



FINANZAS Y DESARROLLO

JUNIO DE 2021

COVID-19: ¿De vuelta a 2013? Pág. 24

Semblanza de Rohini Pande Pág. 34

Ciudadanía en venta Pág. 50



# ¿Cómo moverán las piezas los mercados emergentes?

# Índice



A medida que se recuperen de la pandemia, los mercados emergentes tienen que recobrar la solidez económica que lograron a base de mucho esfuerzo

## ¿CÓMO MOVERÁN LAS PIEZAS LOS MERCADOS EMERGENTES?

- 4 Lejos todavía**  
Los mercados emergentes deben encontrar el punto de equilibrio entre derrotar la pandemia, normalizar las políticas y reconstruir sus economías  
*Rupa Duttgupta y Ceyla Pazarbasioglu*
- 10 ¿Está aún emergiendo el mundo emergente?**  
Dos decenios más tarde, la promesa de los BRIC persiste  
*Jim O'Neill*
- 12 Final del trayecto**  
El próximo superciclo del precio del petróleo quizá sea el último  
*Rabah Arezki y Per Magnus Nysveen*
- 16 Influencia mundial, fragilidad interna**  
La prosperidad a largo plazo de China dependerá primordialmente de poder superar los retos internos  
*David Dollar, Yiping Huang y Yang Yao*
- 20 Desigualdad en tiempos de la COVID-19**  
Todos los indicadores no son iguales a la hora de evaluar el efecto desigual de la pandemia  
*Francisco H. G. Ferreira*
- 24 COVID-19 ¿De vuelta a 2013?**  
La orientación de la Reserva Federal tras la pandemia expondrá vulnerabilidades en los mercados emergentes con una gran deuda externa privada  
*Şebnem Kalemli-Özcan*
- 28 Mercados emergentes en cambio constante**  
Mahmood Pradhan conversa con Richard House y David Lubin sobre las perspectivas para este grupo de países
- 31 Avalancha de vídeos en continuo**  
La emisión de vídeos en continuo (*streaming*) ofrece a los mercados emergentes un canal para distribuir contenidos a escala nacional e internacional  
*Adam Behsudi*



## TAMBIÉN EN ESTE NÚMERO

### 40 Unión monetaria

Una unión monetaria que abarque todos los países de África Occidental promete beneficios, pero enfrenta numerosos obstáculos

*Eswar Prasad y Vera Songwe*

### 44 Interés en la desigualdad

Los bancos centrales deben mejorar la comunicación de los efectos distributivos de la política monetaria

*Nina Budina, Chiara Fratto, Deniz Igan y Hélène Poirson*

### 50 Ciudadanía en venta

Los programas que ofrecen pasaportes a cambio de inversiones plantean riesgos para la integridad financiera que deben controlarse.

*Francisca Fernando, Jonathan Pampolina y Robin Sykes*

### 53 Lo que nos debemos unos a otros

Necesitamos un nuevo contrato social que se adapte al siglo XXI

*Minouche Shafik*

### 58 El gasto militar en la era pospandemia

Los esfuerzos de los países por lograr un mundo más pacífico podrían tener un efecto económico positivo

*Benedict Clements, Sanjeev Gupta y Saida Khamidova*



## SECCIONES

### 34 *Gente del mundo de la economía* Una innovadora inclusiva

*Peter J. Walker* traza una semblanza de **Rohini Pande**, cuya labor se concentra en cómo hacer que la vida sea más equitativa mejorando las instituciones

### 38 *En las trincheras* Primero la gente

El ministro de Hacienda de Sudáfrica de mayor trayectoria en el cargo, **Trevor Manuel**, reflexiona sobre la década perdida del país y cómo financiar la respuesta de África a la COVID-19

### 48 *Vuelta a lo esencial*

#### Riesgo y rendimiento: La búsqueda de rentabilidad

Las bajas tasas de rentabilidad tiente a los inversionistas a asumir riesgos, que pueden causar inestabilidad económica y financiera

*Jay Surti*

### 56 *Bajo la lupa*

#### El dilema del empleo

Para poder crear suficientes empleos en las economías de mercados emergentes será preciso un fuerte impulso al crecimiento económico

### 63 *Críticas de libros*

*The Spirit of Green: The Economics of Collisions and Contagions in a Crowded World*, William D. Nordhaus

*Rebellion, Rascals, and Revenue: Tax Follies and Wisdom through the Ages*, Michael Keen y Joel Slemrod

*The Profit Paradox: How Thriving Firms Threaten the Future of Work*, Jan Eeckhout





## La siguiente jugada

**EN ESTE NÚMERO EXAMINAMOS** qué le depara el futuro a los mercados emergentes, como se suele denominar a las economías que están en el medio, es decir, que no son ni avanzadas ni de bajo ingreso. Dada su creciente importancia sistémica, estos países ayudan a anclar la estabilidad mundial. Pero si ahondamos y definimos sus características, observamos un grupo variopinto de economías de diverso tamaño, con distintas tasas de crecimiento y con diferentes perspectivas, prioridades y retos por delante.

Algunas, como China, han logrado superar rápidamente las actuales crisis. Otras quizá deban luchar por años con las secuelas de la pandemia.

En medio de una recuperación a diferentes ritmos —inclusive dentro de los países y entre sectores, edades, géneros y niveles de cualificación—, en este número analizamos varios aspectos multidisciplinarios de los mercados emergentes. Rupa Duttagupta y Ceyla Pazarbasioglu, del FMI, hacen un balance centrado en la deuda, las disyuntivas de política económica y los aspectos que revisten prioridad para lograr un crecimiento más vigoroso. Dos inversionistas destacados, Richard House y David Lubin, analizan la evolución de los activos de los mercados emergentes durante la pandemia y explican por qué es poco probable que sufran crisis sistémicas como en las décadas de 1980 y 1990. Şebnem Kalemli-Özcan, en cambio, señala que el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos hace más probable una mayor turbulencia. Francisco Ferreira demuestra que el efecto de la pandemia en la desigualdad se manifiesta de formas inesperadas, dependiendo de cómo se mida. Y 20 años después de acuñar el término “BRIC”, Jim O’Neill reexamina las suertes divergentes de Brasil, Rusia, India y China.

Es cierto que esta crisis dejará cicatrices, pero no sería justo centrarse solo en los presagios de adversidad. Los mercados emergentes no solo tienen la oportunidad de recobrar el progreso económico que habían logrado a base de mucho esfuerzo; también pueden avanzar mucho más que antes de la pandemia. Para esto se necesitarán políticas y estrategias económicas bien calibradas que mejoren el acceso a la salud y la educación, que faciliten la reinserción de los trabajadores desplazados y que fomenten la inversión pública en proyectos verdes e infraestructura digital. El objetivo es forjar economías más inclusivas que beneficien a todos, garantizando a la vez la estabilidad macroeconómica.

Como en una partida de ajedrez, cada jugada de los líderes y las autoridades tiene consecuencias. Meditemos bien todas las jugadas. **FD**

**GITA BHATT**, Directora editorial



### EN LA PORTADA

En la portada de la edición de junio, Daniel García Art ilustra en un tablero de ajedrez la lucha de los mercados emergentes contra la COVID-19, la turbulencia del mercado y el fantasma del endeudamiento creciente. Así como los peones pueden “ascender” mediante jugadas correctas, estos países pueden superar los retos con políticas acertadas.



**FINANZAS & DESARROLLO**  
Una publicación trimestral del  
Fondo Monetario Internacional

**DIRECTORA EDITORIAL:**

Gita Bhatt

**JEFA DE REDACCIÓN:**

Maureen Burke

**REDACTORES PRINCIPALES:**

Andreas Adriano  
Analisa Bala  
Adam Behsudi  
Peter Walker

**EDITOR DIGITAL:**

Rahim Kanani

**EDITORA EN LÍNEA:**

Lijun Li

**JEFA DE PRODUCCIÓN:**

Melinda Weir

**CORRECTORA DE PRUEBAS:**

Lucy Morales

**ASESORES DE REDACCIÓN:**

Bernardin Akitoby	Mame Astou Diouf
Celine Allard	Rupa Duttagupta
Steven Barnett	Deniz Igan
Nicoletta Batini	Christian Mumssen
Helge Berger	İnci Ötker
Paul Cashin	Catrina Purfield
Martin Čihák	Mahvash Qureshi
Alfredo Cuevas	Uma Ramakrishnan
Era Dabla-Norris	

**EDICIÓN EN ESPAÑOL:**

Servicios Lingüísticos del FMI

**COORDINADA POR:**

Adriana Russo  
Virginia Masoller

© 2021 Fondo Monetario Internacional. Todos los derechos reservados. Si desea reproducir cualquier contenido de *F&D*, sírvase enviar en línea una solicitud de autorización, que puede encontrar en [www.imf.org/external/terms.htm](http://www.imf.org/external/terms.htm) o envíe su solicitud por correo electrónico a [copyright@imf.org](mailto:copyright@imf.org). Las solicitudes de autorización para reproducir artículos con fines comerciales también pueden tramitarse en línea a través del Copyright Clearance Center ([www.copyright.com](http://www.copyright.com)) a cargo nominal.

Las opiniones expresadas en esta publicación son las de los autores indicados y no reflejan necesariamente la política del FMI.

Suscripciones, cambios de domicilio y consultas sobre publicidad:

IMF Publication Services  
Finanzas & Desarrollo  
PO Box 92780  
Washington, DC 20090, EE.UU.  
Teléfono: (202) 623-7430  
Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

Postmaster: send changes of address to *Finance & Development*, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC 20090, USA. The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.

*Finance & Development* is published quarterly by the International Monetary Fund, 700 19th Street NW, Washington, DC 20431, in English, Arabic, Chinese, French, Russian, and Spanish. English edition ISSN 0145-1707



**FONDO MONETARIO INTERNACIONAL**

**FSC FPO**



# Revista IMF ECONOMIC REVIEW

La revista oficial de estudios del FMI

Estudios de alta calidad y contrastados  
sobre la macroeconomía de las economías abiertas  
y disciplinas afines



- Artículos de destacados expertos, como Paul Krugman, Olivier Blanchard, Viral Acharya, Hyun-Song Shin, Stanley Fischer y otros
- Influencia en autoridades y representantes del sector académico a escala mundial
- Análisis de las cuestiones económicas más importantes de nuestros tiempos

Para obtener fragmentos gratis de muestra, información sobre suscripciones  
y directrices para autores, visite [www.palgrave.com/journal/41308](http://www.palgrave.com/journal/41308)

ISSN: 2041-4161; EISSN: 2041-417X

Factor de impacto de cinco años: 2,658

# LEJOS todavía

Los mercados emergentes deben encontrar el punto de equilibrio entre derrotar la pandemia, normalizar las políticas y reconstruir sus economías

Rupa Dutttagupta y Ceyla Pazarbasioglu



**A**l entrar en el segundo año de la pandemia de COVID-19, están aumentando las inquietudes acerca de la evolución de los mercados emergentes. Estos hasta ahora han respondido con agilidad a las consecuencias económicas de la pandemia, ofreciendo programas de rescate sin precedentes a los sectores y hogares más afectados. Tras un breve período de tensión financiera en marzo de 2020, la mayoría de los mercados emergentes pudieron retornar a los mercados financieros internacionales y emitir nueva deuda para cubrir sus necesidades financieras. Pero en una recuperación mundial en la que unos países se recuperan más pronto que otros y con gran incertidumbre acerca de la pandemia, es probable que la volatilidad en el mercado sea mayor. Esto pondrá a prueba la capacidad de las autoridades de los mercados emergentes para hacer frente a cambios y disyuntivas, y lograr una recuperación duradera.

Los mercados emergentes son muy diversos y es difícil meter a todos en un mismo saco. No existe una definición formal de mercados emergentes, pero para identificarlos se suele recurrir a características como el acceso sostenido al mercado, su cercanía al nivel medio de ingresos y su relevancia económica a escala mundial (recuadro). Pero aun así, estas economías son disímiles, y la distinción entre mercados emergentes y otras economías en desarrollo también es vaga.

Los mercados emergentes han logrado afianzar mucho sus políticas macroeconómicas desde comienzos de siglo, y gracias a eso sus ingresos per cápita han aumentado en más del doble, en promedio. Las políticas monetarias en 65% de los países identificados como mercados emergentes están encuadradas en regímenes de metas de inflación, y la inflación ha disminuido y se ha estabilizado en la mayoría de ellos. En varios, las finanzas públicas están sometidas a reglas fiscales. Muchos emprendieron importantes reformas del sector bancario tras las crisis de la década de 1990. Los avances se vieron entorpecidos, pero no descarrilados, por la crisis financiera mundial en 2008–09.

### **Sólido historial económico**

El buen historial económico ayudó a las autoridades de los mercados emergentes a adoptar medidas enérgicas durante la pandemia sin minar la confianza del mercado. Las medidas de alivio económico incluyeron aumentos del gasto público, apoyo de liquidez para empresas y bancos, liberación de reservas de capital de los bancos para apuntalar el crédito y programas de compra de activos por parte de bancos centrales para estabilizar los mercados internos. La baja inflación interna y el



relajamiento monetario en las economías avanzadas también crearon margen para que los bancos centrales de los mercados emergentes recortaran sustancialmente las tasas de interés de política monetaria. Tras el inicio de la pandemia, en la mayoría de los mercados emergentes los hogares empezaron a ahorrar más. Buena parte del ahorro interno se destinó al financiamiento público, reduciendo así la necesidad de endeudamiento externo, lo cual, combinado con la menor inversión privada, moderó los déficits en cuenta corriente.

No obstante, algunas medidas —como el financiamiento monetario directo de los déficits presupuestarios o el congelamiento temporal del reembolso de los préstamos— acarrean nuevos riesgos. Las autoridades las defendieron como herramientas temporales para aliviar enormes tensiones en toda la economía. Los mayores déficits fiscales también han agravado las ya abultadas deudas soberanas en algunos países. En otros, el fuerte endeudamiento de las empresas, incluidas algunas estatales, y las exposiciones cambiarias desprotegidas en la deuda empresarial, implican riesgos fiscales contingentes que se materializarían si las empresas atravesaran dificultades. La mayor proporción de deuda pública en manos de bancos internos también hace más estrecho el vínculo entre la solidez del gobierno y la del sistema financiero.

Estamos lejos todavía de que la pandemia llegue a su fin, así que aún no es posible determinar qué medidas han dado resultado. La actividad económica se contrajo abruptamente en la mayoría de los mercados emergentes en 2020. Pero las estimaciones presentadas en *Perspectivas de la economía mundial* del FMI de abril de 2021 indican que, de no haberse adoptado medidas de política a escala mundial —incluidas las economías avanzadas y los mercados emergentes— la contracción del PIB mundial habría sido tres veces peor.

## Respuestas divergentes

La divergencia de las recuperaciones en los mercados emergentes se debe a diferencias en cuanto a la situación económica y las respuestas de política. Los países que lograron contener el virus o inocular a su población (como China y Emiratos Árabes Unidos) están recuperándose más pronto. Los que cuentan con amplias reservas fiscales, acceso al mercado, o ambas cosas, pudieron proporcionar más apoyo fiscal (como Filipinas y Polonia). La credibilidad de los bancos centrales permitió a algunos recortar a un mínimo las tasas de política monetaria y adoptar políticas monetarias no convencionales sin generar mayores presiones cambiarias (Fratto *et al.*, 2021). Los mercados emergentes con desequilibrios macroeconómicos o una fuerte carga de deuda siguen enfrentándose a situaciones graves que los obligan a elegir entre apoyar la recuperación o reducir los desequilibrios (Argentina, Egipto y Turquía, por ejemplo).

El camino por recorrer podría ser algo más accidentado. Ante las amenazas de nuevas variantes de COVID-19, los países tendrán que sopesar numerosas disyuntivas, entre seguir realizando esfuerzos para frenar la propagación del virus —algo que probablemente implicará mantener las ayudas económicas a hogares y empresas— o normalizar las políticas y reconstruir la resiliencia económica. Conseguir las vacunas adecuadas es solo un primer paso. Gestionar la volatilidad de los mercados financieros en medio del aumento de las tasas a largo plazo en Estados Unidos es algo que requiere destreza, sobre todo en los países con ingentes necesidades de financiamiento externo. El respaldo político y social será clave para ejecutar las reformas estructurales. Son varios los ámbitos en los que se necesitan medidas de política, pero las prioridades variarán de un país a otro.

**Focalizar el apoyo al sector empresarial:** A medida que se controle la crisis sanitaria, los países tienen que empezar a sustituir las medidas generales de apoyo de emergencia con ayuda focalizada a las empresas viables, y luego dejar que el sector privado tome las riendas del crecimiento. El ritmo de esta transición dependerá del vínculo entre el crecimiento y el empleo en el sector empresarial, y de si el país es capaz de mantener el apoyo a las empresas viables durante el tiempo suficiente para que puedan superar las dificultades provocadas por la pandemia. La eficiencia del proceso dependerá de la solidez de las instituciones del mercado laboral, las redes de protección, la supervisión del sistema bancario y los procedimientos de insolvencia para reasignar fluidamente los recursos. Como se indica en el Informe sobre la estabilidad financiera mundial del FMI de abril de 2021, no será fácil distinguir entre la liquidez y la solvencia de las empresas. Algunas empresas de los mercados emergentes ya tenían deudas elevadas al inicio de la crisis, y hay que evaluar mejor cómo repercuten las dificultades empresariales en toda la economía.

Las economías avanzadas enfrentan desafíos similares, pero las disyuntivas tenderán a ser más difíciles para los mercados emergentes dado que sus presupuestos están más restringidos. Además, en los mercados emergentes los regímenes para abordar las quiebras empresariales tienden a presentar deficiencias. Por lo tanto, las intervenciones de política económica han de diseñarse de modo que reduzcan tanto los riesgos de liquidaciones excesivas que generan olas de quiebras como los riesgos de que surjan empresas zombis capaces de operar con apoyo crediticio excesivo pero no de invertir en nueva actividad (Pazarbasioglu y García Mora 2020). La experiencia (como en Polonia en 1992, México en 1994, muchos países del sudeste asiático en 1997–98 y Turquía en 2001) indica que las estrategias eficaces incluyen evaluaciones oportunas de la calidad de los activos y una combinación de soluciones extrajudiciales, alivio de la deuda y disposición de activos improductivos (Araujo *et al.*, de próxima publicación).

## ¿Qué es un mercado emergente?

No hay una definición oficial de mercado emergente. En el informe *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, 39 economías están clasificadas como “avanzadas” en función de factores como ingreso per cápita alto, exportaciones de bienes y servicios diversificados y mayor integración en el sistema financiero mundial. El resto de los países están clasificados como “economías de mercados emergentes y en desarrollo”. De estas, 40 son consideradas economías de “mercados emergentes y de ingreso mediano” en el *Monitor Fiscal* del FMI, en función de sus mayores ingresos.

El nivel de ingreso no es lo único que distingue a un mercado emergente. La mayoría son economías estables y con sólido crecimiento sostenido, capaces de producir bienes de mayor valor agregado, y más parecidas a las economías avanzadas no solo en cuanto a ingreso sino también en cuanto a participación en el comercio mundial e integración en el mercado financiero. Para identificar un mercado emergente consideramos los siguientes factores:

- Presencia sistémica: El tamaño de la economía del país (PIB nominal), su población y la proporción de sus exportaciones en el comercio mundial
- Acceso al mercado: La deuda externa de un país como proporción de la deuda externa mundial, y si forma parte de los índices mundiales usados por los grandes inversionistas institucionales internacionales, y la frecuencia y las cantidades de las emisiones de bonos internacionales
- Nivel de ingreso: El PIB per cápita de un país en dólares de EE.UU. nominales

Derivamos una calificación para cada economía no considerada avanzada, usando cinco variables ponderadas:

- $0,40 \times \text{PIB nominal} +$
- $0,15 \times \text{población} +$
- $0,15 \times \text{PIB per cápita} +$
- $0,15 \times \text{proporción del comercio mundial} +$
- $0,15 \times \text{proporción de la deuda externa mundial}$

Si un país está dentro de las 20 primeras posiciones en 2010–20, recibe un puntaje de 1 para esa variable; de lo contrario se le asigna cero. La calificación final es la suma ponderada de las calificaciones individuales. Este método sitúa a los siguientes países en el grupo de mercados emergentes, en orden alfabético: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Se excluyeron dos países: Nigeria, debido a su clasificación como país de bajo ingreso (con acceso a financiamiento del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza del FMI) durante el período considerado en la muestra (2010–20), y Qatar porque tiene una población de menos de 5 millones.

Estos 20 países de mercados emergentes representan 34% del PIB nominal mundial en dólares de EE.UU., y 46% en términos de paridad del poder adquisitivo. Estos países también figuran en los índices que suelen usarse para los mercados emergentes, como los de J.P. Morgan, Morgan Stanley Capital International y Bloomberg.

**FRANCISCO ARIZALA** es Economista y **DI YANG** es Analista de investigaciones en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Como en los mercados emergentes el financiamiento bancario es más común que el financiamiento de mercado, las dificultades empresariales podrían afectar la estabilidad financiera si los bancos tienen que reconocer más pérdidas crediticias después de la pandemia. En aras de la transparencia, quizá en ciertos casos sea necesario evaluar la calidad de los activos de los bancos. El aumento del financiamiento de la banca paralela, o no bancario, para las empresas y hogares en algunos mercados emergentes también entraña riesgos porque el sector no bancario en su mayor parte no está regulado. De ahí que las prioridades a más largo plazo consistan en diseñar regímenes de insolvencia y resolución de deudas más sólidos y en desarrollar las denominadas herramientas macrofinancieras para vigilar los riesgos para toda la economía emanados del sector financiero no bancario.

**Generar un crecimiento equilibrado y sostenible y con abundante empleo:** Aparte de la recuperación inmediata, un paso vital hacia la salud económica a largo plazo es elevar la productividad y atenuar los secuelas más duraderas de la crisis en la inversión, el empleo, el capital humano (por los retrasos de aprendizaje) y la solidez del

sistema financiero. Las reformas estructurales pueden tener un impacto importante en el crecimiento a largo plazo si se diseñan y secuencian adecuadamente (Duval y Furceri, 2019). Estas son algunas de las prioridades:

- Adoptar reformas orientadas al mercado, incluso en empresas estatales (como las de China, India y México).
- Reforzar las redes de protección social (por ejemplo, en Chile y China).
- Subsancar las deficiencias en infraestructura (por ejemplo, en Filipinas e Indonesia).
- Reformar las pensiones, el mercado de productos, el mercado laboral y la gestión de gobierno en muchos países.

Para que la sociedad respalde reformas difíciles también es esencial comunicar con claridad la intención de las políticas, y adoptar medidas para proteger a los vulnerables.

Asimismo, es el momento de construir en los mercados emergentes economías más robustas que las de antes de la pandemia, tomando medidas para

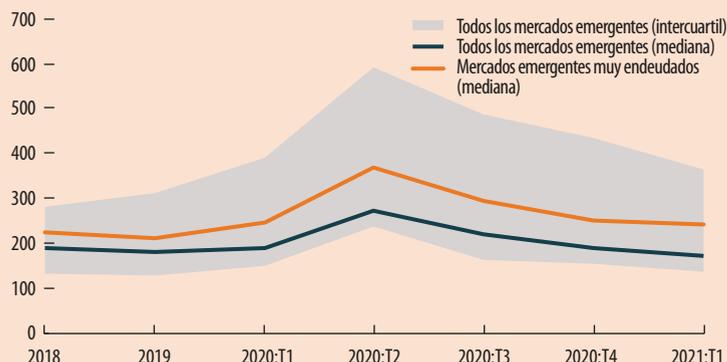


Gráfico 1

### Diferenciales de índices de bonos mundiales de mercados emergentes

Los inversionistas suelen diferenciar la deuda de los mercados emergentes.

(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg Finance L.P.

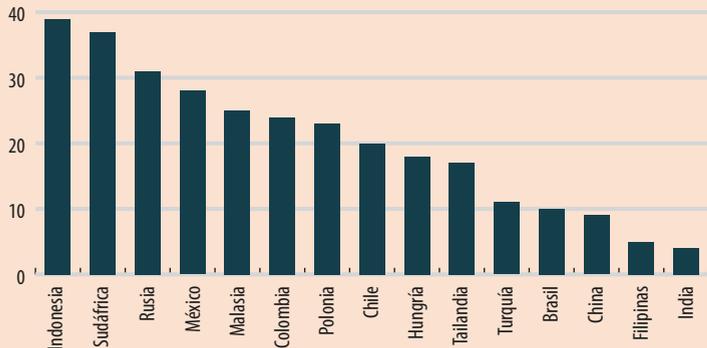
**Nota:** Se excluyen de la muestra Irán y Tailandia por motivos de disponibilidad de datos. Faltan datos del índice de bonos mundiales de mercados emergentes correspondientes a Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos en 2018. Los mercados emergentes muy endeudados se definen como economías en las que la deuda bruta se sitúa por encima de la mediana.

Gráfico 2

### Propietarios de la deuda

La gran proporción de deuda interna en poder de extranjeros significa que el mercado financiero interno es una fuente clave de transmisión de shocks financieros externos.

(tenencias de deuda en moneda local por parte de no residentes como porcentaje de la deuda en moneda local total, 2019)



Fuente: Arslanalp, S., y T. Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt". Documento de trabajo del FMI 14/29.

mejorar y hacer más igualitario el acceso a la salud y educación, fortaleciendo la infraestructura pública y facilitando la reconversión de los trabajadores desplazados por la pandemia. Además es necesario desarrollar resiliencia ante el cambio climático y poner la digitalización al servicio del crecimiento inclusivo. La COVID-19 ha infligido más pérdidas de vidas humanas en los países cuyos sistemas de salud y redes sociales son deficientes. Ha provocado mayores pérdidas económicas en los sectores de servicios y entre los trabajadores no cualificados, los jóvenes y las mujeres. Para garantizar una recuperación sostenida que no deje a nadie a la zaga, hay que contener el aumento de la desigualdad y la pobreza. Reducir la informalidad, que representa

entre un cuarto y un tercio de la economía en la mayoría de los mercados emergentes (Medina y Schneider, 2019), permitirá que más personas se beneficien del aumento de los salarios y las medidas redistributivas.

Algunos países están aprovechando las oportunidades: en Asia, la digitalización está transformando la eficiencia de la producción, las comunicaciones y la inclusividad de las operaciones del gobierno (Gaspar y Rhee, 2018). Indonesia está confrontando la amenaza de la deforestación con un programa de uso sostenible de la tierra. Algunos mercados emergentes, como Malasia, están afianzando el marco regulatorio de las finanzas para supervisar y gestionar mejor los riesgos de la transición hacia una economía con una menor huella de carbono.

**Restablecer la resiliencia macroeconómica:** La crisis fue un doloroso recordatorio de la importancia de trabajar por la salud económica durante tiempos de paz. Los mercados emergentes pronto tendrán que empezar a reponer las reservas fiscales, externas y macrofinancieras para prepararse para la próxima crisis. Esto implica restablecer las reglas fiscales y restaurar las normas regulatorias financieras, suspendidas durante la pandemia, y reponer las reservas externas si son exiguas. Las prioridades variarán y habrán de gestionarse sin perjudicar las perspectivas de crecimiento: ampliando la capacidad tributaria para poder gastar en servicios públicos cuando las redes de protección sean deficientes, reduciendo la deuda y la acumulación de deudas (consolidación fiscal) cuando la carga de la deuda soberana sea alta, y endureciendo las políticas macroprudenciales de las instituciones financieras cuando los riesgos para la estabilidad financiera sean elevados.

En muchos mercados emergentes los gobiernos tendrán que conjugar diferentes objetivos, como incrementar el gasto en inversión pública y en la red de protección social, reanudando la consolidación fiscal para mantener la deuda pública en una trayectoria descendente. Para la mediana de las economías de mercados emergentes, las deudas pública y externa han aumentado considerablemente, situándose en 59% y 44% del PIB, respectivamente, en 2020, y se proyecta que las necesidades brutas de financiamiento permanezcan por encima de 10% del PIB en 2020–21. Las bajas tasas de interés mundiales han mantenido los costos de servicio de la deuda en niveles manejables, pero no cabe prever que los costos de endeudamiento externo permanezcan en niveles bajos de forma indefinida. Los inversionistas suelen diferenciar la deuda de los mercados emergentes (gráfico 1). Incluso cuando la deuda se emite en moneda local, la gran proporción de deuda interna en manos extranjeras significa que el mercado



financiero interno es un importante transmisor de shocks financieros externos (gráfico 2). Los niveles sostenidamente altos de deuda y necesidades brutas de financiamiento probablemente agraven las disyuntivas de política económica y expongan a los mercados emergentes a cambios bruscos en el apetito de riesgo de los inversionistas.

Como se señala en el *Monitor Fiscal* del FMI de abril de 2021, una recaudación tributaria más sólida permitiría a las autoridades mejorar la prestación de servicios públicos sin incrementar la carga de la deuda. De hecho, los ingresos tributarios en los mercados emergentes representan, en promedio, menos de 20% del PIB, frente a más de 25% del PIB en las economías avanzadas. Los gobiernos de mercados emergentes también tienden a destinar una mayor proporción de sus ingresos al pago de intereses.

En el entorno pospandémico, el margen para la aplicación de políticas se ha reducido. Han aumentado los déficits fiscales, la deuda y las necesidades de financiamiento, y hay menos margen para recortar las tasas de interés internas, y por eso las políticas han de integrarse mejor para lograr resultados óptimos de crecimiento y estabilidad, salvaguardando la autonomía de las autoridades fiscales, monetarias y regulatorias. Por ejemplo, si la presión inflacionaria es moderada, la política monetaria puede seguir apoyando la demanda interna, incluso mientras se retira el apoyo fiscal.

También hay que gestionar otras disyuntivas dado que las recuperaciones a diferente ritmo dan lugar a presiones en el mercado. Un tipo de cambio flexible por lo general sirve como amortiguador de los shocks externos, pero en ciertas condiciones el efecto puede ser el contrario. Por ejemplo, la depreciación de la moneda local puede incrementar el saldo de pasivos denominados en moneda extranjera, exacerbando aún más la presión en el mercado. El efecto de traslado de la depreciación puede generar presiones inflacionarias si la credibilidad de la política monetaria no está del todo consolidada. La gestión de la volatilidad financiera es una de las principales preocupaciones de muchas de las autoridades en los mercados emergentes, y este es uno de los aspectos en que se basa la labor del FMI con respecto al Marco Integrado de Políticas.

## Recuperar la resiliencia

Las crisis del pasado demuestran que las autoridades de los mercados emergentes pueden superar shocks adversos y reconstruir la resiliencia económica. Además, se proyecta que en la mayoría de los mercados emergentes el crecimiento a mediano plazo seguirá siendo sólido. Sin embargo, es crucial llevar a cabo un esfuerzo mancomunado mundial para que se materialice el crecimiento potencial de

los mercados emergentes y para que estos generen el dinamismo que tanto requieren la actividad, el comercio, la inversión y las finanzas a escala mundial.

