

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO

UNCTAD



INFORME SOBRE EL **COMERCIO** Y EL **DESARROLLO 2019**

FINANCIAR UN *NEW DEAL* VERDE GLOBAL



NACIONES UNIDAS

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO

INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO 2019

FINANCIAR UN *NEW DEAL* VERDE GLOBAL

Informe de la Secretaría de la
Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo



NACIONES UNIDAS
Ginebra, 2019

© 2019, Naciones Unidas
Todos los derechos reservados

Las solicitudes para reproducir extractos o fotocopiar deben dirigirse al Copyright Clearance Center en copyright.com.

Todas las demás consultas sobre derechos y licencias, incluidos los derechos subsidiarios, deben dirigirse a:

United Nations Publications,
300 East 42nd Street,
New York, New York 10017,
United States of America

Correo electrónico: publications@un.org
Website: un.org/publications

Las denominaciones empleadas en esta obra y la forma en que aparecen presentados los datos que figuran en sus mapas no implican, de parte de las Naciones Unidas, juicio alguno sobre la condición jurídica de países, territorios, ciudades o zonas, o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.

Esta publicación ha sido objeto de revisión editorial externa.

Publicación de las Naciones Unidas editada
por la Conferencia de las Naciones Unidas
sobre Comercio y Desarrollo.

UNCTAD/TDR/2019

eISBN: 978-92-1-004223-9
ISSN: 0257-8093
eISSN: 2414-7222

Prefacio

Tras los profundos y generalizados perjuicios económicos y sociales causados por la crisis financiera mundial, en las economías avanzadas comenzó un decenio de austeridad, atonía del crecimiento de la productividad y estancamiento de los salarios reales. El crecimiento también se ha ralentizado en la mayoría de los países en desarrollo, aunque con considerables variaciones por regiones. La lucha por crear buenos empleos se ha intensificado con la rápida urbanización. Además, la desindustrialización prematura y el estancamiento rural se acompañan de un aumento de la desigualdad y una intensificación de las tensiones políticas.

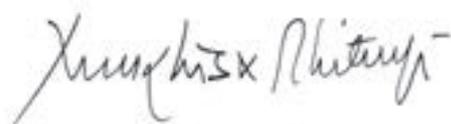
En todas partes, cunde la ansiedad por la perspectiva de una creciente inseguridad económica, a lo que hay que sumar la inminente amenaza de un colapso del medio ambiente. El Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático ha redoblado recientemente sus alertas y ya ha puesto en marcha el cronómetro del deshielo climático. Sin embargo, el encogimiento del horizonte temporal es solo un aspecto de la consciencia cada vez mayor de una crisis ecológica más amplia y profunda.

Los esfuerzos por hacer frente a estos desafíos se han articulado en torno a una serie de objetivos y metas, que la comunidad internacional acordó en 2015, para garantizar un futuro inclusivo y sostenible para todas las personas y el planeta. No obstante, cuando queda poco más de una década para alcanzar la Agenda 2030, el cumplimiento de estos objetivos ya se ha retrasado y existe una coincidencia generalizada de que ahora urge un impulso de inversión coordinado a una escala sin precedentes y en todo el procomún global. Las cifras de esta financiación son ingentes (que han pasado de “miles de millones a billones”): se requieren 2,5 billones de dólares adicionales al año solo en los países en desarrollo, según las estimaciones de la UNCTAD.

Hace una década, en la reunión del G20 en Londres, las principales economías del mundo se congregaron para frenar el pánico financiero global provocado por el hundimiento del mercado de hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos y para establecer una senda de crecimiento más estable de cara al futuro. Su discurso sobre un nuevo comienzo fue un reconocimiento de la incapacidad del sistema multilateral vigente para proporcionar ni los recursos ni la coordinación necesarios para sostener mercados estables y un clima de inversión saludable.

