Dominicana	-6.0%	-0.10	-0.03
Ecuador	-9.0%	-0.09	-0.32
Panamá	-11.0%	-0.06	-0.02
Argentina	-9.9%	0.01	0.40
Uruguay	-4.5%	0.02	-0.09
El Salvador	-8.6%	0.09	0.09
México	-8.5%	0.15	0.13

Fuente: cálculos de los autores y datos de la CEPAL

La entrada de remesas contribuyó de forma importante a la liquidez de los hogares recipientes. En varios países, las remesas sirvieron como salvavidas durante los encierros decretados por Covid19. Ya que los encierros completos como en el 2020 son improbables en el corto plazo, la relevancia de tener una fuerte entrada de remesas puede volverse otra: es una opción fácil, con una base imponible relativamente inelástica, para incrementar la recaudación fiscal en el muy corto plazo si fuese necesario. Esto es importante a la hora de evaluar la resiliencia de las finanzas públicas de un país.

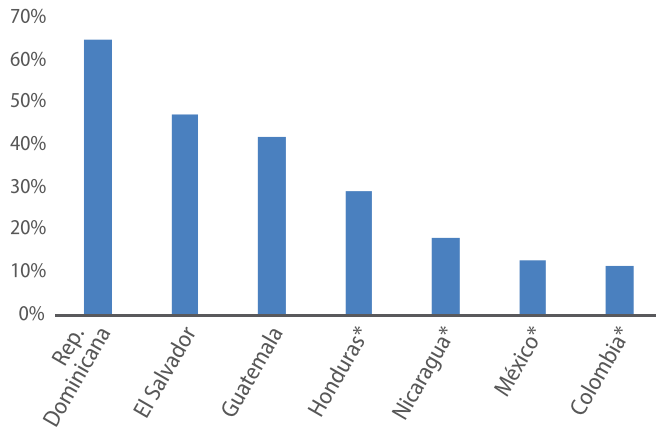
Sin embargo, el fuerte incremento en remesas observado en varios países latinoamericanos viene a raíz de los programas de estímulo de los EEUU. Jamás en la historia las transferencias del gobierno han tenido tanto peso en los ingresos personales de los estadounidenses. El gran interrogante que genera esta afirmación es que cuando los cheques del gobierno lleguen a un fin, ¿qué pasará con las remesas en estos países?

En Figura 32, se observa el incremento de remesas por país del comienzo de 2020 comparado al mismo periodo en 2021: en México y Colombia el incremento ha sido más tímido. Sin embargo, típicamente cuando Estados Unidos entra en crisis, las remesas suelen sufrir por el desempleo asociado a esta.

Figura 32

Incremento de remesas por país (enero-abril 2021 versus enero-abril 2020)

República Dominicana y los países centroamericanos han experimentado grandes incrementos en las remesas



* Enero-marzo 2021 versus enero-marzo 2020

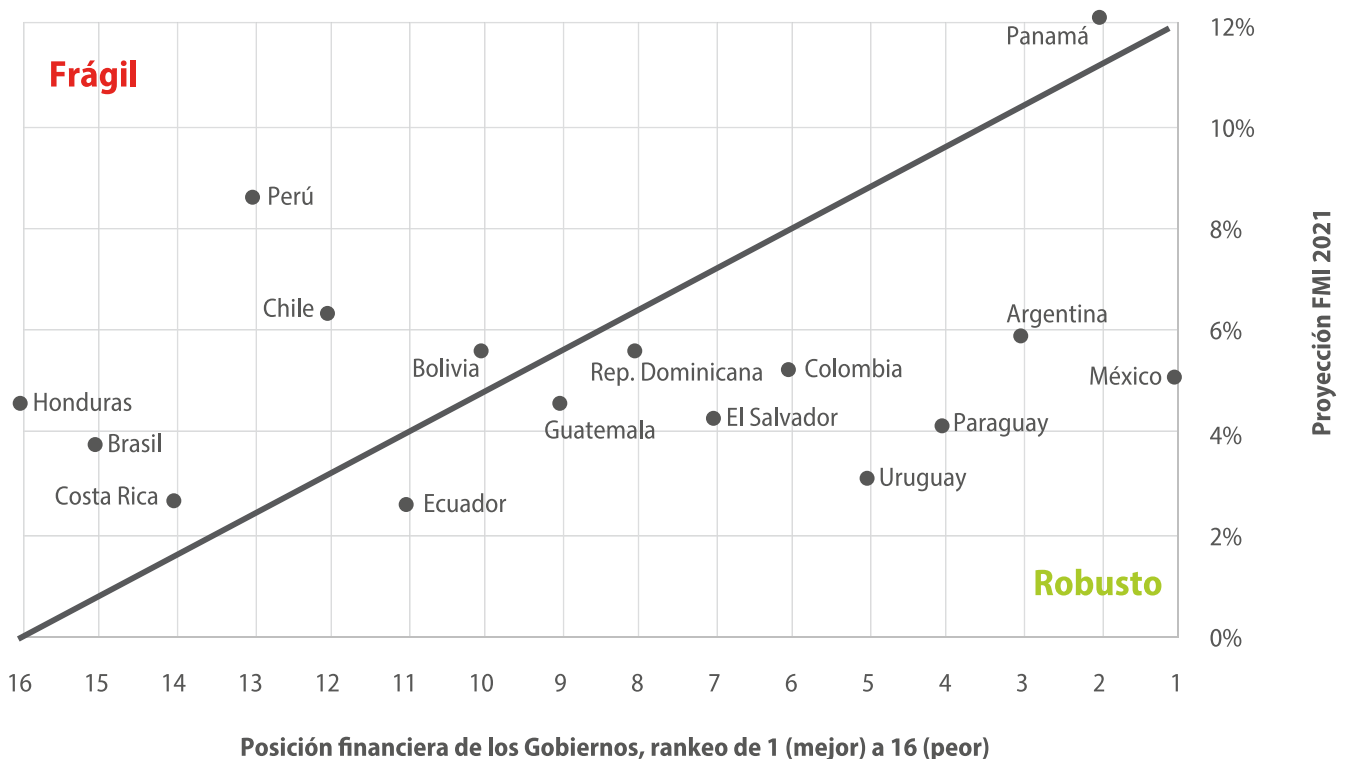
Fuente: Banco central o instituto de estadística de cada país

En conclusión, la recuperación económica, especialmente del 2022 en adelante puede sufrir a raíz de una posición financiera frágil por parte de un gobierno. Las finanzas públicas pueden convertirse en una amenaza al regreso a la “normalidad” económica (trayectoria de crecimiento económico prepandemia). Se resume la posición financiera de los Gobiernos latinoamericanos en el siguiente cuadro (Figura 33), relativa a la proyección del FMI.

Figura 33

Resumen posición financiera de los Gobiernos por país (de «sólida» a «frágil»)

La posición financiera de los Gobiernos de Brasil, Honduras, Costa Rica, Perú y en menor medida Chile y Ecuador parece ser frágil y, por lo tanto, podría amenazar la recuperación económica de estos países en el futuro



Fuente: UFM Market Trends

UFM MARKET  TRENDS

www.trends.ufm.edu