En primer lugar, *los mercados emergentes tienen que recobrar la solidez macroeconómica que lograron a base de mucho esfuerzo*, como lo hicieron tras las crisis financieras de la década de 1990 y la de comienzos de 2000, y la crisis financiera mundial que comenzó en 2008. Como la recuperación avanza a diferentes ritmos, los mercados emergentes también tienen que aprender unos de otros la mejor forma de gestionar los riesgos y preservar la resiliencia. Esto afecta no solo en los mercados emergentes. Dada su creciente importancia sistémica en la economía mundial, un universo de mercados emergentes sólidos también afianzará la estabilidad mundial.

En segundo lugar, *las principales economías avanzadas tienen que hacer lo suyo*: Es esencial la cooperación multilateral en lo que se refiere a libre comercio, distribución de vacunas e impuestos; el compromiso para proporcionar liquidez en dólares si resurge la tensión financiera; y la acción conjunta frente al cambio climático. Algunos mercados emergentes necesitarán apoyo financiero para invertir en una reconstrucción más sólida pero que no agrave el cambio climático.

En tercer lugar, *las instituciones mundiales de desarrollo y las instituciones financieras tienen que complementar sus esfuerzos*: Para el FMI, esto implicará asumir sus responsabilidades clave —diálogo y asesoramiento sobre políticas, apoyo financiero, incluso mediante servicios precautorios, y fortalecimiento de las capacidades—, a fin de ofrecer una plataforma en la que los conocimientos adquiridos por los países se combinen y potencien con la pericia de las instituciones internacionales para ayudar a los países miembros más dinámicos a recuperar un lugar firme dentro del panorama pospandémico. **FD**

**RUPA DUTTAGUPTA** es Jefa de División y **CEYLA PAZARBASIOGLU** es Directora, ambas del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

### Referencias:

- Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese y Y. Weijia. De próxima publicación. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19". Serie de Estudios de Departamento del FMI, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Duval, R., y D. Furceri. 2019. "Cómo reactivar el crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo". IMFBlog, 9 de octubre.
- Fratto, C., B. Harnoy Vannier, B. Mircheva, D. de Padua y H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries". Documento de trabajo del FMI 21/14, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Gaspar, V., y C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia". IMFBlog, 26 de septiembre.
- Medina, L., y F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One". CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.
- Pazarbasioğlu C., y A. García Mora. 2020. "Reforzar los marcos de insolvencia para salvar empresas e impulsar la recuperación económica". Blog del Banco Mundial, 18 de mayo.

# ¿Está aún emergiendo el mundo emergente?

*Dos decenios más tarde, la promesa de los BRIC persiste*

**Jim O'Neill**



FOTO: CORTESÍA DE JIM O'NEILL

**SIN LA COVID-19**, en la última década el PIB habría crecido alrededor de 3,6%, apenas por debajo del 3,7% registrado en 2000–09. Una cifra no del todo mala vistos todos los problemas, y que contrasta con el ánimo que reinaba antes de la pandemia. De hecho, en cada década el crecimiento económico ha superado al de las décadas de 1980 y 1990, que fue de aproximadamente 3,3% en ambos casos. Esto ha permitido sacar a millones de personas de la pobreza absoluta, en parte gracias al milagro de crecimiento de los denominados mercados emergentes, entre los cuales mis queridos BRIC eran protagonistas.

En 2021 se cumplen 20 años desde que acuñé la sigla “BRIC” como síntesis del probable auge económico de Brasil, Rusia, India y China y lo que eso implicaba para la gobernanza mundial. Con la mirada del mundo puesta en lo que queda de 2021 y en el futuro, ¿qué cabe esperar de los mercados emergentes?

## Otra mirada a los BRIC

El objetivo principal de mi primer estudio sobre los BRIC (“The World Needs Better Economic BRICs”) no era presagiar un inevitable crecimiento futuro de estos países sino más bien proponer una reforma de la gobernanza de la economía mundial.

En estudios posteriores expuse el *posible* panorama mundial en el muy remoto caso de que los países analizados alcanzaran su potencial. Para definir ese potencial recurrimos a la metodología macroeconómica estándar, según la cual el crecimiento económico real depende de dos variables: el tamaño de la fuerza de trabajo de un país y la productividad de la economía. Partiendo del tamaño de sus poblaciones, el correspondiente tamaño de sus fuerzas de trabajo y la capacidad de aumento de la productividad, era muy fácil demostrar que las tasas de crecimiento potencial de los BRIC eran mayores que las de la mayoría de las economías avanzadas. Nuestro análisis *no* pretendía insinuar que todos estos países crecerían sostenidamente a su nivel potencial. Eso francamente no es realista, y no era nuestro mensaje.

En este sentido, el segundo decenio de este siglo ha contrastado marcadamente con el primero, cuando los cuatro países tuvieron desempeños mejores que en los escenarios que planteé en 2001. India, pese a haber decepcionado mucho en años recientes, en general está avanzando en la trayectoria trazada. Pero en Brasil y Rusia el desempeño económico en 2010–20 dejó mucho que desear, tanto así que a veces he dicho en son de broma que quizá los “BRIC” debieron haber sido los “IC”. Brasil y Rusia han sido víctimas de la consabida maldición de las materias primas y, como atestiguan los datos, su desarrollo sostenible depende demasiado del ciclo mundial de las materias primas. Cada uno de estos países presenta diferencias considerables, pero ambos necesitan diversificar sus economías para depender menos de las materias primas y conceder al sector privado un papel más protagonista.

En cambio, el dinamismo sostenido de la economía china hace pensar que está alcanzando plenamente su potencial. El PIB de China, de más de USD 14 billones en 2019, equivale a más del doble del PIB agregado de los otros BRIC. La mera escala de China implica

que las economías BRIC combinadas son ahora más grandes que la Unión Europea, y que se están aproximando al tamaño de Estados Unidos.

### Regreso al futuro

La tasa de crecimiento del PIB real de China empezará a desacelerarse en 2021, dados los crecientes desafíos demográficos, pero eso no impedirá que el país destrone a Estados Unidos como la mayor economía del mundo. Para que el mundo crezca más rápido en términos agregados, los países con condiciones demográficas favorables tienen que incrementar su productividad.

Será muy difícil que el mundo alcance una tasa de crecimiento del PIB real de 4%; incluso alcanzar el 3,7% de las dos últimas décadas podría ser complicado. Conseguir el crecimiento necesario dependerá de cuatro factores: la productividad en las economías desarrolladas; la rapidez con que se desacelere la tendencia de crecimiento de China; el desempeño de India; y, algo que es crucial, un posible despunte de otras economías de mercados emergentes muy pobladas. ¿Pueden países como Indonesia, México, Nigeria, Vietnam y otros aproximarse a su potencial a largo plazo? Si lo logran, el crecimiento del PIB real del mundo tendría más posibilidades de asemejarse al de la década pasada.

Desde luego, lograr una fuerte recuperación inmediatamente después de la COVID-19 depende casi exclusivamente de la elaboración y distribución de las vacunas y de los tratamientos para erradicar la pandemia. Los donantes deberían aportar entre USD 20.000 millones y USD 30.000 millones, y, a mi juicio, las ventajas multiplicadoras de esos fondos son tales que representarían el estímulo económico más grande y menos polémico que ninguna generación haya tenido la oportunidad de acordar, y que eclipsa las ventajas potenciales de 2008–09.

El FMI tiene que alentar activamente ese estímulo y, al igual que con el cambio climático, debe abordar los temas relacionados con los sistemas sanitarios e incorporar en su labor de supervisión análisis sobre el gasto en salud. La coordinación con los ministros de Hacienda para apoyar el Acelerador del acceso a las herramientas contra la COVID-19 (ACT) —un proyecto conjunto de las principales organizaciones mundiales de salud— es un pequeño primer paso, pero es necesario hacer más.

Tras haber dirigido el examen independiente del gobierno del Reino Unido sobre resistencia a los antimicrobianos, sé que la COVID-19 no es la única amenaza que nos acecha. Para 2050, dicha resistencia podría causar hasta 10 millones de muertes anuales y, por ende, el equivalente a USD 100 billones en oportunidades económicas perdidas. Hay quienes dudan de que las cifras puedan ser tan altas, pero la pandemia nos ha demostrado que este tipo de cosas

son desafortunadamente una realidad. Nuestras nuevas ideas han de centrarse en estrechar los vínculos entre la economía, las finanzas y la salud.

### Más contundentes e inteligentes

Tras la COVID-19, las economías de mercados emergentes, en especial las grandes, tienen que adoptar políticas fiscales inteligentes, que den prioridad a la inversión pública. Se necesita una perspectiva diferente para evaluar el marco económico y las circunstancias reales de la política fiscal. Concretamente, es hora de distinguir verdaderamente entre el gasto público en inversión y el gasto público en consumo; el primero suele tener un efecto multiplicador positivo, y no debería tratarse desde la misma perspectiva contable que el gasto público en consumo. Esas inversiones son necesarias para abordar el cambio climático y las amenazas futuras para la salud. De esa inversión depende que las economías de mercados emergentes alcancen su crecimiento potencial, y cabe decir entonces que esa inversión es más importante para el crecimiento económico que las condiciones financieras.

Una marco para una política fiscal más inteligente casi con seguridad requerirá sistemas financieros internos más sólidos, algo que es difícil de lograr dada la continua dependencia de un sistema monetario basado en el dólar de EE.UU. La proporción relativa de la economía de Estados Unidos en el mundo está disminuyendo de manera lenta y constante, pero aun así el sistema monetario basado en el dólar sigue siendo tan predominante, en términos generales, como al inicio de mi carrera financiera en 1982. Esto significa que el mundo tiene que enfrentarse a los altibajos cíclicos de la política monetaria de la Reserva Federal (la Fed), sus consecuencias para Estados Unidos y las consiguientes condiciones financieras mundiales. Cuando la Fed endurece la política, las condiciones financieras para los mercados emergentes en general se tornan más restrictivas, a menudo de forma caótica. Y lo contrario sucede cuando la Fed flexibiliza su política.

Existe una salida, y algún día este cambio ocurrirá. El sistema monetario tiene que evolucionar para reflejar mejor la nueva dinámica mundial, y hasta que eso suceda la capacidad de los países de mercados emergentes para alcanzar su potencial de crecimiento seguirá siendo un problema, aunque quizá no tan espinoso como otras iniciativas nacionales, tales como los sistemas de salud y educación.

Muchos países de mercados emergentes tienen que abordar estas cuestiones con mayor decisión e inteligencia, y el FMI desde luego estará ahí para ayudarlos. **FD**

**JIM O'NEILL** es Presidente de Chatham House y expresidente Goldman Sachs Assets Management.





# Final del trayecto

El próximo superciclo del precio del petróleo quizá sea el último

Rabah Arezki y Per Magnus Nysveen

**T**ras derrumbarse en 2020 por la pandemia y una guerra de precios, el petróleo está volviendo a subir. Un nuevo superciclo del precio del petróleo —un período prolongado en que los precios superan su tendencia a largo plazo— parece estar en el horizonte, provocado por *déficits generalizados en la oferta* debidos a la falta de inversión desde que los precios del petróleo colapsaran en 2014 y, más recientemente, a una menor inversión en la producción de petróleo de esquisto; y por un *aumento de la demanda* desencadenado por la fuerte recuperación en países como China, el importante programa de estímulo en Estados Unidos y optimismo mundial gracias a las vacunas.

Algunos de estos factores tienen componentes persistentes y probablemente contrarrestarán con creces cualquier presión a la baja sobre el consumo que caracterice a la nueva normalidad posterior a la COVID-19.

De todos modos, este quizá sea el último superciclo del petróleo dado que las principales economías parecen haberse comprometido a sustituir los combustibles fósiles, y los grandes fabricantes de vehículos han hecho lo propio al prometer reemplazar el motor de combustión interna con el eléctrico a mediano plazo. Este giro alineará el mercado de petróleo con las metas climáticas, pero plantea el riesgo de que las economías que dependen del petróleo sufran ajustes desordenados, con amplios efectos que a veces podrían trascender fronteras.

## Escasa inversión petrolera

Las empresas de prospección y extracción han sido muy rentables a pesar del nivel relativamente bajo de los precios del petróleo. Pero al mismo tiempo, quizá al ver con menos optimismo el futuro, han recortado sus inversiones. La extracción y el número de pozos están disminuyendo, y los yacimientos están agotándose rápidamente. La reducción del gasto de capital y de la reposición de reservas de petróleo son fenómenos que se observan desde 2014.

La COVID-19 ha exacerbado la disminución de la inversión. Por ejemplo, la producción de petróleo de esquisto —cuyo ciclo de producción es más corto y por lo tanto más sensible a los altibajos de la inversión— ahora está aumentando en apenas medio millón de barriles al año, frente a 2 millones de barriles al año antes de la pandemia. El anuncio del gobierno de Biden de prohibir la perforación en tierras federales en Estados Unidos tendrá escaso impacto directo en la producción de esquisto, pero denota un cambio de actitud del gobierno federal ante la industria petrolera.

Los productores de esquisto han adoptado una estrategia de inversión bastante más cautelosa, que les permitirá operar con flujos de caja positivos, flujos que antes se destinaban a gasto en inversión. Esta

menor inversión restará importancia al esquisto en la producción de equilibrio (*swing*), y siembra las semillas de un superciclo de precios. Por otro lado, la Organización de Países Exportadores de Petróleo probablemente incrementará la producción para contrarrestar esa presión alcista sobre el precio.

## El debate sobre la demanda máxima

Según varios analistas e importantes participantes en el mercado petrolero, como BP y Shell, la demanda mundial de petróleo tocó techo en 2019, en alrededor de 100 millones de barriles diarios, y nunca más retornará a ese nivel debido a cambios estructurales relacionados con la pandemia. La fuerte merma del consumo de petróleo en el transporte, incluido el combustible de aviación, parece corroborar esta tesis. Cuando los pasajeros empezaron a cancelar vuelos en marzo de 2020, el consumo de combustible para aviones se derrumbó y solo empezó a recuperarse lentamente con el inicio del levantamiento de las restricciones.

Los que creen que el consumo ha llegado a un máximo aún prevén que el consumo de gasolina aumentará a mediados de 2021, a pesar del alza de precios debida al desfase inevitable entre un aumento de la producción de crudo inducido por la demanda y el aumento de los productos refinados para cubrir la demanda. Con la evolución de las vacunas y el optimismo por una pronta reapertura de la economía mundial, se prevé que el consumo de petróleo siga recuperándose, pero hasta un nivel inferior al prepandémico, es decir, el nivel máximo de consumo.

Pero los que sostienen que la demanda de petróleo ha alcanzado su máximo no tienen en cuenta el aumento estructural del consumo que a la larga llenará el bache provocado por la COVID-19. El aumento de los niveles de vida y una creciente clase media en China e India incrementarán la demanda de vehículos particulares y de viajes en avión. Así que aun si el crecimiento económico se desacelerara, la gran cantidad de personas que alcancen un nivel de ingreso que les permita adquirir un vehículo impulsará la demanda de viajes. En mercados emergentes como China e India, cualquier transición a vehículos eléctricos tenderá a ser más lenta que en las economías avanzadas, dada la limitada disponibilidad de estaciones de carga. El ritmo de adopción de vehículos eléctricos será en general lo que determine la demanda futura de petróleo, ya que el combustible para transporte terrestre representa la mitad de la demanda mundial de petróleo.

El aumento estructural de la demanda de petróleo, sumado a la persistente reducción de la producción por falta de inversiones, probablemente desencadenará —y hará perdurar por algún tiempo— un superciclo del precio del petróleo. Pero ¿logrará un alza de

### Giro en la industria

Los fabricantes tradicionales están sustituyendo los vehículos con motores de combustión interna por vehículos eléctricos.

Fabricante de vehículos	Metas de producción	Año meta
Grupo VW	30% de ventas mundiales totales de vehículos eléctricos	2030
Nissan	Ventas de 100% de vehículos eléctricos en mercados clave	2030
Renault	30% de ventas totales de vehículos con batería eléctrica, 35% de vehículos híbridos	2025
Toyota	Ventas mundiales de vehículos eléctricos de 5,5 millones, por lo menos 1 millón con batería eléctrica y el resto una versión eléctrica, incluidos vehículos híbridos	2030
GM	100% de ventas mundiales de vehículos de cero emisiones	2035
Grupo Hyundai-Kia	Ventas acumulativas de vehículos con batería eléctrica de 1 millón de unidades	2025
Kia	Vehículos eléctricos representarán 40% de las ventas mundiales	2030
Ford	100% de vehículos vendidos en Europa tendrán batería eléctrica	2030
Honda	Dos tercios de las ventas mundiales corresponderán a vehículos eléctricos	2030
Grupo Daimler	Por lo menos 50% de las ventas totales corresponderán a vehículos eléctricos	2030
BMW	Los vehículos eléctricos representarán 30% del aumento interanual de ventas	2020–30
Volvo	100% de los nuevos vehículos vendidos serán completamente eléctricos	2030
Mazda	5% de las ventas totales corresponderán a vehículos eléctricos y todos los vehículos nuevos tendrán un componente eléctrico	2030
Grupo PSA	100% de los vehículos serán eléctricos	2025

Fuente: Rystad Energy.

los precios del petróleo inducir un aumento de las inversiones y provocar otro desplome de los precios como en el pasado?

### La tecnología y sus consecuencias

Quizás esta vez las cosas sean diferentes gracias a la innovación tecnológica. Las grandes inversiones probablemente se verán desalentadas por la nueva tecnología que es la pieza clave de los planes de los fabricantes de vehículos para reemplazar los motores de combustión interna con eléctricos. La capitalización bursátil de Tesla, el fabricante de vehículos eléctricos, apunta a que la transformación del mercado automotor es inminente. La capitalización de Tesla eclipsa la de los fabricantes tradicionales de vehículos, a pesar de que estos producen muchos más vehículos. Esa disparidad ha llevado a los fabricantes tradicionales a comprometerse a reemplazar los motores de combustión interna con eléctricos, dando así lugar a una ola de investigación y desarrollo sobre vehículos eléctricos por parte de los fabricantes que buscan hacerse con cuotas del nuevo mercado (cuadro).

Pero un aumento frenético de la producción de vehículos eléctricos también acarrea riesgos. Podría hacer que la oferta supere la demanda, lo cual provocaría flujos de caja negativos, iliquidez y quiebras de fabricantes de vehículos. La apuesta de los fabricantes se basa en el compromiso de los gobiernos de reducir a cero las emisiones netas de carbono y en la idea de que a los consumidores les interesa adoptar modalidades de consumo más limpio; el transporte representa alrededor de una cuarta parte de las emisiones mundiales de dióxido de carbono relacionadas con la energía. Pero no está claro si a los consumidores solo les gusta hablar sobre consumo más limpio o si realmente lo adoptarán. ¿Llegará el día en que los consumidores les preocupen menos los altos precios del carbono que la falta de infraestructura adecuada para cargar los vehículos eléctricos?

De todos modos, a la larga la fabricación masiva hará atractivo el precio de los vehículos eléctricos, y una escalada de los precios del petróleo aceleraría la transición a los vehículos eléctricos. Este último superciclo de los precios del petróleo será acorde con las metas climáticas y los respectivos compromisos de las grandes economías de reducir a cero las emisiones netas de carbono en el mediano plazo. Esto sería algo muy positivo para el clima mundial, pero implica el riesgo de que los yacimientos de petróleo que explotan tantos países dependientes del petróleo pierdan valor, sobre todo si la extracción es costosa. Los yacimientos y las inversiones conexas se convierten en activos irrecuperables. Esto podría generar graves dificultades económicas, como quiebras y crisis, que a su vez provocarían migraciones masivas, sobre todo de las economías muy pobladas que dependen

del petróleo, muchas de ellas africanas. Otras economías más grandes dependientes del petróleo en Oriente Medio, Asia central y América Latina son además fuentes importantes de remesas, empleo y demanda externa de bienes y servicios de los que se benefician muchos países vecinos. Por eso, el fin del petróleo no solo devastaría a las economías que dependen de él sino que también podría causar daños colaterales. No todo son malas noticias para los países con yacimientos de minerales que son importantes para la transición energética. Aumentará mucho la demanda de cobalto, esencial para las baterías de vehículos. El uranio también podría valorizarse cuando se abandonen los combustibles fósiles para la generación eléctrica y la energía nuclear se torne más atractiva.

Por todo esto, el fin del petróleo hace imperativa una transformación económica. Los países ricos en petróleo tienen que diversificarse para ser más resilientes ante los cambios en los mercados energéticos. Un marco de gestión de gobierno que permita administrar el producto del petróleo en los buenos y en los malos tiempos siempre ha sido importante para fomentar la diversificación económica. Pero el nuevo riesgo de los activos irrecuperables significa que es urgente cambiar radicalmente la gestión de gobierno en las economías que dependen del petróleo. Por ejemplo, ante el agotamiento de sus reservas de petróleo, Dubái se transformó en un centro de comercio mundial. Los países y las empresas que dependen de estos mercados tienen que formular políticas para abordar esta transformación, lo que incluye el desarrollo de energía renovable. Para vencer el enfoque rígido de sus economías que ha provocado baja productividad y despilfarro, las economías ricas en petróleo deben comprometerse a ejecutar reformas que incentiven la innovación y el espíritu de empresa. Reformar la gestión de gobierno de las empresas y los sistemas jurídicos, promover mercados sin barreras de entrada y salida y poner fin al favoritismo para empresas estatales y empresas privadas con conexiones políticas ayudarán a atraer inversiones y a cambiar la actitud frente a la innovación (Arezki, 2020). **FD**

**RABAH AREZKI** es Economista Jefe en el Banco Africano de Desarrollo e investigador principal en la Escuela de Gobierno John F. Kennedy de la Universidad de Harvard. **PER MAGNUS NYSVEEN** es socio principal y director de análisis en Rystad Energy.

#### Referencia:

Arezki, Rabah. 2020. "The Economics of Sustainability: Causes and Consequences of Energy Market Transformation". *Economics of Energy & Environmental Policy* 9 (2).



# INFLUENCIA MUNDIAL, FRAGILIDAD INTERNA

La prosperidad a largo plazo de China dependerá primordialmente de poder superar los retos internos

David Dollar, Yiping Huang y Yang Yao

**E**n 2012, el gobierno chino fijó una meta a largo plazo: transformar China en un país completamente desarrollado y próspero para 2049, 100 años después de la fundación de la República Popular. Dado el éxito logrado desde el comienzo de la reforma económica de 1978, este tipo de transformación ciertamente es posible. Pero es difícil y no hay garantías.

China enfrenta serios retos internos, tales como el envejecimiento de la población, la divisoria rural-urbana, la falta de desarrollo del sistema financiero, la insuficiencia de innovaciones y la dependencia de fuentes de energía basadas en el carbono. Además, sus relaciones económicas externas con una serie de socios se han hecho más conflictivas, multiplicando las barreras al comercio y la inversión en ambas direcciones. Nuestro libro, *China 2049*, examina las políticas que pueden ayudar al país a alcanzar esta ambiciosa meta.

## Una población más vieja

La pandemia de COVID-19 es un recordatorio de que habrá muchos sucesos imprevisibles de aquí a 2049. Pero una cosa es indudable: China tendrá una población en rápido envejecimiento. La fecundidad total ha disminuido a 1,7 nacimientos por mujer, muy por debajo de la tasa de reemplazo de 2,1. La política del hijo



único puede haber contribuido, pero los nacimientos no aumentaron cuando se la relajó. China se parece a muchos otros países asiáticos densamente poblados, con elevados costos de vivienda y educación y muchas parejas que optan por tener un solo hijo o ninguno. Incluso si la fecundidad aumentara un poco, la fuerza laboral no sentiría los efectos hasta dentro de 20 años.

La población china puede haber tocado ya máximos. Además, la población en edad activa ya ha comenzado a disminuir. Se prevé que la población anciana se expanda drásticamente en las próximas décadas (véase el gráfico 1). La cohorte de más de 65 crecerá a más del doble —400 millones— para 2049. Lo más notable es que la población “realmente anciana”, de 85 o más, crecerá a más del triple —unos 150 millones—, más que en Estados Unidos y Europa juntos. El único grupo en edad activa que crecerá es el de 55–64 años.

Se trata de un problema tanto social como económico. Para atender a los ancianos se necesitarán más recursos médicos, de cuidados a largo plazo y de viviendas asistidas. Tradicionalmente, los que se ocupan de ellos son los hijos. Pero si las familias son más pequeñas, muchos ancianos podrían terminar sin nadie que los cuide. Humana y económicamente, tiene sentido socializar costos que solían ser privados.

La pandemia de COVID-19 ha revelado tanto las fortalezas como las debilidades del sistema sanitario chino. Para controlarla, hubo una enorme movilización que reorientó escasos recursos hacia donde más se los necesitaba. Pero muchos chinos ahora sienten la necesidad de afianzar el sistema sanitario y dotarlo de recursos suficientes, especialmente en zonas rurales, donde viven muchos de los ancianos.

Aunque plantea desafíos, la disminución de la población en edad activa no presagia necesariamente una contracción drástica de la fuerza laboral; todo dependerá de la participación. Es necesario, sobre todo, reformar la edad de jubilación y elevarla poco a poco: los funcionarios públicos pueden jubilarse a los 60, y las funcionarias a los 55. Mucha gente de más de 65 opta por seguir trabajando si la salud se lo permite. Las políticas de promoción familiar pueden sustentar y realzar la participación laboral de la mujer.

## Disparidad urbana-rural

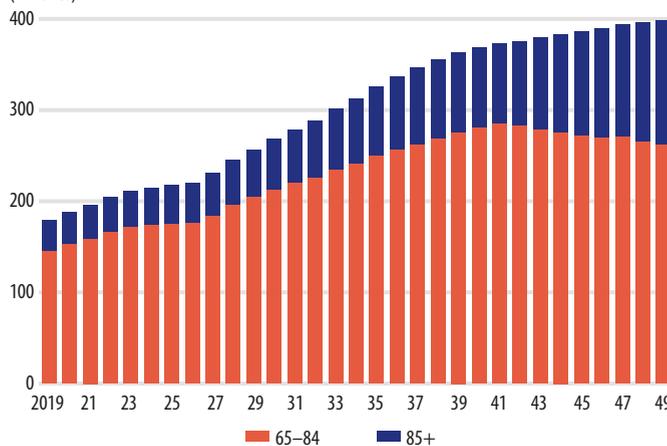
Los 40 años de reforma y crecimiento de China coincidieron con una urbanización sostenida. La población urbana viene creciendo 1 punto porcentual por año, de 20% al comienzo de la reforma a 60% hoy. Eso incluye más de 200 millones de trabajadores migrantes urbanos aún inscritos como residentes rurales en el sistema *hukou*. Esa migración es una importante fuente de dinamismo y

Gráfico 1

### Viejos y longevos

Marcado aumento de la población mayor de 85 años en China.

(millones)



Fuente: *China Population Prospects 2018*, Centro de investigación demográfica y de desarrollo de China, Beijing.

crecimiento de la productividad en la economía. Pero los migrantes enfrentan diversas limitaciones. Si se quedan sin trabajo cuando la economía se desacelera, la expectativa es que regresen a su pueblo. Cuando se mudan a la ciudad, les cuesta llevar a sus hijos o padres porque no tienen acceso a prestaciones sociales (educación, salud, pensiones). El resultado son familias divididas, con padres que trabajan en la ciudad y abuelos que mantienen la granja familiar y cuidan a los hijos.

Las restricciones a la inscripción en las ciudades se están levantando de a poco, sobre todo en las ciudades más pequeñas. La provincia de Jiangxi las eliminó recientemente. Pero aún son estrictas en los centros más grandes con la mayor productividad, como Guangzhou y Shanghái. Pese a esa migración, la relación entre ingreso urbano y rural aumentó sin pausa. Para 2007, los trabajadores urbanos ganaban 3,14 veces más que los rurales, uno de los niveles más altos de desigualdad entre ambos grupos en el mundo (véase el gráfico 2). China alberga alrededor de un quinto de la población mundial, pero tiene apenas 7% de los terrenos cultivables, lo cual dificulta que 500 millones de personas vivan bien de la economía rural. Aun incluyendo los migrantes rurales, la tasa de urbanización de China es baja en relación con el ingreso per cápita y la densidad poblacional del país. Las economías asiáticas de rápido crecimiento como Corea del Sur tenían una urbanización cercana a 80%

en esta etapa de desarrollo. Es alentador constatar que la disparidad se redujo en la última década, pero aún es elevada, ya que los trabajadores urbanos ganan 2,71 veces más.

China se beneficiaría al eliminar por completo las restricciones a la migración interna. En el plano social, la población rural está integrada desproporcionadamente por niños y ancianos. Las escuelas son mucho mejores en las ciudades y ofrecen a la fuerza laboral del futuro acceso a una mejor educación. Aunque algunos ancianos preferirán permanecer en zonas rurales, otros quizá quieran mudarse a la ciudad, más cerca de sus hijos y de cuidados médicos de calidad. Económicamente, aún hay un exceso de oferta de trabajadores en las zonas rurales, y una política migratoria más favorable ayudaría a mantener la fuerza laboral urbana.

### Más bitios, menos ladrillos

Una paradoja interesante del éxito de China es el rápido crecimiento a pesar de la falta de desarrollo del sistema financiero. Un índice de “represión financiera” —basado en la propiedad de los bancos, la regulación de las tasas de interés, la intervención en la asignación del crédito y el control de los flujos de capital transfronterizos— muestra que China es una de las economías grandes más reprimidas, parecida al caso de India. Es moderadamente más

reprimida financieramente que Rusia y Sudáfrica, y considerablemente menos liberalizada que las economías avanzadas. Aunque estuvo completamente controlado hasta la década de 1980, el sistema financiero chino avanzó mucho hacia la liberalización hasta 2000 aproximadamente, pero desde entonces está estancado.

Nuestra interpretación es que los primeros pasos hacia la liberalización fueron suficientes para llevar a cabo la clara tarea de canalizar el elevado ahorro del país hacia la vivienda y las manufacturas orientadas a la exportación. Un grado moderado de represión financiera puede ayudar en esta etapa del desarrollo, asegurando que el costo del capital se mantenga relativamente bajo. En ambos sectores, el crédito depende de garantías físicas (inmuebles, edificios, maquinaria), y la asignación entonces no es tan difícil. Las exportaciones chinas provienen más que nada de empresas privadas, no de las estatales. La actividad inmobiliaria y la propiedad de viviendas también son privadas. Por ende, la política que promovió la exportación y los bienes raíces canalizó indirectamente los recursos hacia el sector privado.

El período entre el ingreso en la Organización Mundial del Comercio, en 2001, y la crisis financiera mundial, en 2008, fueron los años dorados del crecimiento de China. Hubo una rápida expansión del crédito, pero suficiente aumento del PIB como para que indicadores como la relación entre la deuda de las sociedades no financieras y el PIB se mantuvieran estables. Todo eso cambió en 2008. Para mantener la demanda tras el shock mundial, China hizo inversiones gigantescas en infraestructura, prestando a gobiernos locales y a sectores que tienden a estar dominados por el Estado, como el siderúrgico.