Una década después, ese esfuerzo se ha estancado, dejando a los encargados de alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible preguntándose si el sistema multilateral es o no el adecuado para lograr este fin. Su preocupación se ve agravada por el estado de deterioro de la economía global. La proliferación de los desacuerdos sobre las normas comerciales, los movimientos de divisas y los flujos de tecnología están fomentando la incertidumbre y la inestabilidad, socavando la confianza en el sistema multilateral justo cuando el consenso y la coordinación son fundamentales para aumentar los recursos necesarios para hacer frente a los enormes desafíos económicos, sociales y medioambientales a los que todos nos enfrentamos.

La edición del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo* de este año, da entender que para satisfacer las demandas de financiación de la Agenda 2030, es necesario reconstruir el multilateralismo en torno a la idea de un *new deal* verde global y de un futuro financiero muy diferente del pasado más reciente. Ese futuro empieza a labrarse con un debate serio sobre las opciones de financiación pública, como parte de un proceso más amplio de reparación del contrato social, que es la base sobre la que se pueden conseguir resultados inclusivos y sostenibles y obtener financiación privada en condiciones más productivas desde el punto de vista social.



Mukhisa Kituyi
Secretario General de la UNCTAD

Índice

<i>Prefacio</i>	iii
<i>Lista de cuadros y recuadros</i>	ix
<i>Notas explicativas</i>	x
<i>Siglas</i>	xi
PANORAMA GENERAL	I-XVII

Capítulo I

TENDENCIAS Y DESAFÍOS DE LA ECONOMÍA GLOBAL	1
A. Conyuntura global	1
1. Adiós tiempos de tristeza, los días felices acaban por volver.. una... y otra vez	1
2. Límites del crecimiento dependiente de la deuda	5
3. Amenazas en ciernes	8
4. Ahora todos somos “populistas”	14
B. Tendencias del comercio	15
1. En modo desaceleración	15
2. Comercio de servicios comerciales	17
C. Tendencias de los precios de los productos básicos	18
D. Tendencias regionales del crecimiento	20
1. Países desarrollados	20
2. Economías en transición	22
3. América Latina y el Caribe	23
4. África	24
5. Asia	25
Notas	26
Referencias	27

Capítulo II

CUESTIONES EN JUEGO	29
A. Introducción	29
B. Imprimir más revoluciones al motor de la financiación privada	30
C. La financierización marca la diferencia	32
1. De sirviente a amo	32
2. El nebuloso mundo de la innovación financiera	33
D. Dinero, bancos y movilización de recursos: la función oculta del Estado	35
E. Embaucados	36
F. Hacer que las finanzas funcionen para todos: una perspectiva desarrollista	38
Notas	41
Referencias	42

Capítulo III

UNA HOJA DE RUTA PARA EL CRECIMIENTO GLOBAL Y EL DESARROLLO SOSTENIBLE	47
A. Introducción	47
B. Tendencias regresivas de la economía globalizada	47
1. La caída de la participación de los ingresos laborales	48
2. La erosión del gasto público	49

3. Debilidad del crecimiento de la inversión	49
4. La creciente acumulación de dióxido de carbono en la atmósfera	50
C. Principales consideraciones en el diseño de un marco estratégico	51
1. Política fiscal: gasto público y tributación.....	53
2. Política de inversión y política industrial	57
3. Invertir en la transición verde.....	58
4. Financiación de la inversión: creación de crédito, regulación financiera y seguros climáticos	60
5. Redistribución del ingreso	61
6. Acuerdos internacionales de comercio e inversión	62
7. Coordinación internacional para favorecer el crecimiento, la industrialización y la respuesta a crisis	63
D. Diagramar la estrategia a medio plazo en términos empíricos	65
1. Redistribución del ingreso	65
2. Expansión fiscal.....	66
3. Un horizonte más verde.....	67
E. Conclusión: la coordinación es la clave para el crecimiento, el empleo y la estabilidad del clima	73
Notas.....	74
Referencias.....	76