Al mismo tiempo, el gobierno central decidió canalizar más recursos hacia empresas estatales clave, con la expectativa de que pasarían a ser campeonas mundiales. La escalada de crédito a gobiernos locales y empresas estatales hizo crecer a un ritmo alarmante el endeudamiento global de la economía y demostró que el sistema financiero no funcionaba bien en el nuevo entorno. Si las inversiones financiadas hubieran producido efectos fuertes en el crecimiento, la relación deuda/PIB se habría mantenido estable o habría crecido más lentamente. Una relación de apalancamiento en rápido aumento es señal de que se están financiando malas inversiones.

En los últimos años, la deficiente asignación de capital quedó resaltada también por el estancamiento de la productividad total de los factores, que mide el aumento de la productividad no atribuible a un aumento de la mano de obra o del capital. A

Gráfico 2

### Brecha de ingreso

Los trabajadores urbanos ganan casi el triple que los rurales.

(relación)



Fuente: Oficina Nacional de Estadística de China.

Nota: La relación muestra cuán mayores son el ingreso y el consumo de los trabajadores urbanos con respecto a los rurales.

comienzos de la década de 2000, tras una inversión directa significativa que contribuyó a desarrollar el sector manufacturero privado nacional, la productividad total de los factores aumentó 2,6% por año, y hacia fines de esa década se aceleró a un impresionante 3,9%. Nunca se recuperó de los trastornos causados por la crisis financiera mundial: creció apenas 0,2% por año entre 2015 y 2019.

El estancamiento de la productividad muestra que China necesita más innovación y un sistema financiero diversificado que la respalde. China tiene muchos de los ingredientes que contribuyen a la innovación: un vasto mercado interno; un nivel elevado (2,4% del PIB) de gasto en investigación y desarrollo; millones de científicos, ingenieros y creadores de software que se gradúan todos los años; y una protección de la propiedad intelectual que mejora poco a poco. Con todo, la innovación no da resultados uniformes. Hay ámbitos donde los avances técnicos son extraordinarios, como las tecnofinanzas y la inteligencia artificial, pero el aumento de la productividad de la economía en su conjunto es débil. El Estado aún canaliza muchos recursos hacia sus propias empresas, en tanto que la mayoría de las patentes las generan empresas privadas.

El sistema financiero funciona mejor a la hora de financiar empresas con activos tradicionales (edificios, maquinarias) que empresas incipientes dinámicas basadas en la propiedad intelectual. Cuando China afine su próximo plan quinquenal, debería centrarse en afianzar el ecosistema de innovación, incluido su financiamiento, en lugar de respaldar industrias y tecnologías específicas. La innovación será crítica para alcanzar las metas medioambientales del país, sobre todo la de emisión neta cero de carbono para 2060.

### Más comercio e inversión

Para alcanzar el PIB per cápita de las economías avanzadas, China deberá seguir integrándose al comercio y la inversión internacional. Pasó de ser prácticamente autosuficiente a ser la nación con el mayor comercio en el mundo y, el año pasado, el principal receptor de inversión extranjera directa. Aun así, el entorno internacional actual es difícil. Ha surgido una dinámica perjudicial en la cual el plan de China de convertirse en líder de ciertas tecnologías preocupa a sus socios, lo cual se traduce en restricciones comerciales y de inversión para las empresas tecnológicas chinas. Existe el riesgo de que China se repliegue en sí misma, siguiendo el programa de “doble circulación”, que hace hincapié en la demanda interna y la innovación nacional. El desacoplamiento

tecnológico no solo perjudicaría a China; también incidiría en términos más generales en el aumento de la productividad mundial.

Una tendencia compensatoria es la adhesión reciente de China a grandes acuerdos económicos, como la alianza económica integral regional con países de la región de Asia y el Pacífico, y el acuerdo de inversiones con la Unión Europea. China también abrió un diálogo con miembros del Acuerdo Transpacífico sobre una posible adhesión, lo cual requeriría reformas significativas, tales como límites a las empresas estatales y subsidios, y la apertura de nuevos sectores a la inversión extranjera. China también ha hecho propuestas al gobierno de Biden relacionadas con la reducción de las barreras al comercio y la inversión internacional entre ambas economías.

*El éxito o el fracaso dependerán más que nada de que China supere los retos internos.*

En conclusión, China se encuentra en un punto de inflexión en las relaciones económicas externas. Tiene sentido que continúe abriendo su propia economía y negociando acuerdos sobre comercio e inversión en todas direcciones. Pero el éxito o el fracaso dependerán más que nada de superar los retos internos. El envejecimiento de la población y la divisoria rural-urbana están relacionados: una mayor integración puede ayudar a atender las necesidades de la creciente población anciana y evitar una fuerte contracción innecesaria de la fuerza laboral urbana. La reforma financiera y la política de innovación también están relacionadas. Pasar de una política industrial focalizada a un respaldo más general de la innovación requiere un sistema financiero diversificado y competitivo que ya no favorezca a las empresas estatales. La innovación será crítica para eliminar las emisiones de carbono sin poner en peligro ni la productividad ni los niveles de vida. **FD**

**DAVID DOLLAR** es investigador principal del John L. Thornton China Center de la Brookings Institution, **YIPING HUANG** es titular de la cátedra Jinguang de Economía y Finanzas de la Facultad Nacional de Desarrollo y director del Instituto de Finanzas Digitales de la Universidad de Beijing, y **YANG YAO** es investigador de la cátedra Cheung-Kong y titular de la cátedra de Humanidades del Centro de Investigación Económica de China y de la Facultad Nacional de Desarrollo de la Universidad de Beijing.



Un niño recibe educación escolar en casa en el estado de Guerrero, México, durante la pandemia de la COVID-19.

# DESIGUALDAD *en tiempos de la COVID-19*

Todos los indicadores no son iguales a la hora de evaluar el efecto desigual de la pandemia

Francisco H. G. Ferreira

**E**l grave impacto de la pandemia de COVID-19 se ve claramente en las cifras: más de 3,1 millones de muertes, por el momento; 120 millones de personas en la indigencia, y una enorme recesión mundial. A medida que aumentan el sufrimiento y la pobreza, algunos datos muestran un alza en la otra punta: el patrimonio de los multimillonarios.

Dado que tanto la indigencia como la riqueza de los multimillonarios están en aumento, el efecto de la pandemia en la desigualdad podría parecer obvio. La realidad no es tan sencilla.

La dificultad para hacer afirmaciones definitivas sobre un concepto como la desigualdad es bien conocida. ¿Desigualdad de qué? ¿Del ingreso de

los hogares o del PIB per cápita? ¿O incluso de las tasas de mortalidad mismas, entre diferentes grupos? ¿Desigualdad entre quién: habría que estudiarla a nivel de los particulares? ¿De los hogares? ¿De los países? Incluso si se especifica con precisión una distribución —y sabemos qué se distribuye entre quién—, en general llegar a conclusiones firmes sobre la dirección de la desigualdad dependerá de la parte de la distribución que más nos importe. Diferentes indicadores de desigualdad —como el coeficiente de Gini, el índice de Theil y la proporción del ingreso que corresponde a los más ricos de la sociedad— son sensibles a diferentes partes de la distribución y, en principio, pueden clasificar la desigualdad antes y después de la pandemia de

distinta manera. Para evaluar el impacto desigual de la pandemia es muy importante tener claro qué desigualdad se está midiendo.

Comencemos por la distribución mundial de la mortalidad por COVID-19. Usando el concepto de años de vida perdidos por la enfermedad —que se estima usando la edad al fallecer y la esperanza de vida residual a esa edad—, vemos que la carga de mortalidad de la pandemia está *positivamente* correlacionada con el ingreso nacional per cápita, pese a que los sistemas públicos de salud y prevención de los países ricos son superiores (Ferreira *et al.*, 2021). El gráfico muestra el número de años de vida perdidos en la pandemia por cada 100.000 habitantes frente al PIB per cápita de 145 países, usando escalas logarítmicas en ambos ejes (véase el gráfico en la página siguiente).

Aunque hay enorme variación en cada nivel de ingreso —la carga de mortalidad de Brasil (ajustada según la población) es 1.000 veces mayor que la de Tailandia, por ejemplo—, existe una asociación positiva muy clara. Los países ricos sufren más pérdidas de años de vida per cápita que los pobres. El error de medición probablemente sea sustancial —una serie de países pobres, como Burundi y Tanzania, claramente están subdeclarando las defunciones— pero la asociación es tan marcada que tiene pocas probabilidades de ser falsa. Entre otras cosas, refleja la edad más avanzada de la población de los países más ricos y una enfermedad cuya letalidad está sumamente vinculada a la edad. La mayor esperanza de vida, la mayor urbanización y la propagación de la pandemia a lo largo de las grandes rutas comerciales probablemente también hayan influido.

### La desigualdad del ingreso

Pasemos a la desigualdad del *ingreso*. ¿Cómo cambió a nivel mundial en la pandemia? La desigualdad mundial del ingreso puede interpretarse como mínimo de tres maneras: la primera es lo que ocurrió con la distribución del PIB per cápita entre los países durante la pandemia de la COVID-19, lo que Branko Milanovic denomina “concepto 1” de desigualdad mundial. En un estudio reciente, el premio Nobel Angus Deaton muestra que, en promedio, los países más ricos también sufrieron contracciones económicas *mayores* que los países más pobres en 2020 (Deaton, 2021). Y aunque eso por sí solo no implica necesariamente una disminución de la desigualdad entre los países, resulta que el patrón de disminución de la desigualdad efectivamente condujo a una *reducción* de la desigualdad (no ponderada) entre los países en 2020, medida ya sea con el coeficiente de Gini, el índice de Theil o el coeficiente de variación. Esto representa una continuación de la tendencia

desde el comienzo del milenio, cuando el concepto 1 de desigualdad mundial comenzó a disminuir, en gran parte como consecuencia del ascenso de China e India. Pero Deaton sostiene que en realidad la pandemia *aceleró* la disminución.

Este cálculo incluye países como unidad de medición y, por ende, asigna la misma ponderación a Luxemburgo y a China. Por otra parte, cabría preguntarse qué ocurrió con la distribución del PIB per cápita entre los países durante la pandemia *si están ponderados según la población*. Eso equivale a medir la desigualdad en una distribución imaginaria de todas las personas del mundo, a las que se les asigna el PIB per cápita de su país; este es el “concepto 2” de desigualdad mundial de Milanovic.

## La dificultad para hacer afirmaciones definitivas sobre un concepto como la desigualdad es bien conocida.

Si las diferencias del PIB per cápita se ponderan por la población, la desigualdad entre los países *aumentó* en 2020, lo cual puede atribuirse a la pandemia, según Deaton. Concretamente, puede atribuirse a la fuerte contracción económica de India, que se vio muy afectada tanto en la mortalidad como en el desempeño económico, incluso antes de la gigantesca segunda ola de 2021. Aunque el crecimiento positivo de China (que registró muchas menos muertes) contribuye a compensar el declive de India, China ahora está demasiado cerca del ingreso promedio mundial como para compensar completamente las pérdidas económicas de India. Si se excluye a India del cálculo, la desigualdad como concepto 2 continúa a la baja, como ocurre desde la década de 1990. A través de India, la pandemia *sí* contribuyó a revertir el patrón de disminución de la desigualdad ponderada entre países.

Obviamente, la gente está muy lejos de percibir el mismo ingreso dentro de cualquier país. El concepto 3 de desigualdad mundial se refiere a la desigualdad entre todos los particulares del mundo cuando se les asigna su *propio* ingreso. Este posiblemente sea el concepto más interesante de Milanovic, y es el único que tiene en cuenta la desigualdad *dentro* de cada país. Para muchos “buenos” indicadores de desigualdad, el concepto 3 no es más que la suma de la desigualdad dentro de los países (debidamente ponderada) y el concepto 2 de desigualdad entre países.

Como la desigualdad según el concepto 2 parece haber aumentado en 2020, bastaría con que la desigualdad “promedio” entre países también hubiera crecido para concluir que la desigualdad mundial entre particulares se profundizó durante la pandemia, confirmando la sospecha general. Lamentablemente, aún no lo sabemos: los datos sobre los ingresos personales provienen de encuestas de hogares y de fuentes administrativas que aún no se han publicado para 2020. Pasará un año o más antes de que la mayoría de los países dé a conocer datos sobre la desigualdad de ingresos dentro del país.

Pero por el momento parecería que la desigualdad dentro de muchos países estuvo en alza, en vista del avance de la pobreza y de los crecientes ingresos de los multimillonarios. Hay buenas razones para pensar que la pandemia creó desigualdades y ahondó las disparidades de ingresos ya existentes dentro de los países. En muchos países existen datos de larga data que muestran que la gente que entra al mercado laboral durante una recesión grave gana menos que las cohortes que la siguen y la preceden, y que la

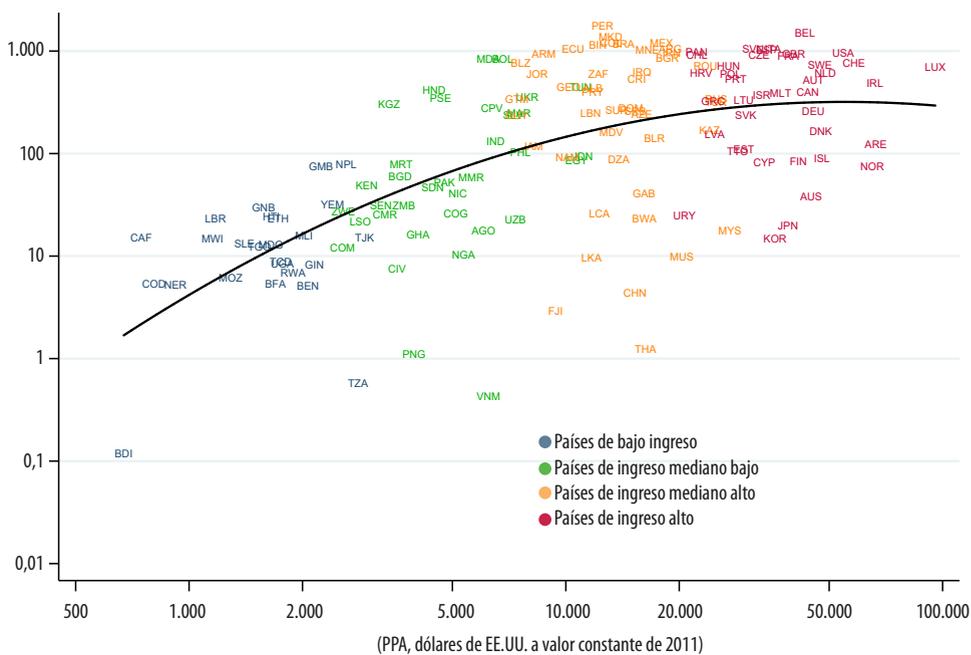
diferencia persiste durante muchos años. Al provocar una recesión mundial enorme, la COVID-19 ciertamente generó nuevas desigualdades entre cohortes de jóvenes.

## Condiciones preexistentes

La pandemia también exacerbó desigualdades en el mercado laboral, en gran medida porque la posibilidad de trabajar a distancia está sumamente correlacionada con la educación y, por ende, el ingreso antes de la pandemia. Aunque se habla de “trabajadores esenciales” y se proclama que “todos estamos juntos en esta situación”, la cruda realidad es que las pérdidas de empleo e ingreso probablemente hayan golpeado con especial dureza a los trabajadores menos calificados e instruidos. La información preliminar de fuentes públicas y privadas de datos masivos de Estados Unidos parece confirmarlo, aunque con salvedades interesantes que no podemos abordar aquí. En los países en desarrollo, la informalidad multiplica por mil las mismas fuerzas del mercado laboral: cuando el trabajo menos calificado es predominantemente

### Patrimonio y salud

Pese a sus ventajas, los países más ricos sufrieron más pérdidas de años de vida debido a la pandemia que muchos países pobres. (años de vida por cada 100.000 personas)



Fuente: Ferreira et al. (2021).

Nota: Las abreviaturas de los países son los códigos de país de la Organización Internacional de Normalización (ISO). PPA = paridad del poder adquisitivo.

informal, los trabajadores no tienen acceso a programas de suspensión de contratos ni a seguro de desempleo. Este año, cientos de millones de esos trabajadores enfrentaron diariamente la dura disyuntiva de quedarse en casa para no contagiarse o salir a ganar el pan y exponerse.

Dadas las diferencias ocupacionales preexistentes por género y raza, es probable que en muchos países el aumento de estas disparidades en el mercado laboral se haya visto reflejado en una disparidad aun mayor por género y raza. Además, como la carga adicional de tiempo para cuidar a los niños y atender el hogar recae desproporcionadamente en la mujer, es probable que haya aumentado la desigualdad del ingreso femenino.

Los mercados de capital probablemente hayan desempeñado un papel no insignificante como generadores de desigualdad durante la pandemia, sobre todo para los segmentos más acaudalados. Ante el colapso económico generalizado de marzo y abril de 2020, los principales bancos centrales del mundo distendieron más la política monetaria, inyectando gigantescos volúmenes de liquidez en los mercados financieros. Aunque esa liquidez adicional aún no se ha traducido en una inflación de los precios de los bienes, ciertamente ha contribuido a mantener altos los precios de los activos. Es la principal razón por la cual los mercados bursátiles estaban en auge mientras las economías reales estaban deprimidas. Esas intervenciones de política monetaria fueron bien intencionadas y probablemente hayan contribuido a evitar quiebras y a preservar empleos. No obstante, inflaron los valores de activos que se encuentran primordialmente en manos de gente acaudalada y tienen mucho que ver con el aumento generalizado de los ingresos de los multimillonarios. Tener acciones de Amazon o Zoom no fue la única manera de incrementar el patrimonio durante este período.

## Transferencias sociales

Aun así, pese a estas múltiples razones por las cuales cabe prever que la pandemia haya acentuado la desigualdad del ingreso dentro de los países, aún no sabemos exactamente en qué medida ocurrió. Por un lado, están surgiendo indicios de algunos ámbitos (aparentemente) improbables en los cuales las políticas de protección social —como las transferencias de ingresos focalizadas en los trabajadores pobres y vulnerables— dieron bastante buen resultado. En Brasil, las investigaciones iniciales del reconocido centro de estudios IPEA hacen pensar que las generosas transferencias de “respaldo de emergencia” ayudaron a *reducir* tanto la pobreza como la desigualdad en el país entre mayo y septiembre de 2020, a pesar

de la desastrosa respuesta nacional a la emergencia sanitaria. Algo similar se ha observado en cinco países europeos: Alemania, España, Francia, Italia y Suecia (Clark, D’Ambrosio y Lepinteur, 2020).

La conclusión es que no conoceremos con certeza los efectos de la pandemia en la desigualdad del ingreso dentro de cada país hasta no tener datos fidedignos de fuentes administrativas y de encuestas de hogares. En el ínterin, los prometedores indicios preliminares de que las transferencias de ingresos pueden ser una respuesta eficaz, al menos a corto plazo, deberían alentar a otros países a actuar. Pero hay que hacer más: posiblemente la desigualdad más insidiosa creada por la pandemia se observe entre los niños que pudieron continuar los estudios durante el último año —ya sea en persona o por medios virtuales— y los que no pudieron debido a la falta de conectividad o a las deficiencias de las escuelas más pobres. Los estudiantes de estas últimas a menudo corren el gran peligro de quedar muy rezagados en sus estudios o directamente de abandonarlos. Las desigualdades de aprendizaje y escolarización que surgen de estas diferencias son tan descarnadas como generalizadas, y cuando estos niños ingresen a la fuerza laboral, las consecuencias probablemente persistan durante décadas.

El panorama general trazado aquí muestra, por el momento, creciente disparidad de ingreso entre los países (cuando no están ponderados por la población) y —a título especulativo y preliminar— creciente disparidad dentro de los países, en promedio. Dada la dinámica educativa y laboral descrita aquí, estas últimas disparidades bien podrían persistir durante más de una generación. Además, ahora parece plausible que incluso la desigualdad no ponderada entre los países aumente en 2021, si el desigual avance de la vacunación permite a países como Estados Unidos, el Reino Unido y países desarrollados de Asia recuperarse con mucha más rapidez que India, América Latina y gran parte de África. **FD**

**FRANCISCO H. G. FERREIRA** es titular de la cátedra Amartya Sen de Estudios sobre la Desigualdad y Director del instituto internacional a cargo de dichos estudios de la Escuela de Economía de Londres.

### Referencias:

- Clark, Andrew, Conchita D’Ambrosio y Anthony Lepinteur. 2020. “The Fall in Income Inequality during COVID-19 in Five European Countries.” ECINEQ Working Paper 2020–565, Society for the Study of Economic Inequality, Palma de Mallorca, España.
- Deaton, Angus. 2021. “COVID-19 and Global Income Inequality.” NBER Working Paper 28392, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Ferreira, Francisco, Olivier Sterck, Daniel Mahler y Benoît Decerf. 2021. “Death and Destitution: The Global Distribution of Welfare Losses from the COVID-19 Pandemic.” LSE Public Policy Review 1(4), 2.



# COVID-19: ¿DE VUELTA A 2013?

La orientación de la Reserva Federal tras la pandemia expondrá vulnerabilidades en los mercados emergentes con una gran deuda externa privada

**Şebnem Kalemli-Özcan**

**L**a pandemia no ha provocado una crisis de deuda propiamente dicha en los mercados emergentes, pero persisten riesgos sustanciales.

La situación actual podría ser una “ilusión” de estabilidad debida en gran medida al efecto amortiguador de la política monetaria estadounidense en las condiciones de financiamiento externo de los mercados emergentes. Al debilitar el dólar, tender líneas de crédito recíproco y reducir los costos de financiamiento externo en dólares para los mercados emergentes, la política monetaria de Estados Unidos mantuvo los flujos de capital hacia esas economías. Debido a su influencia en la percepción del riesgo de los inversionistas internacionales, la política monetaria estadounidense siempre ha sido el determinante más importante

de las entradas y salidas de capital de los mercados emergentes. ¿Habrá una crisis en los mercados emergentes cuando las tasas de interés de Estados Unidos comiencen a subir? Eso dependerá de tres cuestiones principales:

- El efecto de la política monetaria estadounidense en los flujos de capital de los mercados emergentes, que variará según el riesgo de cada país.
- La composición de la deuda externa de estas economías en términos de moneda y sector —mayormente en dólares de EE.UU. y en manos del sector privado— al comienzo de la pandemia.
- El espacio fiscal limitado de las economías de mercados emergentes para luchar contra la pandemia, que requiere un constante endeudamiento público interno y externo.

### Política monetaria de Estados Unidos

Históricamente, la deuda soberana ha desempeñado un papel importante en las economías de mercados emergentes. Ya desde la década de 1980, los estudios muestran que la diferencia de las tasas de interés entre los títulos del Tesoro estadounidense y los bonos públicos de los mercados emergentes afectan la demanda de deuda de los mercados emergentes. En los últimos tiempos, esa estrecha relación comenzó a debilitarse.

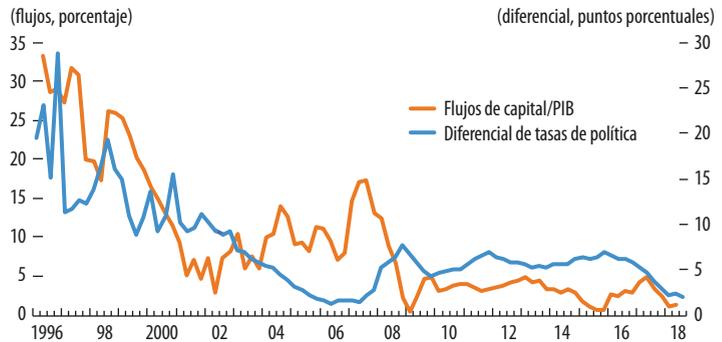
El gráfico 1 muestra una correlación mucho más baja desde la crisis financiera mundial entre los flujos de capital y los diferenciales de las tasas de política monetaria, que afectan directamente a las tasas de los bonos públicos a corto plazo. La razón es que los flujos de capital privados, tales como los préstamos y bonos empresariales y los flujos bancarios transfronterizos, son un componente mucho más significativo de la deuda externa total de los mercados emergentes desde principios de la década de 2000. Los flujos privados de capital tienen más probabilidades de verse afectados por las percepciones de riesgo de los inversionistas privados en cuanto a la economía de un mercado emergente determinado que por los diferenciales entre las tasas de interés de los bonos públicos. Obviamente, los flujos públicos también pueden ser sensibles a la percepción de riesgo mundial, especialmente si están denominados en moneda local. Por ende, la política estadounidense afecta a las entradas y salidas de capital públicas y privadas en los mercados emergentes. Esos flujos pueden ir en direcciones opuestas: los flujos públicos pueden entrar en los mercados emergentes y los flujos privados podrían salir si las tasas de política estadounidense bajan y la percepción de riesgo mundial sube.

Ante las medidas históricas que tomó la Reserva Federal, regresaron los USD 100.000 millones en inversiones de cartera públicas y privadas (títulos como acciones y bonos) que habían salido de los mercados emergentes entre enero y mayo de 2020. La actuación de la Reserva Federal no solo redujo los costos de endeudamiento de los mercados emergentes, sino que también despejó en parte la aversión mundial al riesgo, alentando la afluencia de capitales del sector privado hacia los mercados emergentes durante el segundo semestre de 2020 con una prima de riesgo más baja. También hubo heterogeneidad en los flujos de capital hacia los mercados emergentes según la forma en que manejaron la pandemia (Çakmaklı *et al.*, 2020; FMI, abril de 2020). Esta heterogeneidad no es sorprendente y se observó en otros episodios de cambio de la política monetaria estadounidense (Kalemli-Özcan, 2019). Las respuestas de los mercados emergentes a la orientación de la política de la Reserva Federal varían según el riesgo de cada país, que está vinculado directamente al manejo de la pandemia.

Gráfico 1

#### Menor influencia de las tasas de política monetaria y bonos públicos

La diferencia entre las tasas de interés de política monetaria de los mercados emergentes y Estados Unidos ha incidido menos en las entradas de capital de los mercados emergentes desde la crisis financiera mundial.



**Fuente:** Adaptado de Kalemli-Özcan (2019), Simposio de Jackson Hole. Cálculos de los autores basados en datos del FMI.

**Nota:** Los diferenciales de las tasas de política monetaria están en logaritmos y se calculan respecto a Estados Unidos. Los flujos de capital están normalizados por el PIB y trazados como promedios móviles de tres trimestres. Se sacan promedios de todas las variables entre los países en una fecha determinada. Las observaciones trimestrales corresponden a 46 economías de mercados emergentes.

Todo esto es prometedor, pero como no tenemos datos sobre la balanza de pagos en tiempo real para analizar los flujos de capital *totales*, podríamos extraer un panorama incompleto de las posibles respuestas de los flujos de capital a la COVID-19 y a la política monetaria estadounidense usando cifras que abarcan únicamente los flujos de inversión de cartera que salieron de los mercados emergentes: USD 70.000 millones en acciones y USD 30.000 millones en títulos de deuda (FMI, abril de 2020). Sabiendo qué tipos de flujos de capital salieron con más abundancia durante otras crisis de los mercados emergentes y conociendo la composición del stock de deuda externa de las economías de mercados emergentes al comienzo de la pandemia, podremos tener más claras las vulnerabilidades restantes de los mercados emergentes ante posibles salidas futuras de capital en medio de condiciones mundiales cambiantes.

### Monedas y sectores

Entonces, ¿cuál era la composición por moneda y sector de la deuda de los mercados emergentes a fines de 2019, justo antes de la pandemia? Aunque la cartera de títulos de deuda, integrada por bonos empresariales y públicos de los mercados emergentes, constituye una parte significativa de su deuda externa, el crédito bancario transfronterizo tiene la misma importancia. Ahora bien, esos préstamos no están incluidos en los flujos de inversión de cartera. En los mercados emergentes, una parte desproporcionada de los pasivos externos (65%) corresponde a títulos de deuda (bonos) y otra deuda de inversión (préstamos) en montos

aproximadamente iguales. La inversión en acciones y la inversión extranjera directa constituyen el 35% restante. Las entidades soberanas representan más del 60% de la cartera de títulos de deuda, en tanto que los préstamos bancarios y empresariales representan 80% de otra deuda de inversión (Avdjiev *et al.*, 2020). Aunque las entidades soberanas pueden endeudarse externamente mediante bonos en moneda local, la mayor parte de los préstamos y los bonos empresariales y bancarios transfronterizos están denominados en dólares de EE.UU.

Es importante saber qué sector deudor y qué tipo de clase de activos perdió más capital externo durante crisis pasadas de los mercados emergentes, tales como la crisis financiera mundial de 2008 y la crisis de 2013 cuando las rentabilidades de los títulos del Tesoro estadounidense se dispararon ante la sugerencia de que la Reserva Federal recortaría paulatinamente las compras de activos financieros que estimulaban la economía (episodio conocido como “taper tantrum”, en inglés). Durante esos episodios, las mayores salidas de capital de los mercados emergentes se observaron en los préstamos bancarios transfronterizos, seguidas por los bonos empresariales y los préstamos empresariales transfronterizos, como lo muestra el gráfico 2.

Los episodios de 2008 y 2013 muestran que lo ocurrido con las salidas de capital de los mercados emergentes a comienzos de la pandemia, entre marzo y mayo de 2020, podría haber sido peor. En ambos episodios, las salidas relacionadas con la deuda total del sector privado —no solo inversiones en títulos de deuda— fueron lógicamente muy superiores a los USD 30.000 millones que salieron de la cartera de inversiones de renta fija a comienzos de la pandemia. En cuanto a los USD 70.000 millones que

salieron de la cartera de renta variable, el monto no es sorprendente, dado que esta es la clase de activos de mercados emergentes más riesgosa y que la pandemia de COVID-19 representó el shock más grande desde la crisis financiera mundial en términos de la fuga de inversionistas.

Los flujos de deuda empresarial y bancaria de los mercados emergentes se mantuvieron intactos en 2020, a diferencia de lo ocurrido en 2008 y 2013, gracias a las medidas rápidas, claras y sin precedentes tomadas por la Reserva Federal. La política monetaria estadounidense es el principal determinante de los flujos del sector privado de los mercados emergentes, que son en dólares y están en manos de acreedores privados, y son sensibles al apetito de riesgo de los inversionistas internacionales.

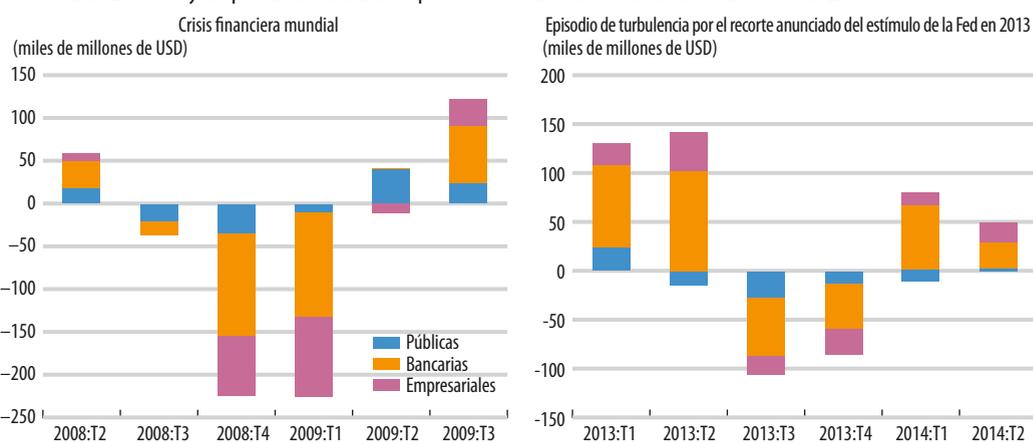
### Política fiscal

¿Ocurrirá un episodio similar al de 2013, con salidas de capitales de los mercados emergentes cuando suban las tasas de política monetaria de Estados Unidos a medida que su economía se fortalece? La respuesta depende del riesgo de cada país, que no es una función únicamente de vulnerabilidades clásicas como una deuda externa elevada, una alta proporción de la deuda del sector privado interno denominada en moneda extranjera o de la inflación, sino también de las políticas de respuesta de los mercados emergentes frente a la COVID-19. Hasta el momento, los mercados emergentes, igual que las economías avanzadas, han adoptado una combinación de política fiscal y monetaria. Como lo muestra la historia de los propios mercados emergentes, la política fiscal tiene una función específica en el nexo de la deuda externa, la deuda interna y la inflación.

Gráfico 2

#### Salidas de capital en el pasado

Los préstamos bancarios representaron las mayores salidas de capital de los mercados emergentes durante la crisis financiera mundial de 2008–09 y el episodio de turbulencia por el recorte anunciado del estímulo de la Fed en 2013.



Fuentes: Adaptado de Avdjiev *et al.* (2020). Los cálculos de los autores se basan en datos del FMI y del Banco de Pagos Internacionales.

## En un momento en que las economías de mercados emergentes necesitan todo el respaldo que puedan obtener, tienen que movilizar fondos internos y externos.

Los gobiernos de los mercados emergentes deben luchar contra la pandemia en el plano interno, y sus sectores privados deben refinanciar la deuda externa en moneda extranjera. Eso significa que los gobiernos necesitan movilizar fondos tanto interna como externamente, no solo para financiar la lucha contra la pandemia, sino también para prepararse para posibles cesaciones de pago del sector privado que requieran salvatajes financiados con fondos públicos. Sin embargo, los gobiernos de estos países tienen poco margen de maniobra fiscal. Al comienzo de la pandemia se observaron marcadas diferencias entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes en cuanto a la escala de sus programas fiscales. A comienzos de 2021, estas diferencias se habían profundizado; las economías emergentes organizaron un respaldo fiscal equivalente a solo 6% de su PIB en promedio, en comparación con alrededor de 20% en las economías avanzadas (FMI, 2021).

Las cifras de Estados Unidos pueden poner en perspectiva la magnitud del shock en relación con la crisis financiera mundial. Desde el comienzo de la pandemia hasta ahora, el respaldo activo y futuro prometido por Estados Unidos asciende a USD 7,25 billones, o 34% del PIB nacional de 2019. Tras la crisis financiera de 2007–09, el respaldo fue de USD 830.000 millones, o apenas 6% del PIB de 2007. La ayuda fiscal necesaria para un shock como el de la COVID-19 fue drásticamente mayor.

Muchas economías de mercados emergentes, carentes de los recursos necesarios para montar programas fiscales de esa escala, recurrieron a la política monetaria. Al igual que las economías avanzadas, organizaron compras de activos, los llamados programas de expansión cuantitativa (EC). Académicos y autoridades advirtieron de inmediato en cuanto a la monetización de la deuda; es decir, la impresión de dinero para comprar deuda pública. El temor es que estalle la inflación en los mercados emergentes, revertiendo el avance que tanto costó lograr durante las dos últimas décadas gracias a la adopción de regímenes de metas de inflación.

El vínculo entre la inflación y la política fiscal siempre ha aquejado a las economías de mercados emergentes. Muchas aprendieron duramente que la disciplina fiscal es crucial para que las metas de inflación den resultado. Todo titular de un banco central de un mercado emergente sabe que para controlar la inflación se requiere disciplina fiscal. El consenso de que el respaldo fiscal y la independencia del banco central son críticos para domar la inflación surgió primero en las economías avanzadas, tras los episodios de alta inflación de la década de 1970. Al igual que en las economías avanzadas, en los mercados

emergentes la independencia del banco central y la disciplina fiscal pueden evitar que los programas de EC sean inflacionarios. La piedra angular de un buen programa de EC es la credibilidad de las políticas.

Quince economías de mercados emergentes emprendieron programas de esa índole con la idea de que, de lo contrario, el aumento del déficit presupuestario inundaría el mercado con bonos públicos, empujando al alza las tasas de interés. Al comprar los bonos, los bancos centrales de los mercados emergentes buscaban un desenlace diferente (BPI, 2020; FMI, 2020). Hasta el momento, la mayor parte de dichos programas han dado resultado pese a ser pequeños; las pocas excepciones son los bancos centrales sin la credibilidad necesaria para asegurar a los mercados que no financiarían al gobierno indefinidamente. El costo de los swaps de riesgo crediticio —básicamente, un seguro contra el incumplimiento, que es un buen barómetro de los costos del financiamiento externo— refleja en parte esa falta de confianza. Los diferenciales de esos swaps han subido para ciertos mercados emergentes pero no para otros, lo cual muestra la heterogeneidad de la credibilidad de las combinaciones de política fiscal y monetaria.

En un momento en que las economías de mercados emergentes necesitan todo el respaldo que puedan obtener, tienen que movilizar fondos internos y externos. El encarecimiento del financiamiento externo puede causar desenlaces desastrosos en una coyuntura de ese tipo, sobre todo si la Reserva Federal comienza a subir las tasas, revirtiendo la orientación acomodaticia que benefició hasta ahora a los mercados emergentes. Por ende, las economías de mercados emergentes deberían equilibrar la combinación de política fiscal y monetaria con cuidado, comunicándola con transparencia y vigilando de cerca los efectos en los costos de endeudamiento externo. **FD**

**ŞEBNEM KALEMLİ-ÖZCAN** es profesor de Economía en la Universidad de Maryland, College Park.

### Referencias:

- Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemli-Özcan y Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns". NBER Working Paper 23116 National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Banco de Pagos Internacionales (BPI). 2020. *BIS Bulletin*, junio.
- Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemli-Özcan, Sevcan Yesiltas y Muhammed A. Yıldırım. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows". NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, abril y octubre.
- . 2021. *Perspectivas de la economía mundial*. Washington, DC, octubre.
- Şebnem Kalemli-Özcan 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers". Actas del simposio en Jackson Hole, septiembre.



# MERCADOS EMERGENTES EN CAMBIO CONSTANTE

Mahmood Pradhan conversa con Richard House y David Lubin sobre las perspectivas para este grupo de países

**L**os activos de mercados emergentes han demostrado una sorprendente resiliencia en el último año, frustrando las más alarmantes expectativas formuladas al inicio de la pandemia de COVID-19. No hay duda de que las cuantiosas inyecciones de liquidez de los bancos centrales han ayudado, pero algunas economías de mercados emergentes también han creado más margen para aplicar políticas, entre otras formas mediante políticas monetarias no convencionales que muchos creían solo al alcance de las economías avanzadas. De todas formas, la crisis deja huellas. La carga de la deuda de los mercados emergentes y los países de bajo ingreso está creciendo y se sitúa en niveles sin precedentes. ¿Aumentará el número de países que requieren asistencia financiera cuando cambien las tendencias de la liquidez mundial? ¿Estarán los inversionistas privados dispuestos a compartir esa carga?

Dos veteranos agentes del mercado —Richard House, director de inversiones en deuda de mercados emergentes de Allianz Global Investors, y David Lubin, jefe de economía de mercados emergentes de Citibank— explican por qué el vencimiento de esta clase de activos ayudó a limitar sus repercusiones y hace presagiar su resiliencia y el regreso a un entorno de liquidez mundial más normal. No obstante, sin duda creen necesario que el sector privado comparta la carga del ajuste en algunos países, y reclaman que el sector público, el FMI incluido, ayude a los países a aprovechar el crecimiento de la demanda de emisión de deuda respetuosa con las normas ambientales, sociales y de gobernanza.

**F&D:** ¿Les sorprende lo bien que les ha ido a los activos de mercados emergentes durante la pandemia?

**RH:** No, por dos motivos. Primero, porque estos mercados constituyen ahora una clase de activos mucho más diversificada. Segundo, porque su tenencia es mayoritariamente nacional. Cuando empecé, hace 25 años, solo había un puñado de países entre los que elegir y esta clase de activos estaba dominada por inversionistas extranjeros, como nosotros. Actualmente hay más de 80 países y la tenencia media de extranjeros se sitúa en torno al 20%, incluida la deuda corporativa. El amplio control nacional limita los contagios y ha mejorado la resiliencia de toda la clase de activos.

**DL:** La magnitud de la crisis sanitaria fue tan devastadora que los resultados podrían haber sido muy distintos. Sin embargo, la caída de las tasas de interés reales en Estados Unidos a partir de finales de marzo fue decisiva; 40 años de historia nos enseñan que, cuando esto ocurre, el capital fluye hacia las economías emergentes. Durante todo el año 2020, la emisión de eurobonos de prestatarios de economías emergentes fue de unos USD 800.000 millones, lo cual supone un incremento superior al 10% respecto de 2019. Esto sorprende especialmente, ya que muchas economías emergentes vieron reducidas sus necesidades de financiamiento externo debido a la disminución del déficit en cuenta corriente provocada por la recesión.



Richard House



David Lubin

**F&D: ¿Qué ocurrirá cuando los rendimientos a largo plazo empiecen a normalizarse en las economías avanzadas y los bancos centrales comiencen a deshacer las compras de activos?**

**DL:** Las subidas de las tasas de interés en Estados Unidos han sido una amenaza para los flujos de capital de los mercados emergentes desde la década de 1970. Recientemente, un pequeño incremento de los títulos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años causó turbulencias, pero, desde la perspectiva histórica, un rendimiento negativo en términos reales de estos títulos es ridículamente bajo. Mientras se mantenga en esos niveles, habrá que contener el peligro de que se produzcan salidas de capital significativas.

**F&D: Ustedes afirman que la mayor resiliencia de los mercados emergentes se debe a su menor dependencia de los inversionistas extranjeros. No obstante, ¿saben estos inversionistas diferenciar mejor entre países? ¿O es que la respuesta de política a gran escala de las economías avanzadas ha enturbiado las aguas?**

**RH:** A principios del año pasado, se produjo una caída en casi todas las clases de activos, aunque repuntaron con fuerza. Las inyecciones de liquidez han enmascarado algunos problemas, pero no en todas partes. Aunque la creciente marea de liquidez ha levantado muchos barcos, los determinantes macroeconómicos y políticos son los que, en última instancia, rigen los precios de los activos. Se ha producido una diferenciación considerable, sobre todo en cuanto al crédito soberano y el tipo de cambio.

**DL:** La mayor sorpresa del año pasado fue que casi todas las economías emergentes lograron relajar su política monetaria, en gran parte gracias a la Reserva Federal, que en marzo de 2020 dijo: “Dejadnos a nosotros, lo tenemos controlado”, enviando una clara señal de que la política monetaria también podía acudir al rescate de los mercados emergentes. Más complicada fue la política fiscal, porque muchos países no disponían de las mismas herramientas que las economías avanzadas.

**F&D: Si las tasas de interés a largo plazo suben impulsadas por el crecimiento en Estados Unidos, ¿podrían compensar los efectos del aumento de los costos del crédito?**

**DL:** En circunstancias normales, diría que no. Cuando Estados Unidos endurece sus condiciones monetarias, las economías emergentes pierden por salidas de capital más de lo que ganan en exportaciones. Esto se debe a que, en los últimos años, el principal impulsor de inversiones mundiales y de los precios de las materias primas no ha sido Estados Unidos sino China. Las cuentas de capital de los mercados emergentes se ven influidas por las decisiones de Washington, pero en sus cuentas corrientes la influencia de Beijing es mayor.

Lo ideal sería una mayor debilidad de Estados Unidos, con tasas de interés bajas que empujen el capital hacia los mercados emergentes, combinada con una mayor pujanza de China que impulse el comercio y la inversión. Si el plan de infraestructura del presidente Biden lograra aumentar su influencia sobre el crecimiento de la inversión mundial, los países emergentes saldrían beneficiados, sobre todo si China da un giro hacia el consumo.

**F&D: Los mercados emergentes hicieron mayor uso de políticas no convencionales. ¿Significa esto que algunos países disponen de un arsenal de herramientas más amplio de lo que se pensaba?**

**RH:** Es difícil generalizar, ya que se han aplicado distintas formas de expansión cuantitativa. No obstante, comparado con hace tan solo unos años, todos los bancos centrales han actuado de forma no convencional. La narrativa de que los países emergentes no pueden aplicar la expansión cuantitativa porque si no se desata el infierno ya es historia.

**DL:** Hay una gran diversidad. India, por ejemplo, ha anunciado con éxito una política de expansión fiscal combinada con límites sobre los rendimientos de los bonos. Si otros lo intentasen, se producirían enormes salidas de capital. La diferencia suele estar en la confianza de los mercados en el potencial de crecimiento de cada país, así como en el grado de apertura de su cuenta de capital.

**F&D: ¿Les preocupa el aumento de la carga de la deuda? ¿Podrán los mercados emergentes, y sobre todo los países de bajo ingreso, saldar sus deudas?**

**RH:** Las consecuencias financieras de la COVID-19 son problemáticas en todo el mundo. Una preocupación más inmediata es la disparidad de crecimiento entre países. Lamentablemente, la distribución de vacunas en las economías emergentes será mucho más lenta que en las avanzadas. Los mercados no prestan atención a esa disparidad. Aunque las economías emergentes se recuperarán, no creo que la relación deuda/PIB pueda volver a los niveles de antes de la COVID-19 hasta dentro de muchos años.

**DL:** En esto coincido. Acumular grandes cantidades de deuda en divisas es mucho más peligroso. De todos modos, es algo que todavía queda lejos. Indicadores como el coeficiente de servicio de la deuda externa y la relación deuda/reservas de divisas no parecen excesivamente tensionados, en términos históricos. Un nivel bajo de las tasas de interés en Estados Unidos mantendrá reducido el costo del servicio de la deuda. El denominador común de las crisis de las décadas de 1980 y 1990 fue la falta de activos en dólares de las economías emergentes. En los últimos 20 años, muchas de ellas han hecho verdaderos esfuerzos para acumular reservas de divisas. En algunos países, el problema que plantea la deuda interna es peor. Los inversionistas y el FMI tienen poca experiencia y no saben qué repercusiones podría tener una crisis así. En los últimos 40 años, hemos lidiado sobre todo con la deuda externa.

**RH:** La principal diferencia es que, afortunadamente, los tipos de cambio fijos han pasado a la historia. Por eso, no creo que vuelva a producirse otra gran crisis sistémica en los mercados emergentes. Quizás en algunos países, a nivel de empresas, pero no a nivel soberano.

**F&D: ¿Creen que muchos países van a necesitar asistencia financiera del FMI u otras instituciones multilaterales? ¿Puede el sector privado compartir la carga del ajuste?**

**RH:** Las emisiones, tanto soberanas como corporativas, llegaron a niveles récord en los mercados emergentes en el primer trimestre de 2021, a pesar de la considerable revaloración de los títulos del Tesoro de Estados Unidos. Algunos países con problemas de liquidez o solvencia requerirán más asistencia del FMI y una posible participación del sector privado en la reestructuración. Cualquier persona con conocimientos básicos sobre análisis de balances soberanos lo sabe. No creo que vaya a haber contagios. No se produjeron después de las recientes quiebras o reestructuraciones en Argentina, Ecuador y Líbano. ¿Por qué tendrían que producirse ahora? Sin duda, el sector privado debe participar cuando la deuda sea claramente insostenible.

**DL:** A los gestores de cartera se les paga por evaluar riesgos. El FMI introdujo su política de concesión de préstamos a países con atrasos en la década de 1980. Si los acreedores privados todavía creen que el FMI los va a rescatar, es que no están haciendo bien su trabajo.

**F&D: ¿Pueden los mercados emergentes y los países de bajo ingreso beneficiarse de la mayor demanda de préstamos acordes con las normas ambientales, sociales y de gobernanza (ESG)?**

**RH:** Es una clase de activos incipiente, pero con un potencial enorme. Con un valor estimado de USD 16.000 millones, representa solo un 4% de

los fondos gestionados en mercados emergentes, pero ahora todos los inversionistas los quieren: tres de cada cuatro reuniones que tengo con clientes son para discutir nuestras estrategias en esta clase de inversiones.

El FMI puede ayudar a los países más pequeños a involucrarse, sobre todo teniendo en cuenta su compromiso de ayudarlos a alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. Existen principios de uso internacional sobre bonos verdes, sociales y sostenibles, con grandes cantidades de datos públicos y privados disponibles. El FMI puede ayudar a supervisar la participación y la información.

**F&D: ¿Debe el FMI centrarse en ayudar a los países a desarrollar su capacidad de emisión de bonos verdes, o en la supervisión y el control?**

**RH:** Los bancos de inversión están impacientes por ayudar a los países a emitir estos bonos. El FMI podría asistir en las tareas de supervisión y participación, especialmente en aspectos sociales y de gobernanza. Resulta alentador que el FMI haya abordado estas cuestiones en sus informes. Colaborar con los países es fundamental. Es lo que siempre plantean los inversionistas.

**DL:** Es un ámbito complicado, porque el dinero es fungible. Un país puede decir que está recaudando fondos para invertir en un proyecto verde, o para construir colegios en comunidades rurales pero, ¿cómo podemos estar seguros de que es así?

También es problemático que las calificaciones ESG guarden una estrecha correlación con el PIB per cápita. Me preocupa que, cuando los bonos verdes y de responsabilidad social se afiancen en los mercados mundiales, las consecuencias puedan ser perjudiciales. Los flujos de capital hacia países de menor ingreso podrían correr peligro.

**F&D: Pero, ¿no se trata precisamente de eso, de ejercer presiones económicas sobre los gobiernos para que abandonen las malas prácticas?**

**DL:** Los inversionistas están acostumbrados a evaluar los ESG en función del riesgo. Los aspectos social y de gobernanza siempre han formado parte del análisis, porque se incluyen en el riesgo de crédito, pero cada vez más las inversiones se basan en valores. “Este país trata muy mal a los periodistas; no voy a invertir allí hasta que el problema se solucione”, por ejemplo. Si esta forma de pensar se infiltra en el proceso de inversión, no sé quién va a salir ganando. La ventaja que puedan tener los inversionistas podría terminar perpetuando la situación. [FD](#)

---

**MAHMOOD PRADHAN** es Subdirector del Departamento de Europa del FMI.



# Avalancha de vídeos en continuo

La emisión de vídeos en continuo (*streaming*) ofrece a los mercados emergentes un canal para distribuir contenidos a escala nacional e internacional

Adam Behsudi

**E**lla es una bella abogada nigeriana. Él, un apuesto agente financiero indio. Una historia de amor que traspasa fronteras, inmortalizada en una película igual de transcultural: filmada y producida en Nigeria, editada en India y estrenada por Netflix para un público global.

Más allá del rechazo de los padres y los empalagosos números de baile incluidos en el guión, la fusión del Nollywood nigeriano y el Bollywood indio en *Namaste Wabala* (“Hola problema” en hindi y pidgin nigeriano) refleja lo pequeño que se ha quedado el mundo del espectáculo en la nueva era del vídeo en continuo.

Gigantes como Netflix, Disney+ y Amazon están llegando a nuevos públicos, con una superposición de mercados nunca vista. Esto abre las puertas de nuevas posibilidades a la nueva industria cinematográfica y televisiva de algunos de los mercados emergentes

más dinámicos, cambiando las reglas económicas de la producción cinematográfica y redefiniendo qué es lo que puede tener éxito.

“Lo genial es que la tribuna es la misma para todos. Esto es lo más apasionante, al tratarse de una película de Nollywood: adónde va, con qué producciones de Hollywood compite, su buena acogida”, cuenta Hamisha Daryani Ahuja, nigeriana de tercera generación y con raíces indias, que creó, dirigió, produjo y participó como actriz en la película que Netflix estrenó el Día de San Valentín.

La comedia romántica de Ahuja irrumpió brevemente en la lista de las 10 más vistas de Netflix en Estados Unidos, generando entusiasmo por la reciente expansión de la empresa en África.

El crecimiento de los servicios de emisión en continuo no ha hecho sino consolidar la industria del espectáculo como impulsora de la actividad



económica en los principales mercados emergentes; por ejemplo en India, donde según estimaciones el sector representa el 1% del PIB; en Nigeria, donde más de un millón de personas trabajan directa o indirectamente para Nollywood (segundo empleador en importancia después de la agricultura), y en China, que el año pasado superó a Estados Unidos en ventas de taquilla. Aunque los efectos de la pandemia han sido inevitables, la gente no ha perdido las ganas de entretenerse, y la digitalización de contenidos está cambiando las reglas del juego.

“Creo que estamos al principio de una enorme ola de contenido internacional y de un aumento nunca visto de la inversión en este tipo de contenido”, asegura Stefan Hall, jefe de proyecto y responsable de medios, ocio y cultura del Foro Económico Mundial.

### La infraestructura es la reina

En los principales mercados emergentes de Asia, el crecimiento de los servicios de emisión en continuo se ha disparado (gráfico 1). En India, las suscripciones a estos servicios pasaron de 4,5 millones en 2017 a 59,6 millones en 2020. Indonesia pasó de 200.000 a 8 millones de suscriptores entre 2017 y 2020. Según Media Partners Asia, una empresa de investigación y consultoría independiente, Tailandia y Filipinas registraron un crecimiento del 130% y el 71%, respectivamente.

“En los últimos tres o cuatro años, estos mercados han vivido una revolución móvil, sobre todo en India, con una subida espectacular del volumen de datos”, revela Vivek Couto, director ejecutivo de Media Partners Asia, establecido en Singapur. “Desde el punto de vista de la infraestructura, el panorama se ha multiplicado”.

En India, la rápida expansión del acceso a Internet ha estimulado una competencia feroz entre los mayores operadores de telecomunicaciones, provocando una reducción de precios de los datos, que son ahora de los más bajos del mundo. El acceso a los servicios de vídeo en continuo se realiza mayoritariamente desde teléfonos inteligentes, y en India el consumo de datos por teléfono es uno de los más altos del mundo.

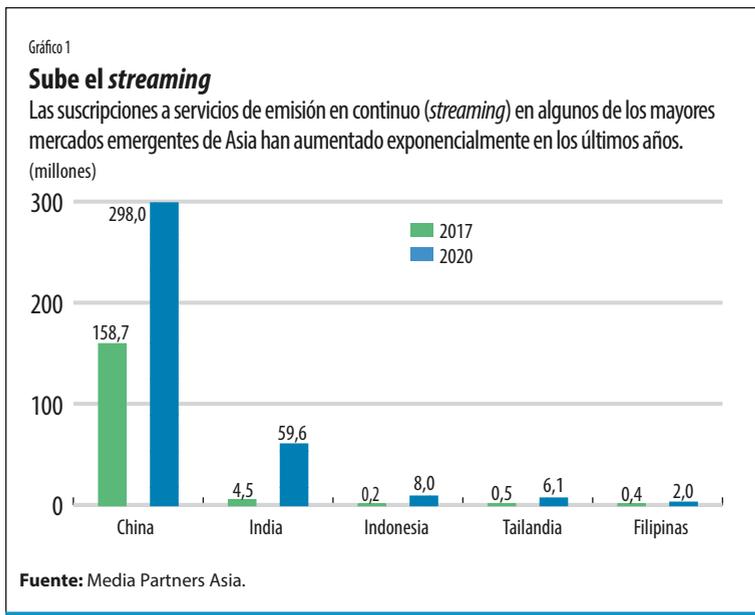
En 2019 Netflix India lanzó un plan solo para móviles que permitía a los usuarios ver contenido en continuo en sus teléfonos o tabletas por menos de USD 3 al mes. En Malasia, Netflix puso en marcha un plan similar. En el otro extremo del mundo, Telefónica, con sede en España y uno de los principales operadores de servicios de telecomunicaciones en América Latina, anunció en 2018 una colaboración multianual que permitiría a sus miembros suscribirse fácilmente a Netflix a través de las plataformas que tiene en la región. En África, donde la cobertura de Internet es más complicada, la emisión de vídeo en continuo funciona a través de empresas de telecomunicaciones para facilitar el pago a los futuros suscriptores.

Esta tendencia no ha hecho más que acelerarse con la pandemia de COVID-19. Según una encuesta anual realizada entre miles de espectadores de 10 economías avanzadas y de mercados emergentes, casi la mitad de ellos se suscribieron a servicios de emisión en continuo durante el primer semestre de 2020, alegando como motivo principal que pasaban más tiempo en casa.

En muchos países, este nuevo nivel de conectividad ha facilitado la entrada de los principales actores de la emisión en continuo, redefiniendo, a su vez, las posibilidades y aumentando la competencia en el ámbito de la creación de contenidos.

Aunque estos servicios han facilitado que los contenidos cruce fronteras y lleguen a mercados regionales, o a una audiencia global, el interés principal sigue siendo atraer y retener a suscriptores que quieren más opciones a nivel nacional.

En 2019 Disney+ adquirió Hotstar, el principal servicio de vídeo en continuo de India, que ahora controla el 30% de la base de suscriptores de esta clase de servicios. Netflix viene intensificando su inversión en creación de contenido local en nuevas partes del mundo, como África, donde el año pasado se abrió paso con más contenidos originales. El titán del vídeo en continuo, que comenzó como servicio de alquiler de DVD por correo, ganó 36,6 millones de nuevos clientes en 2020, el mayor incremento de la historia, y cuenta ahora con más de 200 millones de suscriptores en el mundo. Amazon, que en 2019, algo poco común, se



disculpó públicamente en India por la emisión de una serie de televisión considerada ofensiva para los hindúes, no dio señales de retirarse del mercado tras anunciar en marzo su intención de no limitarse a programas de televisión y coproducir su primera gran película de Bollywood.

Aunque las empresas con sede en Estados Unidos sufren cierta competencia proveniente de los servicios de vídeo en continuo nacionales, han pasado a ser dominantes, al estar dispuestas a gastar mucho dinero en el financiamiento de contenidos locales.

“El ecosistema del contenido local es importante”, afirma Couto. “A medida que los grandes gigantes de Internet (Netflix y Amazon) y Disney vayan creciendo en estas amplias regiones, es fundamental que se comprometan a invertir a escala local en el crecimiento de la economía creativa, porque de lo contrario aumentará la hostilidad contra ellos”.

## Una vía de dos sentidos

El comercio de bienes culturales, como películas o música, ha estado siempre plagado de sensibilidades culturales y políticas, y todavía lo está.

Los países europeos exigen desde hace tiempo que una cierta parte de las emisiones de contenido, ahora también en continuo, sea de producción local. China ha optado por someter a escrutinio el contenido extranjero, generando así sólidos servicios de emisión en continuo dominados por las empresas chinas Tencent e iQiyi. En India las sensibilidades culturales han obligado a grandes empresas estadounidenses a rectificar el rumbo para poder seguir creciendo.

Sin embargo, Joel Waldfogel, catedrático de Economía de la Universidad de Minnesota asegura que, en los mercados en los que operan gigantes estadounidenses como Netflix y Amazon, estos han actuado más como facilitadores del libre comercio que como potencias culturales.

“Lo que sorprende gratamente es que este comercio es una vía de dos sentidos. Ahora es una carrera de caballos”, opina Waldfogel, que estudia cómo la digitalización del contenido afecta a las economías creativas. “Hemos observado que, incluso en las producciones un poco más largas, los costos se han reducido tanto que ha habido una explosión de creación musical y cinematográfica”.

En su libro titulado *Digital Renaissance*, publicado en 2018, Waldfogel sostiene que la digitalización del contenido marca el inicio de la época dorada de la cultura popular.

Las nuevas tecnologías han puesto la producción cinematográfica al alcance de más personas. Internet, por su parte, ha ampliado los canales de distribución. Para las películas, esto conlleva eludir los cines

tradicionales y los estrenos de taquilla. En plena pandemia, esta tendencia se ha acelerado incluso en mercados como India, donde el acceso directo a las emisiones en continuo ha ido a la zaga de Estados Unidos.

Estos servicios han situado las producciones de bajo presupuesto en el mismo nivel que películas taquilleras de alto presupuesto.

“Cuesta mucho predecir si un producto cultural irá bien, es decir, saber si gustará a los consumidores en el momento de tomar la decisión de invertir”, prosigue Waldfogel. “En Hollywood, suele decirse que nadie sabe nada”.

No obstante, el auge de los servicios de emisión en continuo ha restado incertidumbre a la producción cinematográfica. En términos económicos, Internet ha creado economías de escala y de alcance, lo cual significa que hay más oferta y demanda de una mayor cantidad y variedad de contenido creativo. La mayor facilidad para proporcionar a los espectadores aquello que desean ver ha dado lugar a un modelo de negocio más eficaz que puede adaptarse a casi cualquier rincón del mundo.

Esto ha sido una buena noticia para los mercados emergentes con amplias audiencias cautivas y capacidad para producir contenido. Los servicios de emisión en continuo de Netflix y Amazon han sido determinantes a la hora de ofrecer nuevas vías a la industria televisiva y cinematográfica en estos mercados y aumentar la competencia con las emisoras nacionales.

“Para un productor, no hay nada como ser visto más allá de su alcance geográfico natural”, afirma Couto de Media Partners Asia. “Para las entidades culturales de un país, ya sean gobiernos o instituciones, una historia que representa al país, que da a conocer sus valores y tiene una proyección mundial, es también muy importante, porque todo tiene su recompensa económica”.

Para Ahuja, productora de *Namaste Wahala*, la oportunidad surgió de la invitación a un estreno con ejecutivos de Netflix en Lagos, en febrero de 2020. La promoción del preestreno de su película había acaparado atención. El estreno de la película en los cines de Nigeria estaba previsto para abril de 2020, pero estalló la pandemia, y el gigante del vídeo en continuo le dio una oportunidad.