Capítulo IV

LOGRAR QUE LA DEUDA REDUNDE EN BENEFICIO DEL DESARROLLO..... 83

A. Introducción: ¿ataduras del pasado o potencial de futuro?	83
B. El desarrollo y el negocio de la deuda	87
1. El contexto global: la creación del crédito privado fuera de control.....	87
2. El endeudamiento de los países en desarrollo: ¿un “asunto cada vez más privado”?	89
3. Deuda externa de los países en desarrollo: bajada del umbral de sobreendeudamiento	92
4. Consecuencias: cargas del servicio de la deuda cada vez más pesadas, un debilitamiento de la estrategia de “autoseguro” y pocos resultados que mostrar.....	95
C. Subir el listón: la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo y los Objetivos de Desarrollo Sostenible	97
1. De la sostenibilidad de la deuda de corto a la sostenibilidad a largo plazo: reequilibrar los intereses público y privado	97
2. Alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible y el desarrollo: la urgente necesidad de una acción multilateral.....	99
D. Supeditar la deuda al desarrollo.....	106
1. Replanteamiento de los derechos especiales de giro y los programas de alivio de la deuda	106
2. Fortalecer la cooperación monetaria regional: uniones de compensación regionales.....	110
3. Avanzar en la resolución de las crisis de deuda soberana	113
E. Conclusiones	118
Notas.....	120
Referencias.....	121

Capítulo V

EL CAPITAL PRIVADO COMO INSTRUMENTO DE DESARROLLO 125

A. Introducción	125
B. Fortalecimiento de la movilización de recursos internos a través de medidas tributarias	126
1. Flujos financieros ilícitos de empresas multinacionales y pérdidas de ingresos tributarios.....	126
2. Pérdidas de ingresos tributarios derivadas de la creciente digitalización de las transacciones económicas	132

C. Aprovechar los beneficios de los flujos de capital privado gracias a una mejor regulación	136
1. Flujos netos de capitales privados hacia los países en desarrollo: evidencia y desafíos	136
2. El aumento de los stocks de activos y pasivos externos brutos y las consiguientes vulnerabilidades del balance.....	138
3. Posibles consecuencias de una mayor participación de los inversionistas institucionales.....	146
4. Utilización de controles de capital para regular los flujos internacionales de capital	146
5. Consecuencias en materia de políticas	149
Notas.....	151
Referencias.....	156
Anexo.....	161

Capítulo VI

QUÉ HACER PARA QUE LOS BANCOS FAVOREZCAN MÁS EL DESARROLLO

A. Introducción	165
B. Banca pública para el desarrollo	166
1. Reseña del sistema bancario público	166
2. Dificultades de articulación en el caso de la banca pública.....	171
3. El peso muerto de la titulización	173
C. Banca paciente y catalizadora: las principales instituciones en el panorama de la banca pública	173
1. Los bancos centrales y un <i>New Deal</i> verde global: una cuestión que merece un examen más detenido	173
2. Potencial para los bancos públicos nacionales	180
3. Ampliar el tamaño de los bancos regionales de desarrollo: nuevas tendencias y oportunidades ...	186
4. Fuentes alternativas de financiación a largo plazo	187
5. Conseguir que las actividades bancarias tengan una mejor repercusión en el desarrollo: el papel de las agencias de calificación crediticia.....	190
D. ¿Qué pueden hacer ya los países en desarrollo?	191
Notas.....	193
Referencias.....	194