“Creo que ahora mismo el mercado favorece producción de contenido”, asegura. “No me parece que haya un límite para la cantidad de contenido que se publica”. **FD**

**ADAM BEHSUDI** es redactor de *Finanzas & Desarrollo*.



# UNA INNOVADORA INCLUSIVA

*Peter J. Walker traza una semblanza de **Rohini Pande**, de la Universidad de Yale, cuya labor se concentra en cómo hacer que la vida sea más equitativa mejorando las instituciones*

**E**n 1990 el gobierno de India anunció que reservaría algunos empleos públicos para ciudadanos de castas inferiores, lo cual provocó grandes protestas estudiantiles y violencia, incluso autoinmolaciones. En la relativa paz del aula, Rohini Pande, estudiante de segundo año de economía en la Universidad de Delhi, argumentó que las personas deberían obtener empleos en función del mérito, no mediante un tratamiento especial.

Dos años después, una nueva experiencia transformó su posición. Tras criarse y madurar entre la élite privilegiada de India, se encontró como pez fuera del agua al llegar a la Universidad de Oxford, pese a estar ahí gracias a una prestigiosa beca Rhodes.

“Había una jerarquía diferente entre los de Estados Unidos y los de Asia y África”, dice Pande en una videoentrevista. “Los becarios provenientes de países más pobres venían a Oxford para recibir una educación de alta calidad no disponible en esos lugares, mientras que para muchos estadounidenses era solo un receso de dos años antes de regresar a selectas universidades de élite de su país”.

Este desequilibrio impulsó a Pande a pensar más profundamente acerca de la equidad, y ahora veía el drama de las castas inferiores de India desde la óptica de su situación de desventaja, afirma.

“Como a muchos nacidos en condiciones de privilegio, me llevó mucho tiempo reconocer lo que significaba el privilegio”, dice. Esta experiencia ha resonado a través de su carrera y la ha llevado a tratar de comprender el papel de las instituciones en la vida de la gente.

Pande, de 49 años, es “una de los economistas del desarrollo más influyentes de su generación”, según la Asociación Estadounidense de Economía, y ha hecho innovadoras contribuciones a la economía política, el desarrollo internacional, la economía de género, la lucha contra la corrupción y los esfuerzos para combatir el cambio climático.

“Su labor se caracteriza por una insistencia en preguntarse no simplemente qué cosas servirán para mejorar la vida de los pobres, sino por qué, y lo que eso nos enseña acerca de cómo deberían estructurarse las instituciones y cómo deberíamos ver el mundo”, dice Charity Troyer Moore, Directora de estudios económicos sobre Asia meridional en Yale.

En 2019, Pande fue nombrada Profesora de Economía en la cátedra Henry J. Heinz II en la Universidad de Yale y Directora del Centro de Crecimiento Económico. Pasó los 13 años anteriores como catedrática en la Escuela Kennedy de Harvard. Allí fue cofundadora de Evidence for Policy Design (Evidencia para el diseño de políticas), un programa que trabaja con gobiernos de economías en desarrollo para abordar problemas sobre políticas públicas. Pande recibió el Premio Carolyn Shaw Bell 2018 por promover el estatus de las mujeres en la Economía.

## Economía política

“He aprendido mucho de Rohini a través de los años”, dice su excolega y profesor de Harvard Dani Rodrik. “Su enfoque del desarrollo siempre ha estado impregnado por la idea de que el subdesarrollo y las desventajas están tan cimentados en la política como en la Economía”.

Para su tesis doctoral en la Escuela de Economía de Londres, después de Oxford, Pande se centró en los esfuerzos de India por aumentar la representación de las minorías en la política, permitiendo solo a las castas desventajadas competir electoralmente en determinadas jurisdicciones, una política conocida como “reserva política”. Observó que a nivel estatal esa práctica aumentó la redistribución en favor de los grupos desfavorecidos, lo cual señala un vínculo directo entre la representación política y la influencia en las políticas públicas.

Pande siguió explorando esta asociación concentrándose en la importancia de instituciones políticas sólidas para el desarrollo y el alivio de la pobreza. Recientemente planteó que el éxito en la lucha contra la pobreza depende menos de la ayuda directa y más de la creación de instituciones democráticas eficaces de modo que las poblaciones vulnerables puedan hacer que sus representantes implementen políticas redistributivas.

“Una democracia funcional requiere mucho más que una institución que permita a todos votar cada tantos años”, sostiene. “Es fundamental que los ciudadanos estén bien informados, y necesitamos proteger a las instituciones democráticas de la corrupción”.

La política es algo personal para Pande. Su madre es Mrinal Pande, una destacada periodista de India, que recientemente fue acusada de sedición por informar sobre una importante protesta de agricultores.

“Una democracia efectiva requiere una prensa libre vigorosa”, dice Rohini. “Los políticos pueden verla como una distracción indeseable, pero sin ella están volando a ciegas, y el país terminará pagando un precio”.

## Desafiar el pensamiento establecido

Las instituciones financieras eficaces también son esenciales para el desarrollo, y la labor de Pande ha puesto repetidamente a prueba las creencias generalizadas.

Su estudio de 2005 sobre los bancos rurales, realizado con Robin Burgess de la Escuela de Economía de Londres, cuestionó la opinión dominante en ese momento de que, como los bancos rurales respaldados por fondos públicos no eran rentables, no constituían una buena forma de apoyar el desarrollo. Sin embargo, los investigadores mostraron que los bancos rurales fueron diseñados no necesariamente para ser rentables sino para llegar a los hogares pobres y reducir la pobreza. Medidos según dicha métrica, específicamente en India, los bancos rurales lograron sus objetivos prioritarios.

“El estudio aportó una contribución de extraordinaria importancia a la economía del desarrollo al establecer una relación causal entre el crédito y la reducción de la pobreza”, afirma la jefa de misión del FMI Petia Topalova a *F&D*. Topalova fue profesora invitada en Harvard cuando Pande trabajaba allí, y colaboró con ella en la investigación.

En el ámbito conexo de las microfinanzas, Pande ha cuestionado la idea de que los reembolsos deben ser frecuentes para impedir incumplimientos. Centrándose en el propósito principal de estas iniciativas, en el curso de varios años identificó los beneficios de ofrecer plazos de reembolso más flexibles. Entre ellos, cabe mencionar menores costos de transacción, menor presión financiera para los beneficiarios y una mayor inversión empresarial.

Junto con la ganadora del Nobel y frecuente colaboradora Esther Duflo, del Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT), Pande tomó una postura firmemente arraigada respecto al efecto de las represas en el desarrollo. Las investigadoras mostraron que, de hecho, las represas elevan la pobreza en las zonas donde se las construye al provocar perturbaciones y desplazamientos por los cuales las personas más pobres no son adecuadamente compensadas. Aunque la pobreza disminuye aguas abajo, tales beneficios no compensan el deterioro de la situación en las proximidades de una represa.

Esas observaciones causaron cierta crispación. Un alto funcionario del Banco Mundial se quejó ante catedráticos del desarrollo en Yale y MIT, lo cual causó bastante gracia en el cuerpo docente. La protesta “surgió de la fuerte creencia en ese momento —alrededor de 2005— de que los grandes proyectos de infraestructura eran buenos para el crecimiento y que la distribución tenía menor importancia”, afirma Pande.

“Rohini tiene un inigualable sentido de la empatía”, dice Duflo. “Por eso comprende cosas acerca de la vida de la gente que ni siquiera habían pasado por mi mente. Recorrer con ella el largo trayecto desde esa intuición inicial hasta una investigación publicable ha sido una de las grandes recompensas de nuestra colaboración”.

### La política de género

Junto con Duflo y Topalova, Pande ha analizado cuestiones relativas a la representación política y el género.

Hace una década estudiaron cómo los cupos femeninos para la dirigencia local inciden en la percepción de las personas sobre su efectividad. India reformó su constitución en 1993 a fin de reservar un tercio de los puestos de gobiernos locales para las mujeres. Entre 1992 y 2005 la proporción de líderes femeninas locales aumentó de 5% a 40%.

Las autoras encuestaron a 7.000 hogares en 495 aldeas seleccionadas al azar en Birbhum, un distrito mayormente rural y pobre situado en Bengala Occidental. En cada hogar, entrevistaron a un varón adulto, una mujer adulta y todos los adolescentes entre 11 y 15 años de edad.

Observaron que cuanto más liderazgo femenino había, más percibía la gente que los líderes actuaban de manera efectiva. También descubrieron que tener líderes femeninas elevaba las aspiraciones de madres y padres respecto de sus hijas, así como las ambiciones de las niñas. “El efecto duradero de nuestro trabajo fue que las creencias de las personas de hecho pueden cambiar si ven mujeres en posiciones de liderazgo”, dice Pande.

Si bien el efecto respecto al modelo a seguir era claro, el estudio no encontró evidencias de cambios en las oportunidades laborales de las jóvenes. Como “cerca de 100 millones de mujeres indias dicen que aceptarían un trabajo si se les ofreciera”, Pande afirma que hay evidencia de que preferirían estar empleadas que hacer tareas domésticas.

Por lo tanto, Pande, se concentra ahora en las normas sociales que desalientan el empleo de las mujeres. Una forma de sortear tales nociones es dejar que las mujeres administren el dinero que ganan, afirma.

Pero además de tener una cuenta bancaria, las mujeres también necesitan educación financiera, según un estudio reciente de Pande y Simone Schaner, de la Universidad del Sur de California.

“Si se imparten a las mujeres conocimientos bancarios básicos y se las registra en sistemas de depósito directo, en vez de que no tengan cuentas o solo tengan una propia, aumenta su participación tanto en el programa público asistencial con contraprestaciones como en el mercado laboral del sector privado”, dice Schaner.

Pande recalca que las redes de interacción femenina “pueden hacer que se reconozca que una mujer tiene alguien más de quien aprender, de quien depender, y comprender que las creencias de una comunidad acerca del trabajo femenino quizá no sean tan negativas como alguien podría pensar”, escribió para *ET Evoke*, una publicación del periódico *Economic Times* de India.

### De la corrupción al clima

El cambio de actitudes es también una parte importante de la labor de Pande sobre la corrupción. Su estudio ampliamente citado sobre la corrupción, realizado con Benjamin Olken del MIT, refutó la idea de que los países más pobres son más susceptibles a la corrupción porque están dispuestos a tolerarla. Al contrario, allí se mostró que las “personas son potencialmente tan corruptas en los países ricos como en los pobres, pero lo que varía son las instituciones”, indicando la necesidad de mejorar la transparencia y fortalecer los mecanismos de control.

Debido a su interés en la corrupción Pande se involucró en cuestiones relativas al clima, aunque en parte fue por azar. Hace poco más de una década conoció en un curso de capacitación ejecutiva en Harvard a Amee Yajnik, una abogada de la Junta de Control de la Contaminación de Gujarat que es hoy representante de ese estado en el Parlamento. Mantuvieron una conversación acerca de la dificultad de obtener datos fiables sobre las emisiones de carbono.

Esto le interesó a Pande, que investigó cómo mejorar la calidad de la información abordando los conflictos de intereses entre los emisores y los reguladores. “Mi interés en el clima surgió en gran medida al pensar en temas relativos a la corrupción”, dice. Trabajó con Dufflo y Michael Greenstone, de la Universidad de Chicago, sobre cómo alinear los incentivos para obtener información fiable sobre la contaminación.

Una recomendación fue no seguir permitiendo que los emisores elijan sus propios auditores, algo que creaba conflictos de intereses, sino asignar auditores en forma aleatoria y pagarles una remuneración fija. Si bien esta política redujo la corrupción, el otro trabajo de las autoras sugiere que un costo potencial es la imposibilidad de aprovechar los datos blandos que pueden obtener algunos supervisores, lo cual exige un delicado equilibrio. A la hora de regular las emisiones de carbono y luchar contra el cambio climático puede ser crucial contar con mejor información, independientemente de cómo se obtenga. Pande y sus colegas están ahora estudiando la posibilidad de reducir las emisiones a través de sistemas de comercialización de emisiones, promovidos por la innovación en los procesos de monitoreo continuo.

Cambios institucionales como estos podrían hacer una gran diferencia en la lucha contra el cambio climático. Pande y sus colegas estimaron que una información perfecta sobre las emisiones fabriles, que podría lograrse mediante innovaciones de monitoreo continuo, aumentaría la mitigación total en un 30%.

Pande ha trabajado con las autoridades en cuestiones relacionadas con el cambio climático, y en 2009, a través del programa Evidence for Policy Design, contribuyó a crear en Gujarat el primer sistema de comercio de emisiones de partículas del mundo.

### Servir como mentor para otros

Pande es una mentora comprometida. La carta en respaldo de su Premio Carolyn Shaw Bell y los comentarios hechos durante la ceremonia de entrega estuvieron llenos de reconocimientos y elogios de estudiantes antiguos y actuales.

“Todo lo de Rohini es inusual”, le dice a *F&D* Natalia Rigol, una profesora de Harvard de quien Rohini fue mentora. Pande trata a los demás con

una generosidad “poco habitual en esta profesión”, afirma Rigol. Señala que Pande insiste en mencionar como autores a todas las personas que intervienen en las publicaciones académicas, sin importar su rango.

En sus esfuerzos por garantizar que las mujeres participen, y se sientan cómodas, en el estudio de la Economía, Pande hace valer su conocimiento en materia de instituciones. Sus recomendaciones incluyen combatir los estereotipos, reconocer perspectivas e ideas diversas, sistematizar cómo se evalúan los candidatos a un empleo y dar mayor visibilidad a los ejemplos femeninos. Pande subraya la importancia de garantizar que haya al menos una mujer disertante en cada serie de seminarios, y ha amenazado con boicotear conferencias que carezcan del suficiente equilibrio de género. Los estudiantes de Economía citaron a Pande como inspiración cuando solicitaron y lograron que se quitaran de la entrada principal del departamento un conjunto de pinturas de profesores varones blancos. En su propio caso, Pande identifica como inspiradoras a Claudia Goldin, de Harvard, y a Penny Goldberg, de Yale.

### En sus esfuerzos por garantizar que las mujeres participen, y se sientan cómodas, en el estudio de la Economía, Pande hace valer su conocimiento en materia de instituciones.

El respeto es mutuo. Goldin afirma que la ha “impresionado siempre la generosidad de Rohini como docente, su dedicación como mentora y sus inagotables esfuerzos por proporcionar toda clase de bienes públicos (incluidas deliciosas comidas)”. A su vez, Goldberg cita sus “investigaciones de vanguardia, su compromiso editorial y su liderazgo del Centro de Crecimiento Económico de Yale”.

Una nueva iniciativa llamada Economía de la inclusión representa un punto central de la labor de Pande sobre la pobreza. Dirigida por Pande y Charity Troyer Moore y con sede en Yale, utiliza enfoques fundados en datos para encontrar formas en que los pobres puedan ganar influencia y reclamar su justa participación en el crecimiento.

“Hay un círculo vicioso de desigualdad creciente y debilitamiento de las instituciones —particularmente las democráticas— que se verá exacerbado por los límites planetarios al crecimiento”, dice Pande. “¿Qué clase de reformas institucionales podrían ayudarnos a revertir ese círculo vicioso y crear en cambio un círculo virtuoso de mejores instituciones y menor desigualdad?”. **FD**

**PETER J. WALKER** integra el equipo de *Finanzas y Desarrollo*.



FOTO: CORTESÍA DE TREVOR MANUEL

## Primero la gente

*El ministro de Hacienda de Sudáfrica de mayor trayectoria en el cargo, Trevor Manuel, reflexiona sobre la década perdida del país y el financiamiento de la respuesta de África a la COVID-19*

**CUANDO EL RÉGIMEN DEL APARTHEID** cedió el poder tras las primeras elecciones democráticas de Sudáfrica en 1994, la economía estaba devastada y era profundamente desigual. Los costos del servicio de la deuda como porcentaje del PIB eran agobiantes. Trevor Manuel —un veterano de la lucha contra el apartheid que fue nombrado ministro de Hacienda— tomó una decisión difícil. Reorganizó el proceso presupuestario

y fijó una meta rigurosa de reducción del déficit. Para 2006, la economía crecía a su ritmo más veloz en más de dos décadas, y el déficit presupuestario era cercano a cero, resultados que pocos consideraron posibles. “Parte del liderazgo”, afirmó Manuel, “reside en no tener miedo de adoptar una posición firme sobre ciertos temas si se actúa con fundamentos sólidos”. Esa postura lo ha guiado a través de toda su carrera. Categórico en su crítica del “viejo orden”, prestó con firmeza voz y representación a las economías de mercados emergentes y en desarrollo en la agenda internacional, al presidir tanto el Comité para el Desarrollo del Banco Mundial como el Comité sobre la reforma de la estructura de gobierno del FMI.

Su labor en defensa de un marco de igualdad continúa, en su carácter de enviado especial de la Unión Africana para la respuesta de África a la COVID-19, tras 20 años como ministro del gabinete de los primeros cuatro presidentes democráticos de Sudáfrica. En una entrevista con Analisa Bala, de *F&D*, Manuel habla acerca de las dificultades de Sudáfrica y de los recursos necesarios para superar la pandemia en África.

**F&D:** Como ministro de Hacienda usted introdujo difíciles reformas presupuestarias y supervisó la fase más prolongada de crecimiento económico de Sudáfrica. ¿Qué consejo les daría a los países que enfrentan opciones difíciles?

**TM:** Según la Constitución, los miembros del Gabinete son responsables colectiva e individualmente ante el Parlamento. El presupuesto representa esa responsabilidad colectiva, de modo que era mi tarea como ministro de Hacienda persuadir al Gabinete de que debíamos reducir la relación deuda/PIB. Creamos comités técnicos en el Tesoro, invitando a otros departamentos a explicar sus necesidades de gasto, y establecimos un marco de gastos a mediano plazo para mejorar la planificación. Varios meses antes de la presentación formal del presupuesto, entregamos una declaración de política presupuestaria al Parlamento para fijar el tamaño de la dotación para gastos, de acuerdo con las prioridades del gobierno. En cierto modo, el sistema estaba diseñado para obligarnos a vivir dentro de nuestras posibilidades; esa fue nuestra fortaleza. Podíamos coincidir sobre la forma de manejar las cosas porque la gente quería ser parte de la concreción de la democracia.

Esa actitud ya no existe más. La década del mandato de Jacob Zuma no fue solo “perdida”, como si todo fuera estático. Retrocedimos. El Tesoro era considerado como una entidad demasiado poderosa, de modo que el presidente trató de desarmarlo. Ese debilitamiento ha producido los resultados que ahora vemos. La capacidad de recaudar impuestos ha quedado debilitada y nuestra eficiencia en la

asignación general de recursos, destruida por el nivel de corrupción. Puede estar en el poder el mismo partido, pero es un país muy diferente.

**F&D: Sudáfrica salió del aislamiento internacional para convertirse en uno de los mercados emergentes más prometedores del mundo, pero en los últimos años su desempeño ha sido inferior al de sus pares. ¿Qué lo está retrasando?**

**TM:** Probablemente el 60% de los miembros de la federación sindical, COSATU, son funcionarios públicos. Si comparamos las escalas salariales de los empleados públicos de Sudáfrica con las de países comparables de mercados emergentes en promedio de PPA [paridad de poder adquisitivo], les va relativamente bien. Pero eso saca recursos estatales de la mesa.

Muchas personas que trabajaron en el Tesoro cuando yo era ministro no estaban allí porque se les pagaba extraordinariamente bien. Había un espíritu de equipo que los obligaba a cumplir lo prometido; esa es la forma de impulsar el cambio. Cuando juntos asumimos una responsabilidad y podemos acordar una agenda que no tenga motivaciones ideológicas, las instituciones pueden sobrevivir a los ministros. La pureza ideológica es el mayor freno a la transformación de Sudáfrica.

**F&D: El país lucha contra la desigualdad desde hace mucho tiempo. ¿Qué puede hacer de manera diferente?**

**TM:** Es primordial proveer una red de protección social —en Sudáfrica está muy averiada— y eso significa reexaminar constantemente qué constituye un “salario social”. Esto va más allá de las prestaciones de desempleo. Se trata de lograr un sistema de asistencia social que funcione para las personas que más lo necesitan. Se trata de la calidad de la educación y la atención de la salud, y de que las personas tengan acceso a agua limpia, saneamiento y recolección de desechos.

Un estudiante de secundaria que vive en un asentamiento informal llamado Kosovo se graduó el año pasado con 99% en matemáticas y 100% en física. Kosovo tiene la tasa de homicidios más alta del país. Las balas volaban cerca de su choza todas las noches mientras él estudiaba. No podemos resolver cuestiones de igualdad sin cambiar el entorno en que viven esos estudiantes. No es fácil definir el capital social, pero lo vemos en la confianza de los jóvenes que egresan de un sistema educativo que funciona: los empodera para hacer todo tipo de cosas.

**F&D: Usted estima un déficit de financiamiento en torno a USD 100.000 millones anuales durante los próximos tres años para la respuesta de África a la pandemia. ¿Cómo cubren los países ese déficit?**

**TM:** Como representantes se nos encomendó encontrar una solución para algo que es todavía un riesgo importante: los crecientes costos del servicio de la deuda. El lugar obvio para comenzar era con el FMI y el G-20. Así es como nació la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda. De los más de USD 12.000 millones que habrían de diferirse, solo alrededor de USD 5.000 millones han sido concedidos. Es una gota en el océano.

Cuando cayó Lehman Brothers, los jefes de Estado del G-20 se reunieron por primera vez en la historia en octubre de 2008. Para abril de 2009, se acordó una propuesta de asignación de DEG [derechos especiales de giro]. El mundo necesita hoy la misma calidad de liderazgo. Necesitamos una nueva asignación de DEG y un debate sobre las formas de emplear los DEG no utilizados para dar más liquidez a los países de bajo ingreso así como a los de mediano ingreso que enfrentan dificultades.

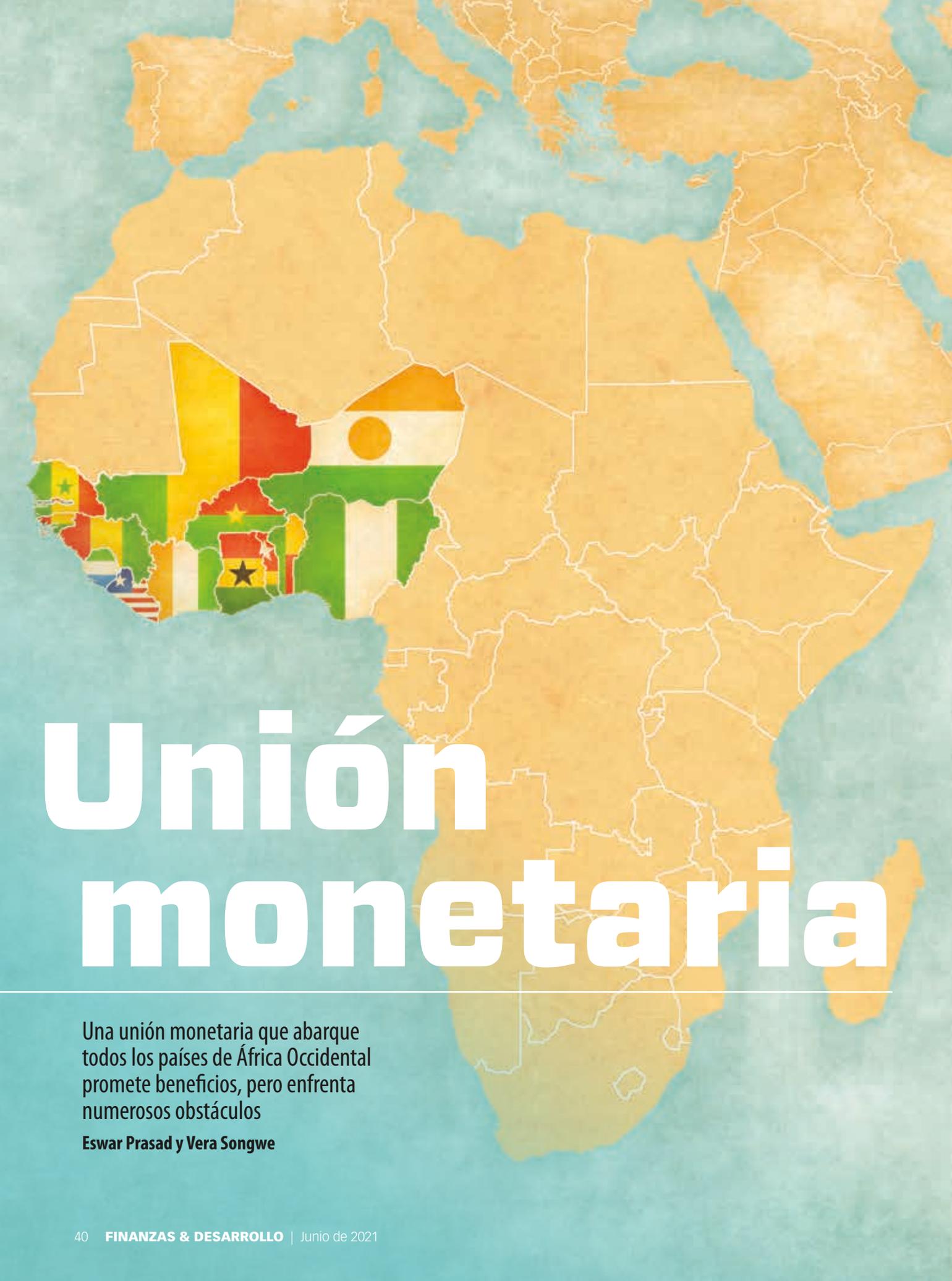
**F&D: Pensando en las iniciativas anteriores de alivio de la deuda, ¿qué deberíamos tener en cuenta hoy?**

**TM:** En algún punto será necesario mantener conversaciones sobre la reducción de la deuda, como la iniciativa de alivio de la deuda emprendida en 1996 por el FMI y el Banco Mundial. Dejando a un lado el debate sobre si las condiciones establecidas eran viables o no, una serie de países se beneficiaron. La diferencia entre entonces y ahora es que muchos más países en desarrollo tienen acceso a los mercados de capitales. Hay países que necesitan desesperadamente un alivio de la deuda pero temen que una vez que lo soliciten se les rebaje su calificación crediticia: es un dilema imposible.

**F&D: Usted creció en los barrios bajos de una ciudad segregada, una realidad que moldearía su carrera en el movimiento de la resistencia de Ciudad del Cabo y que en última instancia lo llevaría a la cárcel. ¿Qué lo hizo seguir luchando y cómo mantuvo los pies en la tierra cuando pasó a integrar el Gabinete?**

**TM:** No iba a dejar que las circunstancias me controlaran. Mi madre siempre estuvo presente en mi vida cuando atravesaba algo importante. El año pasado dije en su funeral que al presentar el presupuesto siempre la buscaba entre la audiencia. Lo que más me importaba era saber si ella entendía lo que yo estaba diciendo. Puedo hablar en jerga económica, pero ¿qué importa eso a menos que las personas cuyas vidas se ven afectadas comprendan lo que eso significa para ellas? Eso es lo importante en la vida: las personas. No podemos defraudarlas. **FD**

*Esta entrevista ha sido editada por razones de extensión y claridad.*

A stylized map of Africa in shades of orange and brown, with white outlines of country borders. The map is set against a light blue background representing the oceans. In the western part of the continent, several countries are highlighted with their respective national flags, including Senegal, Gambia, Guinea-Bissau, Guinea, Sierra Leone, Liberia, Ivory Coast, Ghana, Nigeria, and Mali.

# Unión monetaria

Una unión monetaria que abarque todos los países de África Occidental promete beneficios, pero enfrenta numerosos obstáculos

**Eswar Prasad y Vera Songwe**

**D**urante la pandemia de COVID-19, las economías avanzadas recurrieron a sus bancos centrales en busca de abundante liquidez para estimular sus economías y prevenir una crisis económica mundial aún más profunda. Los países africanos requirieron un estímulo de USD 100.000 millones para responder a la pandemia, pero no contaron con las herramientas para financiar una inyección de capital de tal magnitud. ¿Hubiese ayudado tener bancos centrales regionales o un banco central continental? La experiencia regional de la Comunidad Económica de Estados de África Occidental (CEDEAO) nos da una idea de lo que se necesita para lograr la integración monetaria. Pero también pone en relieve los límites de ese enfoque, las dificultades que enfrenta el continente y algunos problemas fundamentales que deben resolverse para promover la resiliencia de la región y facilitar vías alternativas para la integración regional.

Los líderes de los 15 países miembros de la CEDEAO pretendían concretar una unión monetaria y moneda única para fines de 2020, pero abandonaron ese calendario porque el grupo no estaba preparado. Estaban muy lejos de la convergencia macroeconómica necesaria —en especial, niveles similares de inflación y coeficientes deuda pública-PIB suficientemente bajos— para un buen funcionamiento de la unión. El surgimiento de la pandemia de COVID-19, con graves consecuencias económicas y sanitarias, ha relegado cualquier propuesta de unión para los países que integran la CEDEAO, creada hace ya 46 años.

No obstante, aún se aspira a lograr una unión monetaria para la región, lo cual conllevaría numerosos beneficios. Tal unión podría mejorar los flujos de comercio e inversión en la región, incorporar mayor disciplina en las políticas macroeconómicas y estructurales de los países miembros y generar mayor estabilidad frente a shocks externos. Una unión monetaria con un banco central fuerte podría haber ayudado a la región a resistir mejor los efectos económicos perjudiciales de la pandemia de COVID-19. Podría, asimismo, servir como ancla para las expectativas de inflación dentro del área y como catalizador de reformas favorables para el mercado de mano de obra y de productos. Asimismo, una unión monetaria puede imponer una disciplina externa sobre las políticas fiscales.

El deseo de una unión monetaria también habla de un deseo profundamente arraigado de mayor integración económica entre los países de la región y, de hecho, para el continente en su conjunto; prueba de ello es la creación del Área de Libre Comercio de África Continental (AfCFTA, por sus siglas en inglés). Independientemente del momento del proyecto de unión monetaria, e incluso de su resultado, hay muchos otros elementos para la integración en los que estos países podrían avanzar, y en algunos casos ya hay avances.

## Impedimentos para la integración

Cuanto más cerradas son las economías en temas tales como el crecimiento y la inflación, más adecuada resulta una política monetaria común. En la CEDEAO hay muchas diferencias que dificultan la unión de los 15 países en torno a una moneda común: diferencias en su nivel de desarrollo, el tamaño de sus economías, la población y la estructura de su economía, entre otras.

De los quince miembros, seis son países de mediano ingreso (con un ingreso anual per cápita de al menos USD 1.000, según tipos de cambio de mercado); los restantes son países de bajo ingreso.

La disparidad en el tamaño de estas economías es enorme. Nigeria, la economía más grande del continente, representa el 67% del PIB de la CEDEAO, en tanto que los cinco miembros más pequeños suman menos del 2%.

Las diferencias demográficas son solo un poco menos pronunciadas. Tres países —Nigeria, Ghana y Côte d'Ivoire— tienen el 67% de los 350 millones de habitantes de la CEDEAO, en tanto que seis países, cada uno con menos de 10 millones de habitantes, representan en conjunto menos del 7%.

A esto se suma que las economías de la región tienen una estructura diferente. Hay exportadores e importadores de petróleo. El PIB y las exportaciones de muchos países dependen enormemente de la agricultura y de las industrias extractivas, mientras que algunos tienen un componente de manufactura.

Debido a estas diferencias, el crecimiento del PIB y la inflación no se mueven simultáneamente en los distintos países. Las variaciones de los precios relativos de las exportaciones y de las importaciones tienen una incidencia significativa en la variación del crecimiento del PIB y de la inflación en los países de la CEDEAO, pero estos shocks de los términos de intercambio no son simétricos en la región. Por ejemplo, el efecto de una variación de los precios del petróleo para un exportador de petróleo como Nigeria es muy diferente del efecto que sufren los importadores de petróleo.

Estas disparidades presentan importantes desafíos técnicos y de gobernanza para una moneda unificada entre los 15 países. Debido a las diferentes estructuras económicas y de producción de los países miembros, la pérdida de un mecanismo de ajuste —es decir, de una política monetaria y cambiaría independiente— implica que las políticas de impuestos y gastos asumen la carga de mantener la estabilidad. Los shocks, como la pandemia de COVID-19, que generan diferentes niveles de tensión en las economías de la región ponen de manifiesto las dificultades de no contar con un instrumento de política clave. Nigeria, por ejemplo, sufrió mucho más que otros países la caída de los precios del petróleo en las primeras etapas de la pandemia.

Por otra parte, ocho países de la CEDEAO, mayormente francófonos, ya son miembros de una unión monetaria: Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinea-Bissau, Malí, Níger, Senegal y Togo. Estos miembros de la Unión Económica y Monetaria de África Occidental (UEMOA) comparten una política monetaria y una moneda, el franco CFA, que está vinculado al euro. Esa unión monetaria ha funcionado bien, en parte porque sus miembros tienen una estructura económica similar y, dado que son todos pequeños, se benefician de un banco central común.

Los países de la CEDEAO son más dispares, lo que agrava los impedimentos técnicos, operacionales y políticos para un buen funcionamiento y una unión monetaria duradera, capaz de generar beneficios económicos a la comunidad de sus miembros. Se ha exhortado a constituir una unión monetaria panafricana más amplia. Estos obstáculos se magnificarían en una estructura como esa porque las disparidades serían aún mayores.

Al mismo tiempo, debe reconocerse que los países de la región CEDEAO ya se están integrando mediante la circulación de personas, bienes y servicios. Otra perspectiva sobre los temas que se analizaron previamente es que se trata de formas de fortalecer e intensificar esta integración.

### Vínculos más estrechos

La AfCFTA —ratificada formalmente por 36 de los 54 países signatarios en febrero de 2021— reduce considerablemente las barreras arancelarias y no arancelarias para la libre circulación de materias primas, bienes y servicios en África. Confiere a África una voz común en cuanto a temas de política comercial mundial en los foros multilaterales. La AfCFTA promoverá la integración entre los países de la CEDEAO y fortalecerá sus lazos comerciales con otros países en el continente.

La CEDEAO ha tomado medidas para promover la integración comercial entre sus miembros, lo que incluye un Esquema de Liberalización del Comercio dentro de la CEDEAO y un arancel externo común, que se introdujo en 2015. Pero aún persisten algunas barreras: los países aplican aranceles de un modo desigual y mantienen otras restricciones sobre el comercio entre países. Se han hecho avances: las autoridades nacionales han tomado medidas en cada país —complementadas por el trabajo continuo en el orden regional— a fin de eliminar los obstáculos para los flujos comerciales. Pero aún queda trabajo por hacer para eliminar las barreras explícitas e implícitas al comercio dentro de la región.

Dicha integración favorecería a la región al reducir los obstáculos para la circulación de bienes, capital y mano de obra entre países y contribuiría a preparar a la región para una posible unión monetaria. Sin duda,

la libre circulación conlleva costos. Puede complicar la adopción de políticas en el ámbito nacional. Los flujos financieros sin restricciones dentro de una región pueden contribuir a los ciclos de auge y caída en los mercados de inmuebles y de otros activos en determinados países. Más aún, los trabajadores que se desplazan de un país de la CEDEAO o otro en busca de mejores oportunidades pueden generar tensiones sociales y políticas.

### Pasos para una mayor integración

Los líderes de la CEDEAO deben decidir qué nivel de unión económica es necesaria para promover la estabilidad de una unión monetaria. La experiencia de la zona del euro deja aprendizajes importantes para la CEDEAO y para el resto de África. Las grandes transferencias fiscales netas a países con economías más débiles, en particular durante y después de la crisis de la deuda de la zona del euro, generaron enorme tensión política y económica que amenazó con destruir la unión monetaria. Dado que las regulaciones bancarias diferían entre los distintos países de la zona del euro, los problemas del sistema financiero en algunos países con altos márgenes de intermediación financiera agravaban la tensión del sistema en su conjunto.

Sin duda, no se necesita una unión económica completa para lograr un funcionamiento exitoso de la unión monetaria. Pero sin convergencia macroeconómica y marcos institucionales fuertes, una unión parcial podría generar grandes tensiones. A modo de ejemplo, las diferencias en el crecimiento de la productividad de los distintos países podría requerir transferencias fiscales que, a su vez, generen tensión política si no se compensan con otros mecanismos de ajuste, como el equilibrio de flujos de capital y de mano de obra. Las tensiones en la zona del euro entre países centrales y economías con dificultades pone en relieve este problema.

Hay otros temas que repercuten tanto en la solidez como en la sostenibilidad del crecimiento de la región CEDEAO y la equidad de su distribución, independientemente de que haya una unión monetaria. Estos incluyen el desarrollo y la integración de un mercado financiero regional, en especial en lo relativo a los mercados de bonos gubernamentales y corporativos y a los mercados monetarios. También es importante poner los servicios financieros a disposición de muchas personas (inclusión financiera) a través de tecnologías nuevas y tradicionales, como la banca móvil. Otro aspecto beneficioso es la regulación coordinada de los mercados financieros, incluidos bancos e instituciones financieras no bancarias, que se han vinculado estrechamente en la región.

Se necesita un sólido marco institucional en el ámbito regional. Un elemento fundamental es la uniformidad de regulaciones sobre transacciones en cuenta corriente y en la cuenta de capital para facilitar la libre circulación de bienes, servicios y capital. Un sistema regional de pagos bien integrado con los sistemas de pagos nacionales e internacionales, que acelere la liquidación de transacciones entre países, facilitaría el comercio en la región. Otra prioridad es armonizar la supervisión y la regulación bancaria teniendo en cuenta los riesgos sistémicos y de instituciones específicas.

Un mecanismo regional eficaz para recopilar datos macroeconómicos y financieros, así como una vigilancia multilateral que compare las tendencias de las políticas entre los países de la CEDEAO, podría ayudar a los países a mantener una buena disciplina incluso frente a las presiones nacionales para flexibilizar las políticas. También sería útil establecer un mecanismo de mancomunación de riesgos entre los miembros para hacer frente a shocks externos (como los shocks de precios de las materias primas e incluso a sucesos extraordinarios como la pandemia de COVID-19) que afectan a algunos países más que a otros.

### Enfoques alternativos

Vale la pena considerar asimismo otros enfoques que generen un mayor comercio regional e integración financiera. Por ejemplo, los países asiáticos tienen un amplio conjunto de mecanismos comerciales y financieros, pero cada uno retiene su autonomía monetaria. Los mecanismos regionales de mancomunación de riesgos, como la Iniciativa Chiang Mai, que incluye cierta agrupación de reservas de divisas entre los países participantes, ha adoptado algunas de las funciones propuestas de una unión monetaria.

Aún queda por ver si dichos mecanismos comerciales y financieros regionales serían tan favorables como una unión monetaria para los flujos comerciales y una integración económica más amplia. Pero la experiencia de Europa —donde la unión monetaria se ha beneficiado de los flujos de comercio e inversión pero también ha generado tensiones económicas y políticas entre los países de la zona del euro— advierte del peligro de avanzar apresuradamente hacia una unión monetaria. Asimismo, en vista del enfoque adoptado en Asia y de los avances hechos en la AfCFTA, vale la pena considerar si acaso un conjunto de mecanismos para promover la integración comercial y financiera constituirían un antecedente útil —y quizá necesario— para una unión monetaria más duradera y resiliente de la CEDEAO.

### Próximos pasos

Los líderes de la CEDEAO deben evaluar minuciosamente los significativos costos, problemas operacionales y riesgos de transición que conlleva una unión monetaria. Debido a las diferentes estructuras económicas y de producción de los países miembros, la pérdida de una política monetaria y moneda independiente significa una carga significativa para otras políticas nacionales.

La experiencia reciente de la zona del euro sugiere que una zona de moneda única se vería fortalecida por una unión económica más amplia, que incluya una unión bancaria, un sistema regulatorio financiero unificado e instituciones armonizadas en las que se apoye el funcionamiento de los mercados de mano de obra y de productos. Estas son consideraciones a largo plazo para los líderes de la CEDEAO. Un crecimiento robusto y sostenible y una distribución

**Una moneda única de la CEDEAO constituiría una tarea ambiciosa e importante, con muchos beneficios potenciales.**

más uniforme de los beneficios del crecimiento en la región de la CEDEAO también requiere del desarrollo y la integración de un mercado financiero regional y una mayor inclusión financiera mediante tecnologías tradicionales y nuevas.

Una moneda única de la CEDEAO constituiría una tarea ambiciosa e importante, con muchos beneficios potenciales. Si los líderes se comprometen a construir una política resiliente y marcos institucionales en que los beneficios sean mayores que los riesgos, sería posible impulsar el bienestar económico y la prosperidad en los países de la CEDEAO.

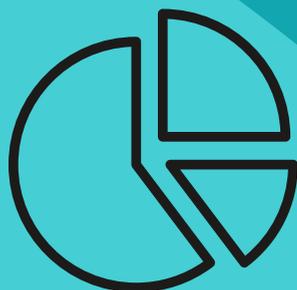
La pandemia de COVID-19 ha reavivado el debate en toda África sobre los instrumentos monetarios para hacer frente a la crisis y posiblemente genere nuevo interés en el Fondo Monetario Africano. Los aprendizajes que deje la experiencia de la CEDEAO serán muy valiosos si finalmente ese organismo se hace realidad. **FD**

**ESWAR PRASAD** es profesor de la Universidad de Cornell e investigador principal de Brookings Institution. **VERA SONGWE** es Secretaria General Adjunta de las Naciones Unidas y Secretaria Ejecutiva de la Comisión de Economía para África e investigadora no residente en Brookings Institution.

Este artículo se basa en gran medida en una obra de próxima publicación de ambos autores, *A Single Currency for West Africa: A Driver of Regional Integration?* Brookings Institution Press, julio de 2021.



# INTERÉS EN LA DESIGUALDAD



Los bancos centrales deben mejorar  
la comunicación de los efectos  
distributivos de la política monetaria

Nina Budina, Chiara Fratto, Deniz Igan  
y H el ene Poirson

Los bancos centrales del mundo están respondiendo a los efectos económicos de la pandemia de COVID-19 con una amplia política de relajación monetaria, que incluye recortes de tasas de interés y compras de activos. Dichas políticas expansivas han permitido limitar las consecuencias de la pandemia. Sin embargo, actualmente se debate hasta qué punto estas políticas también exacerban la desigualdad. Se considera que la política monetaria es, en parte, responsable de haber impulsado los mercados de renta variable desde los mínimos de la pandemia, lo que en principio es una buena noticia, principalmente para los ricos. Aun así, la relajación monetaria puede llegar a reducir la desigualdad; por ejemplo, porque las bajas tasas de interés pueden incentivar a las pequeñas empresas a tomar préstamos y a contratar empleados.

En resumidas cuentas, ¿una política de relajación monetaria aumenta o reduce la desigualdad?

## Conozca a los Sampsons

Los debates sobre política monetaria suelen ser bastante abstractos, de modo que pensemos en esto de un modo más personal. ¿Qué significa para usted que el banco central relaje su política monetaria? ¿Contribuye a sus finanzas o las perjudica?, y ¿cómo le va en comparación con otros? En un nivel básico, esto depende de su ingreso, sus bienes, sus ahorros y su deuda.

Para ilustrar esta situación, le presentamos a los Sampsons, una familia hipotética formada por Lisa, una joven mujer de poco más de veinte años, sus padres Margarita y Homero y su tío Arturo, un contador de unos cincuenta años de edad. ¿Cómo incide una política de relajación monetaria en ellos?

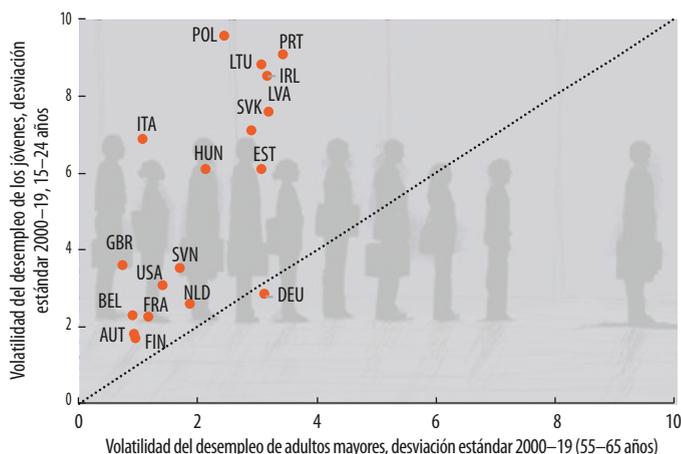
En primer lugar, veamos el caso de Lisa, quien vive de su salario como camarera a tiempo parcial para costearse sus estudios de enfermería. Actualmente, debido a su bajo nivel de calificación gana menos que los trabajadores de mayor edad, más calificados y de más experiencia, como su tío Arturo. Asimismo, Lisa tiene más probabilidades que los trabajadores de más edad de perder su trabajo durante una recesión y quedar desempleada (véase el gráfico 1).

La buena noticia para Lisa es que la relajación monetaria hace que las recesiones sean menos perjudiciales en materia de desempleo. Mediante este canal de ingresos laborales, la relajación monetaria estimula la actividad económica y reduce el desempleo, beneficiando desproporcionadamente a los trabajadores jóvenes, menos experimentados y con salarios más bajos, que suelen ser los primeros en perder sus

Gráfico 1

### La juventud

Los jóvenes tienen más probabilidades que la gente mayor de quedar desempleados.



**Fuentes:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del personal técnico del FMI.

**Nota:** Los jóvenes, que suelen ganar menos, están expuestos a un mayor riesgo de desempleo, porque el desempleo de los jóvenes es más sensible a los ciclos económicos. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

empleos en una recesión. De no haber medidas de relajación monetaria, Lisa muy probablemente habría perdido su empleo, y la brecha de ingresos laborales entre ella y su tío se habría acrecentado. Aun si Lisa hubiese encontrado un nuevo empleo, posiblemente habría sido más precario, por ejemplo, con un contrato a corto plazo y con pocas prestaciones.

Analicemos ahora el caso de Arturo, que gana un salario, tiene ingresos de capital por inversiones en bonos y acciones y es propietario de una vivienda. Las tasas más bajas de interés potenciarían sus ingresos de capital; así pues, Arturo se beneficiaría a través del canal de composición de los ingresos, así como de una revalorización de su inversión en bonos, acciones e inmuebles a través del canal del balance. Sin embargo, Lisa no se vería directamente beneficiada de un mayor ingreso de capital ni de la revalorización de los activos, dado que no posee activos.

Por último, analicemos el caso de Margarita y Homero, que están jubilados después de ahorrar toda su vida y dependen de sus ingresos jubilatorios y de

los intereses de depósitos bancarios. Son ahorradores netos. Lisa es una prestataria neta, ya que tiene un préstamo para estudios y otro para la compra de un automóvil. Con un recorte de la tasa de interés, Lisa adeudaría al banco menos por intereses, ya sea porque las tasas de sus préstamos serían más bajas (si el préstamo fuese ajustable) o porque podría refinanciarlos a una tasa más baja. Pero Margarita y Homero se verían perjudicados porque sus ingresos por intereses disminuirían como consecuencia de las tasas de interés más bajas (y posiblemente en términos reales, ya que la relajación monetaria podría generar mayor inflación). Sus ingresos jubilatorios podrían caer en términos reales.

A igualdad de condiciones, la relajación monetaria tiende a perjudicar a los ahorristas con poca deuda y grandes depósitos bancarios, mientras que beneficia a los prestatarios netos (Auclert, 2019; Tzamourani, 2021). En otras palabras, se redistribuye de ahorristas a prestatarios, lo cual se conoce como canal de redistribución del ahorro.

### El ganador es...

El efecto neto para Lisa, sus padres y el tío dependería del impacto combinado de las medidas de política monetaria mediante canales diferentes, ya que se beneficiarían a través de algunos canales pero resultarían perjudicados por otros.

Por ejemplo, Lisa se beneficiaría de la relajación monetaria a través de sus ingresos laborales y una reducción del costo del servicio de la deuda, si bien no se vería beneficiada directamente de una revalorización de los activos.

Una relajación monetaria beneficiaría a Arturo a través de ingresos laborales más altos y mayores ingresos de capital; pero si es un ahorrista neto, se vería perjudicado por el descenso de las tasas de interés. En el caso de Margarita y Homero, la pérdida de ingresos por intereses sobre sus ahorros podría compensarse con una revalorización de su hogar, y posiblemente por no tener que seguir manteniendo a su hija, que antes tenía dificultades económicas, si las medidas de política monetaria la ayudan a conservar su puesto de trabajo.

### Canales diferentes

Como se ilustra en el ejemplo de los Sampsons, la magnitud de los efectos distributivos de la relajación monetaria depende de la importancia relativa de diferentes canales, que también pueden variar según las diferentes características del país.

En países con altos niveles de inclusión financiera, por ejemplo, los hogares pobres tienen más fácil acceso al crédito y más probabilidades de acceder a préstamos hipotecarios para vivienda, de modo que se benefician de tasas de interés más bajas. En otros países, las personas que tienden a comprar viviendas en efectivo no se beneficiarían de una reducción de las tasas de interés. En países con sistemas financieros centrados en los bancos, las personas que mantienen sus ahorros en depósitos bancarios y no están endeudadas podrían verse perjudicadas por la relajación monetaria a través del canal de redistribución del ahorro. En países con un sistema de protección social más amplio, un menor riesgo de desempleo para los trabajadores de bajo ingreso como consecuencia de la relajación monetaria podría no ser tan importante como en los países con una menor protección social.

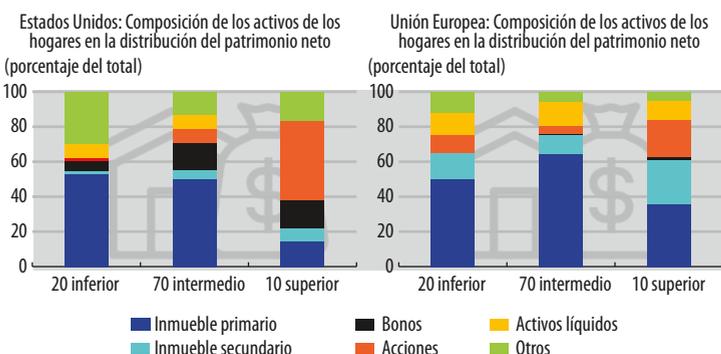
En la Unión Europea y en Estados Unidos, el impacto que tiene el canal del balance en la desigualdad puede variar según el tipo de activo del que se es propietario. Normalmente, los ingresos de capital son más importantes para los hogares más acaudalados porque estos tienen activos financieros. Esto ocurre especialmente en Estados Unidos, donde casi las dos terceras partes de los activos del 10% más rico de la población son bonos (16%) y acciones (46%; véase el gráfico 2). A excepción de este grupo, los inmuebles son el activo más importante para la mayoría de los hogares tanto en la Unión Europea como en Estados Unidos. Esto significa que el impacto de la relajación monetaria puede tener efectos más equitativos a través de los precios de las viviendas que a través de los ingresos de capital, y las personas con hipotecas también se benefician al reducirse los pagos de sus deudas.

Estudios (previos a la COVID-19) que agrupan varios de los canales mencionados identifican efectos netos dispares, y a menudo económicamente insignificantes, como consecuencia de una relajación monetaria transitoria, si bien hay cierta variación entre países

Gráfico 2

### La importancia del patrimonio

Las personas en diferentes partes de la distribución de la riqueza son propietarias de diferentes activos.



**Fuentes:** Encuesta sobre finanzas y consumo de los hogares (2016) para la Unión Europea; Encuesta de finanzas de los consumidores (2016) para Estados Unidos, y cálculos del personal técnico el FMI.

**Nota:** El grupo de la Unión Europea comprende Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal y la República Eslovaca.

y entre la política monetaria convencional (tasas de interés) y la no convencional (compra de activos). Por ejemplo, en Estados Unidos, la desigualdad del ingreso aumenta y la desigualdad del consumo disminuye con la relajación monetaria, pero los efectos son pequeños y transitorios (Kaplan, Moll y Violante, 2018).

## La gran pregunta

Debido al aumento de las brechas de ingreso y de riqueza, y el margen limitado de maniobra presupuestaria en muchos países, ¿debería hacer más la política monetaria para reducir la desigualdad?

El problema es que la política monetaria es una herramienta deficiente, poco adecuada para los desafíos que enfrentan grupos demográficos o socioeconómicos específicos. Sin embargo, si se agrega un objetivo más a los bancos centrales se podría socavar la eficacia de la política monetaria ya que perseguir una menor desigualdad podría ser incompatible con el mandato de mantener la estabilidad de precios y de producción. Otros actores, más concretamente los gobiernos, están en mejores condiciones de resolver los problemas relacionados con el aumento de la desigualdad debido a que estas tendencias a largo plazo obedecen principalmente a factores estructurales y requieren herramientas más precisas que se dirijan a grupos específicos.

Si los bancos centrales se centran en su función primaria, tendrán libertad para hacer lo que mejor saben hacer: tomar las medidas adecuadas para contrarrestar caídas económicas y proteger el empleo, manteniendo al mismo tiempo la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, los bancos centrales deben comprender y sopesar mejor las diferencias entre los hogares dentro del marco de sus políticas, incluso mediante modelos y análisis de la distribución del ingreso y de la riqueza, lo que afecta a los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

A su vez, mediante reformas estructurales y de política fiscal propicias, combinadas con la relajación de la política monetaria, es posible mejorar tanto los resultados macroeconómicos como los distributivos. Un apoyo fiscal focalizado, junto con reformas estructurales ordenadas —como políticas activas en el mercado laboral, que incluyan asistencia en la búsqueda de empleo y reconversión profesional— es particularmente adecuado para resolver la creciente desigualdad y ayudar a los perjudicados por la transformación económica.

La función fundamental de los bancos centrales en el debate sobre la desigualdad —incluso durante la COVID-19— es una comunicación clara a través de varios puntos de difusión, lo que incluye discursos de funcionarios de bancos centrales, informes oficiales y eventos de información a la comunidad sobre los efectos distributivos positivos y negativos de las medidas de política monetaria. Deben explicar cómo

sus acciones pueden aumentar el bienestar agregado al mejorar las perspectivas de empleo de los más pobres y reducir la desigualdad del consumo. Una comunicación clara es fundamental para preservar la confianza pública y delinear con claridad sus atribuciones dentro del ámbito de su mandato.

Los principales bancos centrales están comenzando a analizar explícitamente los efectos distributivos de sus acciones (Carney, 2016; Lane, 2019). Recientemente, la Reserva Federal ha revisado su mandato, el cual incluye hacer hincapié en el máximo empleo como objetivo general de inclusión y fortalecer los beneficios del estímulo monetario para los pobres.

## Más allá de la COVID-19

La pandemia está teniendo efectos distributivos considerables y los debates sobre la desigualdad continúan, incluso en el contexto de los bancos centrales. La importancia relativa de los distintos canales a través de los cuales la política monetaria incide en la desigualdad puede cambiar si la pandemia altera la distribución del ingreso y de la riqueza de manera persistente.

Si bien la estabilidad macroeconómica sigue siendo el objetivo principal, los bancos centrales tienen una función que consiste en comunicar, supervisar y analizar los efectos distributivos de la política monetaria. Los bancos centrales también deben poner en relieve los elementos contrafácticos: el aumento general del bienestar gracias a las medidas de política monetaria a pesar de los posibles efectos distributivos. Por último, los bancos centrales deben explicar que el aumento secular de la desigualdad y la disminución a largo plazo de las tasas de interés obedecen esencialmente a factores estructurales, que solo pueden resolverse con otras políticas gubernamentales. **FD**

**NINA BUDINA** es Economista Principal y **HÉLÈNE POIRSON** es Subjefa de División, ambas del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI. **CHIARA FRATTO** es Economista del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI. **DENIZ IĞAN** es Jefe de División del Departamento de Estudios del FMI.

Este artículo se basa en un documento de trabajo del FMI ("Efectos distributivos de la política monetaria") preparado conjuntamente por los autores y por Valentina Bonifacio, Luis Brandao-Marques, Balazs Csonto, Philipp Engler, Davide Furceri, Rui Mano, Machiko Narita, Murad Omoev y Gurnain Pasricha.

## Referencias:

- Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel". *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.
- Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism". Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, RU, 5 de diciembre.
- Kaplan, G., B. Moll y G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK". *American Economic Review* 108 (3): 697–743.
- Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy". Discurso pronunciado en la Conferencia del Banco Central de Irlanda/BCE sobre las Finanzas y el Consumo de los Hogares, Dublin, 16 de diciembre.
- Tzamourani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households". *European Economic Review* 132 (febrero): 103643.

# Riesgo y rendimiento: La búsqueda de rentabilidad

Las bajas tasas de rentabilidad tientan a los inversionistas a asumir riesgos, que pueden causar inestabilidad económica y financiera

Jay Surti



**CUANDO LAS TASAS DE INTERÉS** son altas y la inflación es baja, invertir es tarea fácil: los ahorristas pueden obtener fácilmente rendimientos colocando simplemente sus fondos en letras del Tesoro o activos seguros similares. Pero resulta mucho más difícil cuando las tasas de interés son bajas, como ha sucedido en la mayoría de las economías avanzadas desde la crisis financiera mundial de 2008–09, e incluso desde hace más tiempo en algunas de ellas. Cansados de tasas de interés cero o casi cero, los ahorristas se sentirían tentados a experimentar con activos o estrategias de mayor riesgo con la esperanza de obtener mayores rendimientos. Los economistas denominan a este fenómeno “búsqueda de rentabilidad”.

Los inversionistas privados sacarían su dinero de las cuentas de ahorro para colocarlo en el mercado bursátil. Las empresas intentarían mejorar sus ingresos con inversiones especulativas financiadas mediante deuda, ya que endeudarse es barato. Las instituciones financieras, como los bancos y las compañías de seguros, harían apuestas arriesgadas para mantener sus beneficios, o incluso para sobrevivir. Pero el aumento del riesgo en las carteras incrementa la probabilidad de pérdidas. Al aumentar su nivel de endeudamiento, las empresas se encuentran en una posición más precaria para hacer frente a shocks negativos. El resultado es el aumento de la vulnerabilidad institucional y de la probabilidad de que se produzca inestabilidad económica y financiera.

## Activos seguros, activos de riesgo

La capacidad de asumir riesgos y la voluntad de hacerlo difieren: los hogares, las empresas y las instituciones financieras actúan de forma diferente. Aun así, existen fuerzas comunes que influyen sobre todos ellos. La tasa de interés de equilibrio de las letras del Tesoro (la tasa de interés a la cual la demanda de dinero iguala la oferta de dinero) es especialmente importante. El rendimiento de los activos seguros influye en el rendimiento de otras inversiones, incluidos los bonos públicos a largo plazo, los depósitos bancarios y las acciones y bonos corporativos. Los rendimientos de estos activos de mayor riesgo suelen subir y bajar a tono con los rendimientos de los activos seguros.

La tentación de búsqueda de rentabilidad crece cuando los rendimientos de los activos seguros caen a niveles muy bajos durante un largo período, como en Japón y varias economías europeas en las últimas dos décadas. Para los hogares, esto se traduce en bajos rendimientos de los ahorros y una acumulación más lenta de riqueza. Esto hace que sea más difícil realizar aspiraciones del ciclo de vida, como comprar una vivienda, ahorrar para la jubilación o transmitir riqueza a los hijos.

Los hogares intentarán compensar este hecho ahorrando más y gastando menos. (Una excepción importante es Japón, donde los hogares más ricos y de mayor edad, con menor necesidad de aumentar los ahorros precautorios y una capacidad mayor de búsqueda de rentabilidad, han invertido en acciones y bonos de alto riesgo de mercados emergentes). El menor endeudamiento y consumo de los hogares reduce la demanda de bienes y servicios suministrados por las empresas. Como resultado, disminuyen las ventas y los beneficios corporativos. El sector financiero también sufre. La concesión de préstamos bancarios a los hogares disminuye. Al caer las tasas de interés a niveles muy bajos, la diferencia entre las tasas de los préstamos y los depósitos bancarios se estrecha. La combinación de todo ello reduce las ganancias.

## Estrategias de búsqueda de rentabilidad

Las empresas, para intentar compensar la falta de consumo provocada por el aumento del ahorro de los hogares, suelen aprovechar de forma oportunista las bajas tasas de interés y endeudarse para financiar inversiones de alto riesgo y alto rendimiento. Esto sucede normalmente de dos maneras distintas. Las empresas pueden invertir en títulos financieros con

mayor rentabilidad o pueden expandirse en nuevos sectores o países, creando una filial o comprando una empresa ya existente. El componente de deuda de estas transacciones suele ser mayor, y la contribución de los propios recursos retenidos de la empresa o de otro tipo de recursos es menor que si la expansión de la empresa fuera el resultado natural del fuerte crecimiento económico y las ganancias de las empresas.

Al igual que las empresas, las instituciones financieras despliegan distintas estrategias de búsqueda de rentabilidad. Los grandes bancos pueden expandirse en el exterior en países con mayor crecimiento y mejores rendimientos de la inversión. Los bancos de tamaño mediano pueden expandirse a nivel nacional, en distintos sectores o regiones, absorbiendo las operaciones de prestamistas locales más pequeños. Por su parte, los bancos más pequeños podrían fusionarse o asociarse con bancos de tamaño mediano, o entre sí, para protegerse de la competencia.

Los economistas no se oponen de por sí a la asunción de riesgos para aumentar los rendimientos: algunos particulares e instituciones gestionan el riesgo mejor que otros, y la asunción de riesgos no pone en peligro necesariamente el crecimiento económico y la estabilidad financiera. Sin embargo, si las empresas y las instituciones financieras adoptan estrategias de búsqueda de rentabilidad de forma generalizada, puede haber consecuencias para todo el sistema. Esta situación preocuparía a las autoridades económicas.

### Riesgos para la economía

La búsqueda de rentabilidad puede aumentar la probabilidad de que se produzcan recesiones más largas y más profundas. Al enfrentarse a shocks económicos negativos, las empresas con un alto nivel de deuda se verían obligadas a realizar mayores recortes de inversiones, y por más tiempo, de lo que ocurriría si no estuvieran endeudadas. Esto reduce el ingreso nacional y el crecimiento económico. Algunas de estas empresas no podrían reembolsar sus préstamos, lo que ejercería presión sobre las ganancias de los bancos y limitaría su capacidad para ampliar el crédito, con lo que el crecimiento económico disminuiría todavía más. Algunos bancos podrían incluso no sobrevivir.

Las empresas que utilizan deuda para financiar adquisiciones arriesgadas afrontan nuevas exposiciones al riesgo difíciles de gestionar. Una empresa de Estados Unidos que se endeuda en su país para crecer en el exterior, o una empresa de un mercado emergente que se endeuda en Estados Unidos para crecer en su país, afrontaría riesgos importantes derivados de la fluctuación del tipo de cambio. Al reembolsar los préstamos y los intereses en dólares, mientras que sus ganancias son en moneda extranjera, la apreciación del dólar aumentaría sustancialmente la carga de amortización. Las empresas utilizan los mercados financieros para cubrir estos riesgos, pero les resulta muy costoso cubrirlos totalmente. Cuando se producen pérdidas, pueden ser grandes.

Como el dólar es una moneda de financiamiento internacional, los incentivos de búsqueda de rentabilidad que surgen en períodos largos de bajas tasas de

interés en Estados Unidos no se limitan a los bancos y las empresas estadounidenses. Las empresas de otros países también se endeudan en Estados Unidos para invertir con una tasa de rentabilidad mayor en sus países. Este arbitraje de tasas de interés entre divisas es arriesgado desde el punto de vista financiero, ya que el endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos (o un shock nacional) podría dar lugar a una apreciación del dólar que genere pérdidas. El episodio de turbulencia por el recorte anunciado del estímulo de la Fed en 2013 es un ejemplo de esto: las grandes empresas de mercados emergentes experimentaron pérdidas por arbitraje de tasas de interés entre divisas debido a la apreciación del dólar. Estas pérdidas fueron suficientemente significativas como para reducir de forma importante las valoraciones de mercado de las empresas. En algunos casos, las pérdidas incrementaron la volatilidad en los mercados financieros nacionales.

Los bancos que se expanden en el exterior pueden afrontar pérdidas si no se adaptan a los nuevos retos de la gestión de riesgos. Por ejemplo, la sede central de un banco podría plantearse delegar las decisiones operativas a gerentes locales por ser la forma más eficaz de crecer en un país extranjero. Pero, entonces, el banco se enfrentaría al

## Las empresas que utilizan deuda para financiar adquisiciones arriesgadas afrontan nuevas exposiciones al riesgo difíciles de gestionar.

difícil reto de ofrecer incentivos eficaces por desempeño. Se vería tentado a supeditar los salarios y ascensos de los gerentes locales a rendimientos desproporcionadamente altos y empujarlos así a asumir demasiados riesgos.

Por último, la consolidación del sector bancario mediante fusiones de bancos pequeños, o su adquisición por parte de bancos grandes, puede asfixiar la competencia. Esto aumentaría los costos de endeudamiento, en especial de los hogares y las pequeñas empresas, para quienes sería más costoso consumir e invertir, lo que supondría un grave retroceso para el crecimiento inclusivo.

La búsqueda de rentabilidad puede generar beneficios. En un contexto de bajas tasas de interés y de difícil obtención de rendimientos, las apuestas arriesgadas dan buenos resultados al aumentar la renta de los ahorros e inversiones. También llevan capital a nuevos mercados. Pero las autoridades económicas deben permanecer alerta ante los peligros, especialmente los provenientes de inversiones financiadas con deuda especulativa. Algunas apuestas, inevitablemente, no darán buenos resultados. Si esto sucede, las consecuencias para la estabilidad económica y financiera pueden ser graves. **FD**

**JAY SURTI** es Subjefe de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.



# Ciudadanía

## *en venta*

Los programas que ofrecen pasaportes a cambio de inversiones plantean riesgos de integridad financiera que deben controlarse

**Francisca Fernando, Jonathan Pampolina y Robin Sykes**

**M**ientras los países cerraban sus fronteras para frenar la propagación de la COVID-19, contar con un segundo pasaporte se volvió un bien cada vez más preciado por quienes podían permitirse tal lujo. Pese a no ser un fenómeno nuevo —varios países han adoptado programas de “pasaportes dorados” a lo largo de los años— el estallido de la pandemia generó un renovado interés. El precio de una segunda ciudadanía —en ocasiones, en tan solo 30 días— oscila entre USD 100.000 y USD 2,5 millones. Antigua y Barbuda, Chipre, Granada, Jordania, Malta, Saint Kitts y Nevis y Vanuatu están entre los muchos países que han ofrecido tales programas.

Hay pocas cifras sobre el comercio de pasaportes debido a la poca transparencia de estos programas. Sin embargo, las empresas que ofrecen tales servicios informaron que hay una demanda creciente de segundos pasaportes en medio de la pandemia. Las solicitudes de parte de individuos acaudalados en economías avanzadas han aumentado considerablemente. La demanda se ha visto alimentada, asimismo, por los descuentos que ofrecen algunos países.

Un segundo pasaporte tiene muchos beneficios, entre ellos la posibilidad de viajar libremente sin visas y eludir la persecución política, los conflictos o los disturbios civiles. También puede ofrecer beneficios atractivos en materia tributaria y de gestión patrimonial. Normalmente, los ciudadanos de países autocráticos, donde el Estado de Derecho es débil, son los más ávidos por obtener un pasaporte dorado.

Pero cuando el coronavirus amenazó con colapsar los servicios sanitarios antes de que las vacunas estuvieran disponibles, las personas acaudaladas de democracias desarrolladas también buscaron una ruta de escape. Para los países que buscan reconstruir economías golpeadas por la pandemia, la venta de pasaportes puede parecer una vía fácil para captar ingresos e inversiones. En el pasado, esos programas han generado grandes entradas de capital, lo que puede tener un impacto económico y fiscal significativo; tomemos como ejemplo los ingresos generados por tales programas en el Caribe (véase el documento de trabajo del FMI No. 20/8). Algunos países han usado estos programas para reponer las arcas públicas después de desastres naturales (por ejemplo, la disminución de la recaudación tributaria después de que el huracán María azotara a Dominica fue compensada, en parte, por ingresos provenientes de pasaportes dorados).

En última instancia, el otorgamiento de la ciudadanía es una decisión soberana del gobierno. Sin embargo, los riesgos de vender ciudadanía pueden ser elevados. Hay amplia documentación sobre abusos; entre ellos, el facilitar la corrupción, el lavado de dinero, la evasión tributaria y otros delitos. Si no se controlan adecuadamente los riesgos, los países que ofrecen estos programas pueden ver dañada su reputación, lo que puede afectar la estabilidad económica y financiera y profundizar la desigualdad.

La nueva ciudadanía puede ocultar un perfil de alto riesgo. Los delincuentes y terroristas pueden buscar un país que ofrezca un refugio para eludir el cumplimiento de la ley o una extradición. Estos podrían dejar atrás otras identidades para tener acceso a productos financieros o evadir sanciones y listas de seguimiento. Podrían usar la segunda ciudadanía para ocultar una cuenta bancaria que de otro modo debería declararse conforme a las normas tributarias internacionales o podrían tratar de obtener la ciudadanía de países que no han suscrito convenios de intercambio de información fiscal.

Además, los riesgos de estos programas pueden trasladarse a otros países. Miembros del crimen organizado pueden usar los nuevos pasaportes adquiridos para circular libremente entre países y establecer empresas ilegales. La Comisión Europea ha instaurado procedimientos legales contra dos Estados miembros (Chipre y Malta) por ofrecer pasaportes dorados a personas sin un “vínculo genuino” con el bloque; afirma que esto amenaza la integridad de la ciudadanía de la Unión Europea en su conjunto, dado que un ciudadano de cualquier Estado miembro de la UE tiene derecho a circular, vivir y trabajar libremente en cualquier de los otros 26 Estados miembros.

La ciudadanía por inversión puede generar corrupción y la búsqueda de rentas. Sin una supervisión adecuada, los funcionarios públicos pueden aceptar sobornos o incentivos. Los programas vinculados con sectores específicos pueden provocar una dependencia

### ¿Qué son los pasaportes dorados?

Los programas de pasaportes dorados permiten que una persona y sus familiares compren una nueva ciudadanía a través de inversiones o contribuciones específicas.

**Inversiones y contribuciones:** Estas incluyen contribuciones monetarias directas, la compra de instrumentos de deuda pública (por ejemplo, inversión en acciones, bonos, títulos del gobierno), inversiones en sectores específicos (por ejemplo, inmuebles, construcción) o el establecimiento de empresas. Las sumas de dinero normalmente oscilan entre USD 100.000 y USD 2,5 millones (sin comisiones) y tienen varios términos y condiciones de financiamiento (por ejemplo, pagos iniciales, cuotas, préstamos bancarios).

**Administración:** Habitualmente, un organismo del gobierno supervisa el programa y puede contratar a terceros para comercializar el programa, facilitar la presentación de solicitudes y realizar un procedimiento de diligencia debida. Algunos programas tienen cupos fijados por ley que limitan la cantidad de solicitudes.

**Proceso de solicitud:** El proceso de solicitud normalmente exige que se realice una verificación de antecedentes (por ejemplo, antecedentes penales, investigación a cargo de terceros), pero los requisitos difieren. La tramitación de las solicitudes puede demorar desde 30 días hasta más de un año; muchos ofrecen opciones aceleradas a cambio de contribuciones más altas.

## Los países que ofrecen estos programas pueden ver afectada su reputación, lo que puede afectar la estabilidad económica y financiera.

excesiva que derive en desequilibrios económicos. A modo de ejemplo, algunos países ofrecen ciudadanía a inversionistas que compran un inmueble costoso. La moneda extranjera puede aumentar los precios de los inmuebles en el mercado nacional y dar origen a burbujas inmobiliarias.

En respuesta a los países que venden pasaportes sin una constatación adecuada de antecedentes, otros gobiernos pueden tomar medidas compensatorias como aumentar el control sobre los titulares de pasaportes de esos países. En algunos casos, se los puede etiquetar como países de alto riesgo. Por ejemplo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos publica una lista de programas de alto riesgo que sospecha que permiten el ocultamiento de activos gravables fuera de los países de origen. Los bancos extranjeros pueden reaccionar ante estas percepciones negativas de riesgo, ejerciendo presión sobre las relaciones con bancos corresponsales. Esto puede tener consecuencias de amplio alcance para la estabilidad financiera.

### Evaluación de los programas

El FMI está trabajando con sus miembros a través del asesoramiento que brinda para poner en relieve los riesgos de estos programas, sin perder de vista el desafío de equilibrar adecuadamente los riesgos y beneficios y evitar un impacto económico negativo a largo plazo. Por ejemplo, el FMI ha asesorado a sus miembros sobre los riesgos para la integridad financiera de tales programas, tanto pasados como actuales, en las consultas del Artículo IV con Comoras, Chipre, Dominica, Granada, Malta, Saint Kitts y Nevis, y Santa Lucía. En términos más generales,

- *Los países deben comprender claramente los riesgos.* Antes de lanzar o continuar con programas de ciudadanía a cambio de inversiones, las autoridades deben evaluar atentamente los costos y beneficios, lo que incluye la capacidad de controlar los riesgos para su integridad financiera. ¿Son adecuados los procedimientos de solicitud, seguimiento y revocación? ¿Qué eficacia tienen la asistencia jurídica de apoyo, el intercambio de información fiscal y los marcos de prevención de lavado de dinero y lucha contra el financiamiento del terrorismo? Dichas evaluaciones de riesgo deben ser continuas para responder a los cambios en el entorno.
- *Las autoridades deben garantizar un proceso robusto de investigación de antecedentes de los solicitantes.* Los organismos de gobierno o responsables externos del procesamiento de solicitudes de pasaportes dorados deben realizar verificaciones rigurosas y continuas de antecedentes, lo que incluye consultas con las autoridades nacionales de los solicitantes y con bases de datos de personas sancionadas y políticamente

expuestas. Los agentes que procesan las solicitudes deben realizar procedimientos de debida diligencia respecto de sus clientes, establecer la legitimidad de las fuentes de riqueza y de ingresos e informar de toda actividad sospechosa. No se debe admitir a los solicitantes sin una investigación minuciosa de antecedentes. Debe supervisarse a todos los sectores y agentes para verificar que cumplen con los requisitos en materia de prevención del lavado de dinero y lucha contra el financiamiento del terrorismo.

- *Las autoridades deben evaluar la posibilidad de tomar medidas más rigurosas de transparencia y supervisión.* Una de esas medidas es publicar los nombres de los solicitantes aprobados. Esto, a su vez, puede ser útil para los bancos y otras empresas que realizan procedimientos de auditoría de sus clientes y para las autoridades que conducen las investigaciones. Otra forma consiste en garantizar que el pasaporte y otra documentación de ciudadanía emitidos indiquen que se trata de pasaportes dorados. Las autoridades deben también considerar la posibilidad de realizar auditorías públicas periódicas para garantizar que los fondos generados por el programa se utilicen para los fines pretendidos.
- *Los países podrían considerar un enfoque regional que cree condiciones equitativas.* Un enfoque coordinado entre países con programas de pasaportes dorados puede desalentar la búsqueda de ciudadanía por parte de delincuentes e impedir así una competencia perjudicial. Los mecanismos efectivos para el intercambio de información, la aplicación generalizada de las prácticas óptimas y la mayor transparencia de los procesos de concesión (y revocación) de la ciudadanía pueden fortalecer los mecanismos de salvaguardia. Mediante la mancomunación de recursos se puede reducir los costos y establecer prácticas regionales uniformes de debida diligencia, seguimiento y aplicación de las normas.

Los pasaportes dorados confieren todos los privilegios de la ciudadanía de un país. En última instancia, corresponde a cada país decidir si concede la ciudadanía. Sin embargo, la ciudadanía y las ventajas que de ella se derivan deben preservarse celosamente, ya que la concesión imprudente de un bien tan preciado conlleva riesgos financieros y de reputación. Los países deben tomarse el tiempo para evaluar si acaso los costos de otorgar un segundo pasaporte a no ciudadanos son mayores que los beneficios. En algunos casos, puede que no lo sean. **FD**

**FRANCISCA FERNANDO** y **JONATHAN PAMPOLINA** son Asesores y **ROBIN SYKES** es Asesor Principal del Departamento Jurídico del FMI.

# Lo que nos debemos unos a otros

*Necesitamos un nuevo contrato social que se adapte al siglo XXI*

**Minouche Shafik**



FOTO: CORTESÍA DE LA ESCUELA DE ECONOMÍA DE LONDRES

**TODO PARTICIPAMOS** cada día en el contrato social, y rara vez nos paramos a pensar en ello. No obstante, los contratos sociales determinan cada aspecto de nuestras vidas, entre otras cosas cómo criamos a nuestros hijos y accedemos a la educación, lo que esperamos de nuestros empleadores y cómo vivimos la enfermedad y la vejez. Todas estas actividades requieren cooperar con los demás en beneficio mutuo, y los términos de esa cooperación definen el contrato social de nuestra sociedad y nuestro tipo de vida.

Las leyes y las normas sustentan estas interacciones diarias. En algunas sociedades, el contrato social depende más del apoyo de las familias y las comunidades; en otras, el mercado y el Estado desempeñan un papel mayor. Pero en todas las sociedades, se espera que las personas contribuyan al bien común cuando son adultas a cambio de ser atendidas cuando son pequeñas o mayores, o cuando no pueden cuidar de sí mismas.

Mi interés en los contratos sociales surgió a partir del deseo de entender las causas subyacentes de la ira que se ha manifestado recientemente en la polarización de la política, las guerras culturales, los conflictos sobre la desigualdad y la raza, así como las tensiones intergeneracionales sobre el cambio climático. El

descontento es generalizado. Cuatro de cada cinco personas en China, Estados Unidos, Europa e India cree que el sistema no les sirve, y en la mayoría de las economías avanzadas los padres temen que la situación de sus hijos sea peor que la suya (Edelman, 2019). La pandemia ha sido una gran revelación, ya que ha afectado con mayor dureza a los más vulnerables —los mayores, los enfermos, las mujeres y quienes tienen empleos precarios— y ha agravado las desigualdades existentes.

La mayor parte de esta desafección tiene su origen en el fracaso de los contratos existentes a la hora de cumplir las expectativas de seguridad y oportunidades de la gente. Los antiguos acuerdos se han roto debido a distintas fuerzas, entre otras, las fuerzas que han tenido un impacto general positivo sobre la sociedad. Entre estas fuerzas se encuentran el cambio tecnológico, que está revolucionando el trabajo, y el acceso al mercado laboral de mujeres con nivel educativo cada vez alto, lo que interfiere con su capacidad de atender a los niños y a los mayores de manera gratuita. El envejecimiento poblacional significa que, en el futuro, tendremos que encontrar nuevas maneras de ayudar a los ancianos, y el cambio climático nos obliga a esforzarnos aún más para lograr la sostenibilidad medioambiental del mundo.

En cualquier caso, la buena noticia es que es posible un nuevo contrato social que satisfaga las necesidades de seguridad y oportunidades de las personas, al tiempo que afronte los retos que afectan a la sociedad en su conjunto. Este nuevo contrato social depende de tres pilares: seguridad, riesgo compartido y oportunidades. ¿Qué significaría esto en la práctica?

## Seguridad

Los mercados laborales son ahora más flexibles, y el trabajo informal es hoy en día un elemento cotidiano de la vida tanto en las economías en desarrollo como en las avanzadas. Cada vez más, nos encontramos solos en la sociedad: los trabajadores asumen el riesgo cuando se trata de sus ingresos, cuántas horas trabajan y cómo salen adelante si enferman y pierden el empleo. El equilibrio se ha inclinado demasiado en la dirección de la flexibilidad para los empleadores a costa de la seguridad para los trabajadores.

Todas las sociedades pueden fijar un mínimo de ingreso por debajo del cual no puede caer nadie. Esto puede lograrse mediante programas

## Aprovechar el talento de todos no es solo una cuestión de justicia; también es bueno para la economía.

de transferencias monetarias en las economías en desarrollo o mediante créditos tributarios para trabajadores de bajo salario en las economías avanzadas. Como mínimo, las sociedades deben garantizar el acceso a un plan de atención sanitaria básica y a una pensión pública mínima para evitar la pobreza en la vejez. Deben ofrecerse licencias médicas, seguros de desempleo y acceso a programas de reconversión profesional, con independencia del tipo de contrato laboral. En las economías en desarrollo, esto significa integrar a más trabajadores en el sector formal; en las economías avanzadas significa obligar a los empleadores a que paguen prestaciones a los trabajadores con puestos de trabajo flexibles. La cuestión de fondo es que todos deben contar con un nivel mínimo de seguridad para tener una vida decente.

### Riesgo compartido

En nuestra sociedad son demasiados los riesgos que se asumen en forma individual, cuando estarían gestionados de forma más eficiente por terceros o de manera colectiva. La flexibilidad del empleador para contratar y despedir a trabajadores según las condiciones del mercado es posible si se garantiza a los trabajadores un seguro de desempleo y capacitación profesional hasta que encuentren un nuevo trabajo. Los riesgos de shocks económicos deben ser compartidos por los empleadores y la sociedad en su conjunto, y no ser asumidos únicamente de forma individual.

También debe producirse un reequilibrio similar en lo que respecta al cuidado infantil, la salud y la vejez. No resulta claro, por ejemplo, por qué los empleadores suelen asumir el costo de las licencias parentales, cuando su financiamiento mediante la tributación general crearía condiciones más equitativas en el mercado laboral para hombres y mujeres y sería una carga menor para las empresas, en especial las más pequeñas.

De forma similar, muchos riesgos para la salud se gestionan de forma más eficiente si son compartidos por toda la población, al tiempo que se motiva a las personas a que gestionen los riesgos mediante dietas y ejercicio. Vincular la edad de jubilación con la esperanza de vida aseguraría que las personas ahorren lo suficiente para su jubilación. La seguridad financiera en la vejez puede financiarse mediante la tributación general, en lugar de vincularla al empleo, como suele ser el caso, mientras que la inscripción automática en planes de pensiones y seguros de asistencia en la vejez ofrecería más seguridad al final de la vida.

### Oportunidades

Con demasiada frecuencia suele desperdiciarse el talento porque no se ofrecen oportunidades para avanzar. En Dinamarca, por ejemplo, se necesitan en promedio dos generaciones para que una persona pase de tener ingresos bajos a medios; en Estados Unidos y el Reino Unido se necesitan cinco; y en países como Brasil, Colombia y Sudáfrica son necesarias más de nueve generaciones. En la mayoría de los países, la arquitectura de las oportunidades suele ser un obstáculo para las mujeres, las minorías y los niños que nacen en familias, o lugares, pobres.

Y sin embargo, aprovechar el talento de todos no es solo una cuestión de justicia; también es bueno para la economía. Por ejemplo, la mejora del uso de todo el talento de la sociedad explica entre el 20% y el 40% de los aumentos de productividad en la economía estadounidense entre 1960 y 2010 (Hsieh *et al.*, 2019). En lugar de elegir de entre un grupo limitado de talentos, principalmente hombre blancos, los cambios en las leyes y las normas hicieron que los empleadores pudieran elegir entre un grupo más amplio de mano de obra calificada y lograr una correspondencia entre las aptitudes de los trabajadores y los puestos de trabajo. De forma similar, si los “Einstein perdidos” de hoy —mujeres, minorías y personas con ingresos bajos— pudieran innovar al mismo nivel que los hombres blancos de familias de alto ingreso, la velocidad con la que se producen descubrimientos podría cuadruplicarse (Bell *et al.*, 2017).

¿Cómo se puede aprovechar todo ese talento? Empezando pronto: los primeros 1.000 días de vida son los más importantes para el desarrollo del cerebro. Intervenir en este período es la forma más eficiente de equiparar las oportunidades y proporcionar cimientos sólidos para el aprendizaje futuro.

La nutrición adicional para niños en edad preescolar y la ayuda para capacitar en competencias parentales también contribuyen a mejorar los resultados educativos y a aumentar los ingresos a lo largo de la vida. Por ejemplo, en Jamaica, los niños pequeños a los que visitaba tan solo una vez a la semana un trabajador sanitario comunitario ganaban, 20 años después, un 42% más que los niños que no tuvieron esa ayuda (Gertler *et al.*, 2014).

Todos los jóvenes tienen derecho a educación y capacitación y a una prestación vitalicia que cubra el desarrollo de nuevas aptitudes a lo largo de lo que serán carreras mucho más largas. Cientos de estudios sobre la educación de adultos demuestran que los vínculos fuertes con los empleadores, la intervención temprana y el financiamiento sostenido pueden hacer que las personas mantengan un empleo y contribuyan a la sociedad.

Si bien la mayoría de los países han equiparado las oportunidades educativas de niñas y niños, las mujeres todavía están en situación de desventaja laboral porque realizan aproximadamente dos horas diarias más de trabajo doméstico no remunerado que los hombres. Licencias parentales más generosas, el financiamiento público de apoyo a las familias y una división más justa del trabajo en el hogar permitirían que se empleara mejor el talento femenino y que sean más las personas que contribuyan al bien común.

### ¿Es asequible?

Un nuevo contrato social no tiene que ver con impuestos más altos, mayor redistribución y un estado de bienestar más grande. Se trata esencialmente de reordenar y equiparar la forma en que se distribuyen las oportunidades y la seguridad en la sociedad. Esto aumentaría la productividad y permitiría compartir de forma más eficiente los riesgos del cuidado infantil, la salud, el trabajo y la vejez, que tanta ansiedad provocan. Debemos aplicar impuestos a las cosas que no deseamos, como el carbono o el tabaco, y subsidiar las que nos interesan más, como la educación y economías más verdes. Dar a todos la oportunidad de utilizar su talento y de contribuir reduce la necesidad de redistribuir más adelante.

Es esencial un sistema internacional que permita esta transformación. Esto significa garantizar que las instituciones financieras internacionales dispongan de recursos para ayudar a las sociedades a invertir y a proporcionar ingresos mínimos, educación y atención sanitaria. También significa mejorar las normas sobre la tributación mundial, de forma que las empresas paguen impuestos donde realizan su actividad económica, en beneficio de las personas que viven allí donde operan esas empresas. Este sistema internacional apuntalaría la economía mundial con un contrato social que sea eficiente y justo y que, por tanto, tenga más posibilidades de contar con apoyo público. **FD**

**MINOUCHE SHAFIK** es la directora de la Escuela de Economía y Ciencia Política de Londres. Este artículo está basado en su nuevo libro, *What We Owe Each Other: A New Social Contract*.

### Referencias:

Bell, Alex, Raj Chetty, Xavier Jaravel, Neviana Petkova y John Van Reenen. 2017. "Who Becomes an Inventor in America? The Importance of Exposure to Innovation". CEP Discussion Paper 1519, Centro para el Desempeño Económico, Escuela de Economía de Londres.

Edelman Trust Barometer: Global Report. 2019. Nueva York: Edelman.

Gertler, Paul, James Heckman, Rodrigo Pinto, Arianna Zanolini, Christel Vermeersch, Susan Walker, Susan M. Chang y Sally Grantham-McGregor. 2014. "Labor Market Returns to an Early Childhood Stimulation Intervention in Jamaica". *Science* 344 (6187): 998–1001.

Hsieh, Chang-Tai, Erik Hurst, Charles I. Jones y Peter J. Klenow. 2019. "The Allocation of Talent and U.S. Economic Growth". *Econometrica* 87 (5): 1439–74.

## Guía de lecturas de la biblioteca electrónica del FMI



Las guías de material de lectura esencial de la biblioteca electrónica del FMI son listas selectas de las publicaciones más pertinentes sobre temas de gran interés. Enlaces al texto íntegro de publicaciones en la biblioteca electrónica y a material selecto del FMI ayudan a los investigadores a agilizar sus proyectos.

[eLibrary.IMF.org](http://eLibrary.IMF.org)



# EL DILEMA DEL EMPLEO

Para poder crear suficientes empleos en las economías de mercados emergentes será preciso un fuerte impulso al crecimiento económico



**EL AÑO PASADO**, la COVID-19 provocó un colapso económico sin precedentes en las economías de mercados emergentes, aunque pronto le siguió una recuperación. Si bien el crecimiento seguirá siendo errático hasta tanto la campaña de vacunación esté bien encaminada, pronto la atención volverá a posarse en el crecimiento de los mercados emergentes a mediano plazo.

Antes de la pandemia, el crecimiento de los mercados emergentes transitaba una tendencia secular descendente, es decir venía deteriorándose con el paso del tiempo, con independencia de períodos transitorios de auge y contracción económica. El estancamiento secular, como se lo conoce, está asociado con muchos problemas, incluido el desempleo. Cuando el crecimiento se desacelera, resulta difícil mantener a la gente trabajando o ayudarla a conseguir empleo.

Como se señala en nuestro artículo reciente del Instituto de Finanzas Internacionales, la dura y pura verdad es que crear empleo suficiente en los mercados emergentes requerirá tasas de crecimiento más altas que en los últimos diez años. Calculamos cuánto

tenían que crecer los mercados emergentes para crear determinada cantidad de puestos de trabajo en el pasado. Usamos estas relaciones y proyecciones demográficas hasta 2035 para calcular cuánto deben crecer los países en el futuro para crear nuevos puestos de trabajo para quienes ingresan en el mercado laboral y, al mismo tiempo, mantener estable la relación de empleo-población en edad de trabajar (la proporción de la población en edad de trabajar que está empleada).

Observamos que la creación de empleo será difícil si bien las poblaciones en edad de trabajar crecerán más lentamente. Solo en unos pocos países, entre ellos India, los resultados recientes se acercan al alto crecimiento necesario para crear empleo. En otros países, como Brasil y Sudáfrica, en cambio, el desempleo aumentará a menos que se reactive el crecimiento. **FD**



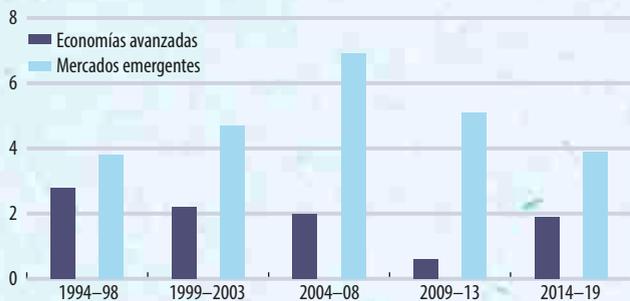
**SERGI LANAU** es Economista Principal Adjunto del Instituto de Finanzas Internacionales. Este artículo se basa en el estudio "Can EMs Create Enough Jobs?"; publicado en Economic Views, en enero de 2021.

## La década perdida

### Crecimiento a la baja

El crecimiento económico en los mercados emergentes se ha desacelerado notablemente desde la crisis financiera mundial, sobre todo con respecto a las economías avanzadas.

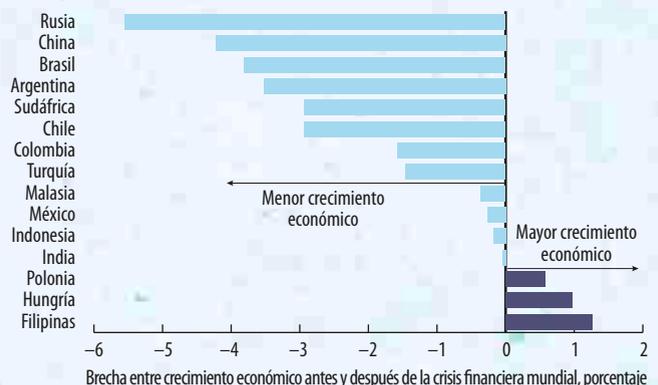
(crecimiento medio anual del PIB real, porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics e Instituto de Finanzas Internacionales.

### Economías estancadas

El estancamiento prolongado del crecimiento económico dificulta la creación de empleo.

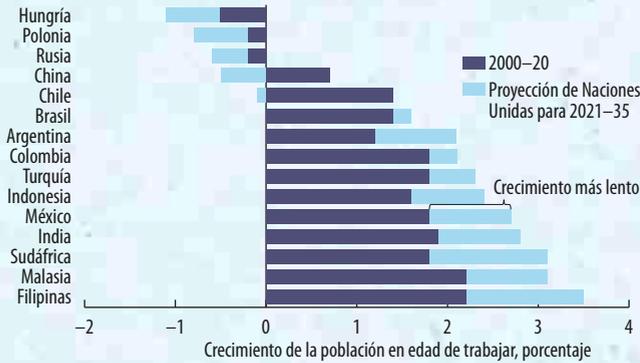




# Crecimiento que genere empleo

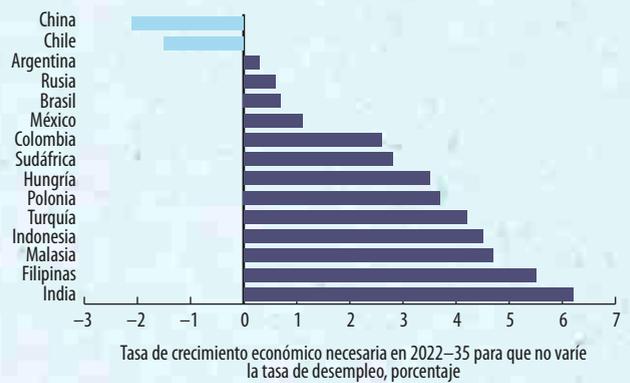
## Menor crecimiento demográfico

Crear suficiente empleo seguirá siendo problemático a pesar de que la población en edad de trabajar crece más lentamente.



## Necesidad de medidas sustanciales

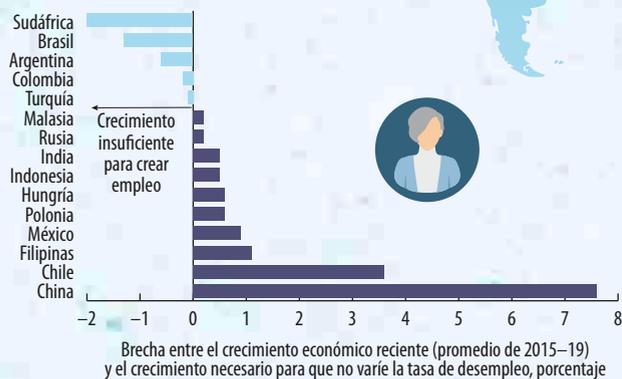
La historia indica que los mercados emergentes tienden a crecer sustancialmente para crear empleo suficiente.

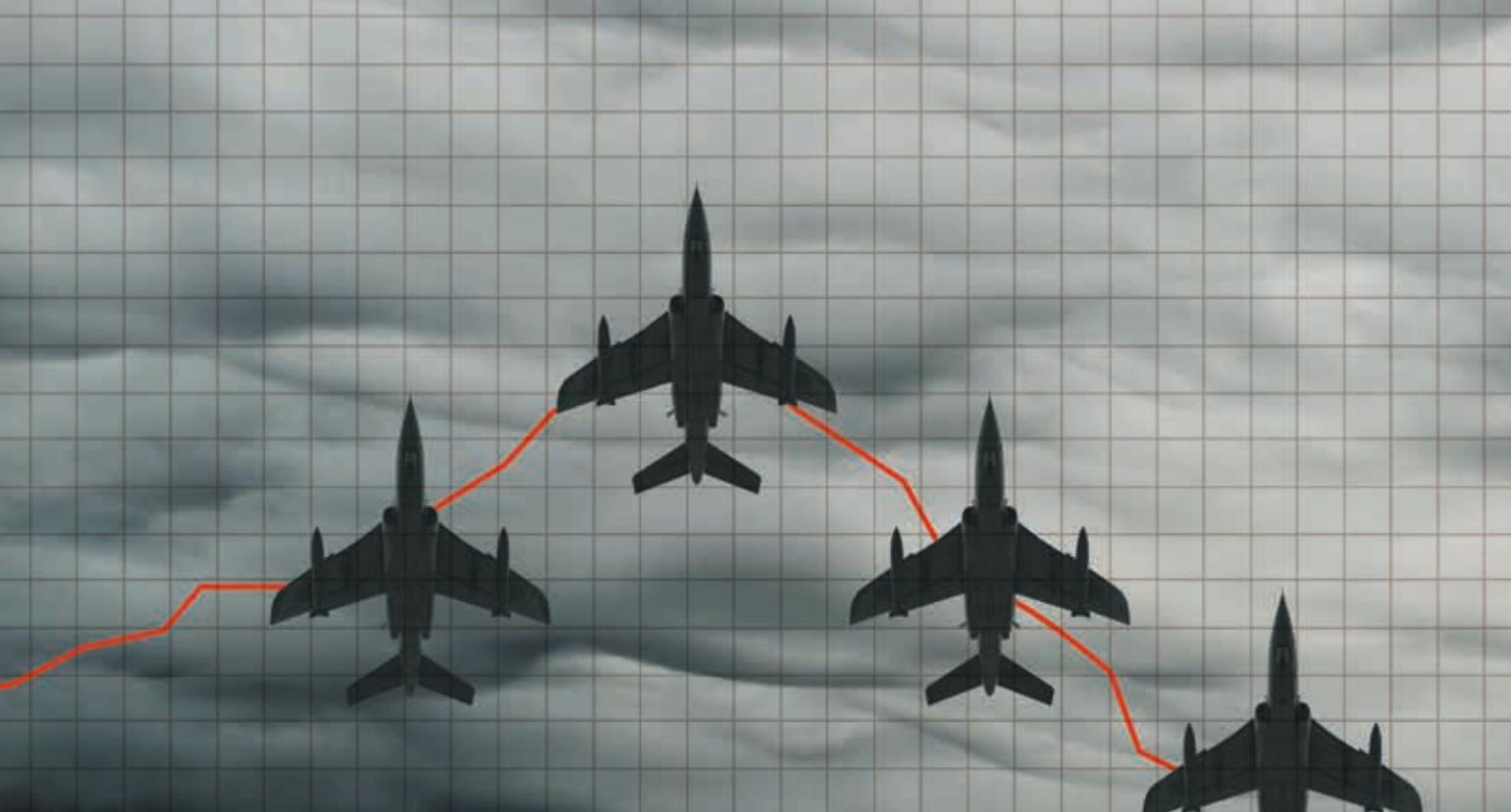


# Próximos pasos

## Trastoque del crecimiento

Muchos mercados emergentes no crecieron lo suficiente en la última década para mantener empleada a la población.





# EL GASTO MILITAR

## en la era pospandemia

Los esfuerzos de los países por lograr un mundo más pacífico podrían tener un efecto económico positivo

**Benedict Clements, Sanjeev Gupta y Saida Khamidova**

**G**obiernos de todo el mundo adoptaron programas de estímulo en 2020 para hacer frente a la pandemia de COVID-19, y los programas de las economías avanzadas superaron con creces a los del resto del mundo. A medida que se reanude el crecimiento previo a la pandemia, los altos déficits presupuestarios resultantes tendrán que ajustarse en función de los recursos disponibles. Para ello, los gobiernos tendrán que reexaminar sus políticas generales de impuestos y gastos. Una cuestión fundamental es cómo podrían evolucionar las principales categorías de gasto público en los próximos años y dónde aumentarán o se reducirán las necesidades de gasto adicional.

El gasto militar, en promedio, absorbió aproximadamente 6½% de los presupuestos públicos de todo el mundo en 2019, de acuerdo con los datos del Instituto Internacional de Investigación para la Paz de Estocolmo, la fuente más exhaustiva y comparable de datos sobre gasto militar. Desde el final de la guerra fría en 1990, los gastos en defensa han disminuido, tanto como porcentaje del gasto público como del producto total de la economía (PIB). Esta tendencia ha dado cabida a otras formas de gasto público, como en educación, salud e infraestructura. Pero, ¿sigue el gasto militar en niveles históricamente bajos? En este artículo examinamos con mayor

# El gasto militar mundial se ha reducido cerca de la mitad, del 3,6% del PIB durante el período de la guerra fría al 1,9% del PIB en los años posteriores a la crisis financiera mundial.

detenimiento el gasto militar durante un período largo y extraemos conclusiones preliminares para los presupuestos públicos.

## Tendencias en el gasto militar

El gasto militar mundial, estimado sobre la base de promedios no ponderados de los países, se ha reducido cerca de la mitad, del 3,6% del PIB durante el período de la guerra fría (1970–90) al 1,9% del PIB en los años posteriores a la crisis financiera mundial (2010–19) (gráfico 1).

Son varios los factores que podrían explicar el descenso observado en el gasto militar, más allá del final de la guerra fría y la consiguiente reducción de las tensiones internacionales. En las economías avanzadas una de las razones podría ser el mantenimiento de la presión en favor de la consolidación fiscal: en el período posterior a la crisis financiera, la relación deuda/PIB promedio se situaba por encima de 100%. La llegada de la pandemia de COVID-19, y el correspondiente uso de los presupuestos para luchar contra ella, han aumentado esta relación en otros 16 puntos porcentuales (FMI, 2021).

En segundo lugar, desde principios de la década de 2000, las economías en desarrollo han intentado asignar un porcentaje mayor de sus presupuestos a educación, salud e infraestructura para satisfacer las crecientes necesidades de su población y fomentar el crecimiento mediante la inversión en capital físico y humano.

Más recientemente, la atención ha girado hacia el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, que requieren un aumento importante del gasto público en el desarrollo de capital humano.

Por último, las economías avanzadas se enfrentan al rápido envejecimiento de la población. En ausencia de grandes reformas de los sistemas de pensiones y de salud, el aumento de los gastos derivados del envejecimiento de la población seguirá ejerciendo presión sobre otros gastos públicos (Clements *et al.*, 2018).

Si bien el gasto militar ha disminuido, varía considerablemente según el país. El gráfico 2 muestra que países dedican menos del 2% del PIB a defensa (83 en total), entre el 2% y el 5% (48) y más del 5% (7). Varias economías avanzadas se encuentran entre los 15 países con mayor gasto militar y son responsables de más del 80% del gasto militar mundial. Pese a esta

heterogeneidad, no se puede descartar la posibilidad de que un gran número de países comparta a lo largo del tiempo la tendencia hacia un nivel similar de gasto como proporción del PIB.

## Convergencia en el gasto militar

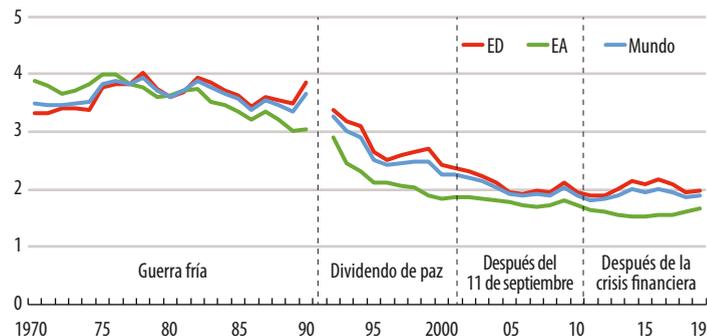
Encontramos que, en los 138 países de nuestra muestra, el gasto militar en relación con el PIB no está convergiendo hacia un nivel común, sino que más bien está adoptando tres trayectorias diferentes (Clements, Gupta y Khamidova, 2021). En el primer grupo de 20 países, con un alto grado de conflicto, el gasto ha aumentado hasta un nivel sustancialmente superior y se ha separado de la tendencia mundial (gráficos 3 y 4). Este grupo da cuenta del 5% del gasto militar mundial e incluye Arabia Saudita, Armenia, Azerbaiyán, Omán y la República Democrática del Congo.

El segundo grupo de países es el más numeroso —77 países, de los cuales 30 son economías avanzadas—, y representa más del 90% del gasto militar mundial. En este grupo, el gasto se ha estancado, en promedio, en aproximadamente el 2%–2½% del PIB.

Gráfico 1

### Disminución sostenida

El gasto militar a escala mundial se ha reducido a la mitad desde 1970. (porcentaje del PIB)



Fuente: Instituto Internacional de Estocolmo para la Investigación de la Paz.

Nota: El gasto militar como porcentaje del PIB se calcula como promedio no ponderado del país dentro de cada grupo de países. Los datos de 1991 a escala mundial no están disponibles debido a la disolución de la antigua Unión Soviética. EA = economías avanzadas; ED = economías en desarrollo.





# Corporate Income Taxes Under Pressure

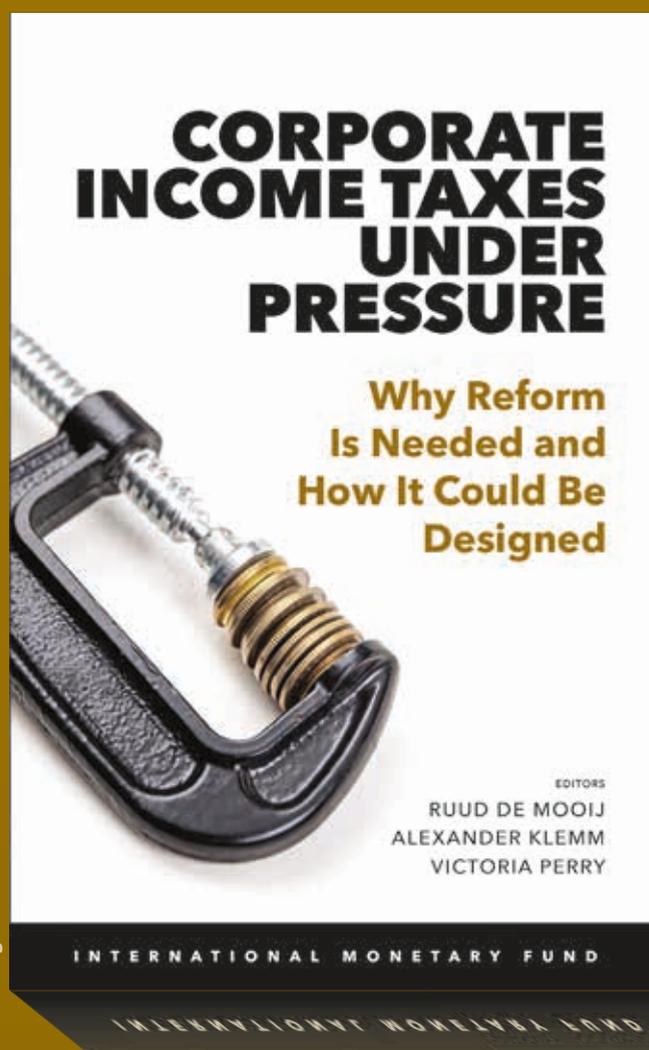
Why Reform Is Needed and How It Could Be Designed

*Ruud De Mooij, Alexander Klemm, Victoria Perry*

La tributación internacional siempre ha sido uno de los temas centrales de las labores de investigación y asesoramiento del FMI. Esta obra ofrece una evaluación completa de la actual arquitectura tributaria internacional, en tanto que beneficia a un público relativamente amplio, y busca ser una guía para los diversos aspectos de la tributación internacional. La COVID-19 ha hecho que cobren importancia muchos de los temas tratados, como la necesidad de un esfuerzo coordinado a escala mundial para reducir el traslado de beneficios y la competencia tributaria.

[bookstore.IMF.org](http://bookstore.IMF.org)

Inglés. Rústica. ISBN 978-1-51351-177-1



INTERNATIONAL MONETARY FUND

INTERNATIONAL MONETARY FUND  
ALEXANDER KLEMM  
RUUD DE MOOIJ

## El aroma del espíritu verde

**THE SPIRIT OF GREEN**, de William Nordhaus, hace un recorrido exhaustivo del panorama de la economía, la ética y el medio ambiente. Realiza un inventario discursivo de cuestiones medioambientales, con ideas reveladoras. Su decisión de utilizar lúmenes por hora como indicador sustitutivo de la productividad se basa en la serie de experimentos innovadores que realizó en su estudio de 1994. Además, detalla el alcance y las limitaciones de la contabilidad ambiental, y destaca la importancia de disponer de datos de calidad para gestionar los recursos medioambientales y orientar las decisiones.

Nordhaus otorga una importancia especial a la objetividad. Se abstiene de ideologías en favor de la evidencia, y reafirma su larga convicción de que la eficacia de la política climática es “una cuestión de equilibrio”. También en este aspecto, sitúa su planteamiento a medio camino entre el “movimiento ecologista profundo” de la “extrema izquierda” y el enfoque mercantilista de “fango marrón [...] de la extrema derecha” (como él lo describe).

Esta forma de mantenerse alejado deliberadamente de este tipo de razonamientos sobre un tema controvertido es estimulante y bienvenida. Pero, al centrarse sobre todo en evidencia retrospectiva, gran parte de su análisis se refiere a cambios marginales en un contexto de fallas de mercado estáticas. Sin embargo, las grandes cuestiones ambientales de nuestro tiempo tienen que ver con transformaciones no marginales y con cambios sistémicos potencialmente catastróficos. Entre estos se encuentran el colapso de la pesca, la desaparición de los bosques húmedos tropicales, la destrucción de los ecosistemas y el cambio climático descontrolado, catástrofes que, según los científicos, tendrían lugar una vez que se traspasen ciertos umbrales irreversibles.

Puede hacerse la misma crítica a su evaluación de las opciones disponibles para evitar crisis ambientales. El autor subraya, con toda razón, la importancia de realizar en forma no discriminatoria una eficiente fijación de precios para los comportamientos dañinos, un mensaje que todavía no ha tenido un impacto tangible en la política climática de Estados Unidos. Pero, al ignorar en gran medida la teoría del cambio técnico endógeno, le quita importancia a la tarea de impulsar la innovación.

El autor argumenta que el costo de la reducción de las emisiones de carbono es extremadamente elevado, “del orden del 2% al 6% del ingreso mundial [...] para lograr las metas internacionales”. Admite que, si bien “puede que se descubran avances tecnológicos



William D. Nordhaus

**The Spirit of Green:  
The Economics of  
Collisions and Contagions  
in a Crowded World**

Princeton University Press, Princeton,  
Nueva Jersey, 2021, 368 págs.,  
USD 29,95

milagrosos que reduzcan los costos de forma drástica, los expertos no creen que esto vaya a pasar en un futuro cercano”. Sin embargo, como señala Paul Romer, con quien compartió el Premio Nobel de Economía, existe mucho más margen para ser relativamente optimistas sobre nuestra capacidad para descarbonizar la economía mundial de forma eficaz en función de los costos.

Los costos de mitigación están condicionados por la innovación. Una vez que una tecnología mundial de avanzada es suficientemente competitiva, las economías de escala en materia de producción y descubrimientos debilitan a los operadores establecidos y alteran todo el entorno en el que operan. La preferencia de Nordhaus por un precio uniforme para el carbono a nivel internacional, que aumente con el tiempo, se basa en un calendario estático de mitigación marginal en el que los inversionistas seleccionan las reducciones de emisiones marginales con mayor eficacia en función de los costos. Pero muchos economistas argumentan que, en la práctica, para fomentar la innovación sería necesario anticipar un precio del carbono alto y creíble, así como centrarse en los sectores más caros a fin de estimular la innovación donde existe más potencial para reducir los costos.

Si bien este libro es una introducción rigurosa y amplia a la economía ambiental, *The Spirit of Green* podría tener un tono menos sombrío y fomentar un mayor espíritu de descubrimiento. **FD**

**DIMITRI ZENGHELIS**, profesor emérito visitante, Grantham Research Institute, Escuela de Economía de Londres

# Una historia entretenida de la tributación

**LA HISTORIA TRIBUTARIA SE PARECE** al almacén de la escena final de la película *Los cazadores del arca perdida*: un enorme desorden poco iluminado de cajas sin etiquetar, una de las cuales puede contener la respuesta a todos los problemas tributarios del mundo. Este nuevo libro, obra de dos importantes analistas tributarios, enciende las luces, organiza muchas de las cajas de forma esclarecedora y presenta los resultados con un estilo y habilidad que no solo hacen que se entienda el tema, sino —y esto puede resultar una sorpresa para muchos— que su lectura incluso resulte divertida. Es posible que los autores no hayan encontrado la respuesta, pero incluso el lector más experimentado puede aprender algo de este animado e informativo libro.

Aunque las prácticas tributarias de los países suelen estar más determinadas por asuntos concretos e inmediatos que por motivos más elevados, la historia tributaria ofrece, no obstante, cierta sabiduría y muestra algunos desatinos que deben evitarse.

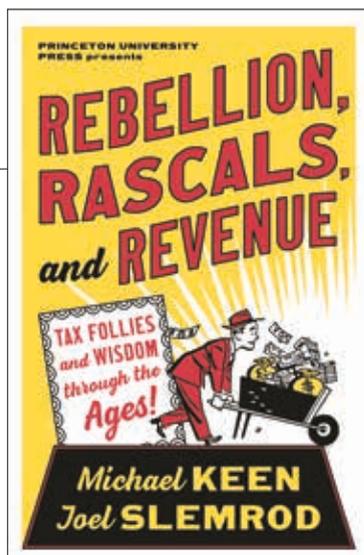
Cada capítulo ofrece una buena lectura y merece al menos una ojeada, incluso para los más avezados en el tema. El capítulo 2, por ejemplo, trae un excelente resumen de la historia de la tributación, remontándose hasta el antiguo Egipto, China y Grecia. El capítulo 4 cuenta la historia de lo que significa la equidad tributaria. El análisis del capítulo 7 [que lleva un ingenioso título: “Palanca o cambio”, por su traducción al español] sobre quién paga realmente impuestos, demuestra que aunque los analistas tributarios han aprendido mucho sobre economía tributaria, es insuficiente cuando se trata de las implicaciones de su trabajo para la política económica. El capítulo 12 es una buena introducción a la administración tributaria, tema importante que permanece indebidamente ignorado. El análisis de esta cuestión es

**“Los impuestos somos nosotros”, en el sentido de que, en todas partes y siempre, los impuestos cambian y evolucionan con los tiempos.**

en general excelente, aunque no plantea la pregunta de por qué el sistema tributario de China, cuya administración parece ser muy diferente a lo que el libro recomienda, funciona tan bien.

Por último, el capítulo 11, aunque de no fácil lectura, es un magistral resumen de la dimensión internacional de la tributación. El capítulo concluye que los problemas en este ámbito solo pueden resolverse si los países, entre otras cosas, combinan y ejercen la soberanía colectiva que todavía poseen. Los autores vuelven a este tema en el capítulo final, y sugieren que muchos de los problemas tributarios actuales solo pueden resolverse con una mayor cooperación internacional. Yo soy menos optimista de lo que parecen ser los autores respecto del resultado de las conversaciones internacionales actuales sobre tributación. No obstante, defienden con firmeza su punto de vista y, en esto, como en todos los aspectos, el libro es una excelente lectura. **FD**

**RICHARD BIRD**, profesor emérito de política y análisis económicos, Universidad de Toronto



Michael Keen y Joel Slemrod  
**Rebellion, Rascals, and Revenue: Tax Follies and Wisdom through the Ages**  
 Princeton University Press  
 Princeton, Nueva Jersey, 2021, 511 págs.,  
 USD 29,95

Esta obra es un raro hallazgo que, no solo los expertos, sino cualquiera que alguna vez se haya planteado cuestiones sobre tributación, puede y debe leer y disfrutar. Michael Keen (del FMI) y Joel Slemrod (Universidad de Michigan) revelan que “los impuestos somos nosotros”, en el sentido de que, en todas partes y siempre, los impuestos cambian y evolucionan con los tiempos.

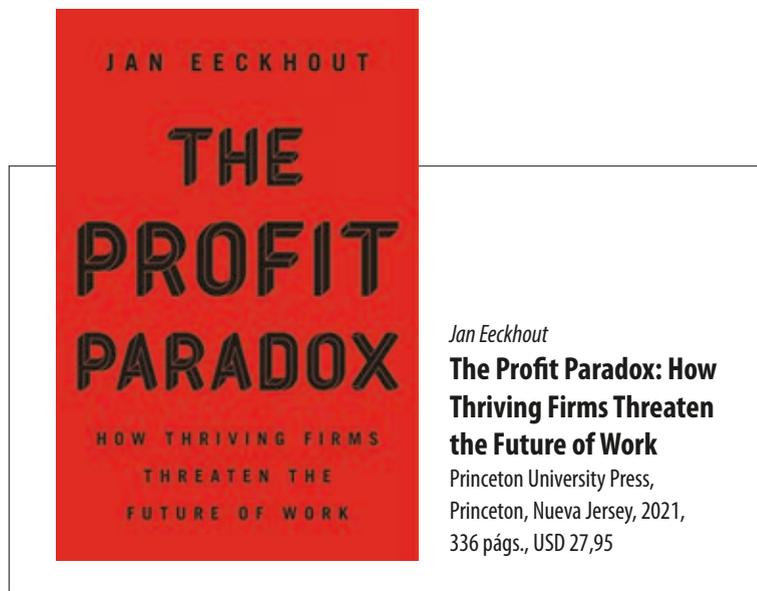
# Gigantes del mercado

**EL MUNDO ANTERIOR A LA COVID-19** vivía con más que suficientes preocupaciones y dilemas económicos. En las economías avanzadas, las nuevas y asombrosas tecnologías no habían logrado traducirse en un crecimiento económico significativo. Este lento crecimiento no consiguió aumentar mucho la renta de los trabajadores, ya que cayó la participación del trabajo en el ingreso. Además, las posibles pequeñas mejoras en los ingresos de los trabajadores se reflejaron principalmente en los ingresos altos, mientras que los salarios de los trabajadores con cualificaciones bajas y medias se estancaron o incluso cayeron. La pandemia refuerza estas tendencias: el producto todavía se sitúa muy por debajo de donde habría estado sin la COVID-19, los trabajadores con poca cualificación han sufrido el grueso de la pérdida de empleo, y las empresas dominantes han prosperado mientras que muchas empresas más pequeñas experimentaron dificultades.

En *The Profit Paradox*, Jan Eeckhout plantea que las nuevas tecnologías aún pueden lograr grandes mejoras del nivel de vida para todos. Pero esto está frenado por el ascenso de las empresas dominantes, que puede deberse a la modalidad de “quien gana se queda con todo” que caracteriza a las nuevas tecnologías y a las deficientes políticas de fomento de la competencia. Los éxitos de las empresas dominantes, cuyo reflejo son las enormes ganancias y los pujantes mercados bursátiles, no son ventajosos para los trabajadores, de aquí la paradoja a la que alude el título del libro. El poder de mercado debe contenerse, argumenta Eeckhout, al igual que sucedió en la era de los barones ladrones.

El autor combina investigaciones académicas de vanguardia, historias personales y ejemplos originales —desde cerveza y textiles a publicidad en línea—, y establece una conexión entre los problemas de los trabajadores y el poder de mercado. Considera este último como un amplificador de otros males de la sociedad —desde la disminución de la movilidad geográfica y social al aumento de la mortalidad y el cambio climático— cuando las empresas utilizan su poder para que los políticos no actúen (respecto al cambio climático) o adopten políticas dañinas (sobre los opiáceos).

Su tesis está muy bien ilustrada con ejemplos de Estados Unidos, y lleva a preguntarnos si podrían extraerse enseñanzas de la experiencia internacional. Después de todo, en Europa en las últimas décadas la participación en la fuerza laboral no ha caído, y el aumento de la desigualdad salarial y la disminución de la participación del trabajo en el ingreso han sido mucho menores que en Estados Unidos. Al mismo tiempo, Europea dejó de converger con el nivel de vida de Estados Unidos hace cuatro décadas. ¿Apuntan



Jan Eeckhout

**The Profit Paradox: How Thriving Firms Threaten the Future of Work**

Princeton University Press,  
Princeton, Nueva Jersey, 2021,  
336 págs., USD 27,95

estos hechos a que Europa aprovecha menos las nuevas tecnologías, aplica las leyes antimonopolio en forma más estricta, ambas cosas, o algo totalmente distinto?

Si bien el libro sostiene de forma convincente que el poder de mercado desempeña *cierto* papel en los problemas de los trabajadores, deja abierta la cuestión de cuán importante es ese papel. Si se hubiera contenido el poder de mercado, la naturaleza del progreso tecnológico (es decir, cada vez menos dependiente de la mano de obra), ¿habría afectado con la misma dureza a los trabajadores como sugiere el trabajo de Daron Acemoglu y Pascual Restrepo, entre otros autores? De ser así, las medidas para abordar el tema del poder de mercado, ¿encierran realmente la promesa de mayor prosperidad para todos?

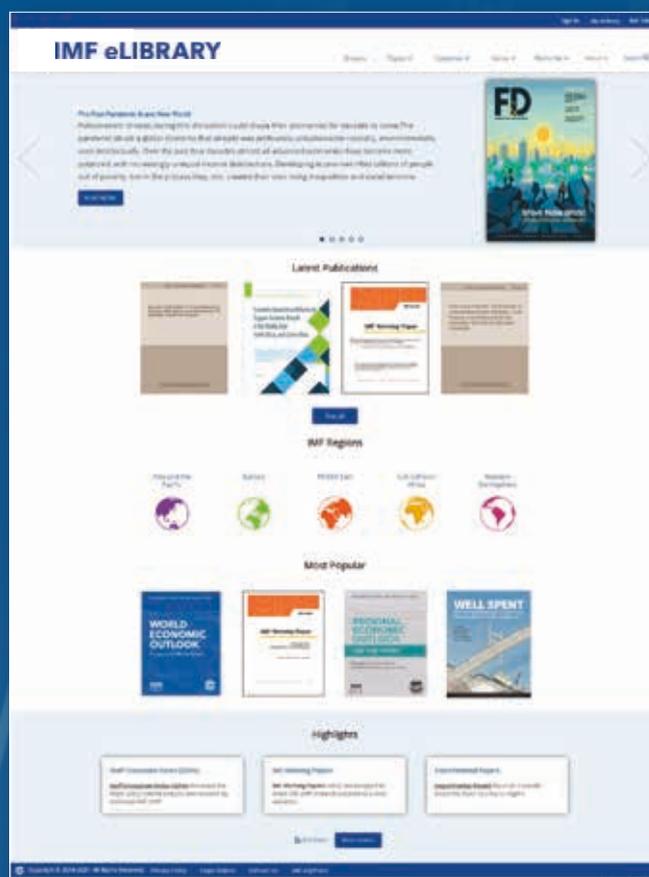
**Los éxitos de las empresas dominantes, cuyo reflejo son las enormes ganancias y los mercados bursátiles en auge, no son ventajosos para los trabajadores.**

¿Qué se debe hacer? Es necesario fortalecer la política antimonopolio y replantearse los derechos de propiedad intelectual, argumenta Eeckhout. Algunas de estas propuestas coinciden con el pensamiento actual, mientras que otras son nuevas, como la de aplicar multas ex-post a las fusiones cuando no dan buenos resultados, o aprobar patentes en base a datos “inversos” que brindarían a los compiladores de datos exclusividad únicamente temporal. En un momento en que se están reconsiderando las normas antimonopolio a ambos lados del Atlántico, el libro de Eeckhout es un importante recordatorio de que este replanteamiento debe hacerse con gran determinación. **FD**

**ROMAIN DUVAL**, Director Adjunto, Departamento de Estudios del FMI

# Nuevo diseño de la biblioteca electrónica del FMI

## Mismo contenido gratuito, nuevas prestaciones



La biblioteca electrónica del FMI ha sido actualizada para mejorar el acceso al contenido y simplificar la investigación.

Con más de 22.000 publicaciones del FMI, conjuntos de datos estadísticos y otros recursos, la biblioteca electrónica es el punto de partida de sus investigaciones.

Todo el contenido sigue siendo gratis, para que los valiosos estudios, datos y análisis del FMI estén al alcance de todos.

***eLibrary.IMF.org***

*Porque la información es un bien público*

Spanish  
Finance & Development, June 2021



MFISA2021002