Lista de gráficos

Gráfico

1.1	Tasas de crecimiento anual: países en desarrollo y desarrollados.....	3
1.2	El blues de la convergencia: crecimiento del PIB per cápita en 1971-2019.....	3
1.3	Tipos fijados por bancos centrales en 2000-2019	4
1.4	Activos totales de un grupo seleccionado de bancos centrales en 2007-2019.....	5
1.5	Desglose de la inversión neta de los hogares y las organizaciones sin fines de lucro de los Estados Unidos en 2001-2019.....	7
1.6	Desglose de la inversión neta de los Estados Unidos en 2001-2019	7
1.7	Renminbis y euros por dólar en 2010-2019	10
1.8	Flujos netos de capital privado por región en 2007-2018.....	12
1.9	Deuda externa de los países en desarrollo y las economías en transición en 2000-2018	13
1.10	Estructura de la deuda externa a largo plazo de los países en desarrollo y las economías en transición en 2000-2018.....	13
1.11	Evolución por trimestres de la tasa de crecimiento interanual en 2001-2019.....	16
1.12	Comercio de los Estados Unidos con China en 2018-2019	16
1.13	Índices mensuales de precios de productos básicos por grupos de productos entre enero de 2002 y junio de 2019	19
1.14	Inflación nacional en un grupo de países seleccionados, promedio anual entre 2017 y 2019	20
1.15	Volumen de exportaciones e importaciones de mercancías chinas en 2006-2019.....	21
1.16	Balanza por cuenta corriente por trimestres en 2000-2019.....	22
3.1	PIB per cápita en países desarrollados y países en desarrollo	47
3.2	Participación de los ingresos laborales	48
3.3	Gasto público en bienes y servicios (incluida la inversión).....	49
3.4	Financiación y capital fijo	50
3.5	Rebajas del impuesto de sociedades en 2000-2019	51
3.6	Emisiones de dióxido de carbono en 1970-2018	52
3.7	Participación del trabajo: ingresos laborales como porcentaje del PIB en 2000-2030	66
3.8	Gasto público en bienes y servicios en 2000-2030.....	68
3.9	Gasto público neto en transferencias y otros desembolsos, descontadas ayudas públicas en 2010-2030.....	68
3.10	Total de ingresos tributarios en 2010-2030	69
3.11	Intensidad en energía de la producción global (volumen) en 1970-2030	70
3.12	Producción de energía y emisiones en 1970-2030	71
3.13	Precio del petróleo en escenarios alternativos	71
3.14	Crecimiento de la inversión total (privada y pública) en 2000-2030.....	72
3.15	Necesidades de financiación totales (internas y externas) como proporción del PIB, salvo China, en 2012-2030.....	72
4.1	Deuda global entre 1960 y 2017	88
4.2	Deuda total de los países en desarrollo en 1960-2017	90
4.3	Crédito total a sectores y sociedades no financieras de las economías avanzadas y emergentes en 2000-2018.....	91

Gráfico

4.4	¿En manos de quién está la deuda pública de un país en desarrollo? Composición de la deuda pública por acreedores, en una selección de economías avanzadas y emergentes en 2004-2018.....	92
4.5	Deuda externa de los países en desarrollo por región en 2008-2018.....	93
4.6	Aumento de los bonos soberanos en los países en desarrollo en 1970-2017: composición de la deuda pública externa a largo plazo por acreedor.....	94
4.7	Reversión de las mejoras en la carga del servicio de la deuda. Ratios del servicio de la deuda de la deuda pública en 2000, 2012 y 2017.....	95
4.8	Reducción de los “colchones” de reservas internacionales: reservas internacionales en los países en desarrollo en 2008-2018.....	96
4.9	¿Arroja resultados positivos en el desarrollo el creciente endeudamiento de las empresas privadas? Tasas de crecimiento de la deuda de las empresas privadas y del volumen de capitales privados en una selección de países en desarrollo entre 2008 y 2015.....	97
4.10	La sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo y los Objetivos de Desarrollo Sostenible.....	102
4.11	Hegemonía del dólar estadounidense.....	108
4.12	Comercio intra y extrarregional en una selección de grupos regionales en 1995-2017.....	112
4.13	Comercio intrarregional y extrarregional en una selección de grupos regionales en 1995-2017.....	113
5.1	Tipo legal medio del impuesto de sociedades, por grupo de países en 2000-2018.....	129
5.2	Grado de apertura de la cuenta de capital en determinados grupos de países en 1970-2016.....	136
5.3	Países en desarrollo seleccionados: flujos netos de capital, por categoría en 1970-2018.....	137
5.4	Tenencias de activos y pasivos externos brutos, grupo de países en desarrollo seleccionados en 1995-2018.....	138
5.5	Tenencias de activos externos netos riesgosos y seguros, Estados Unidos y países en desarrollo seleccionados en 1970-2018.....	140
5.6	Tasas de rendimiento total de los activos y pasivos externos brutos, grupos de países seleccionados en 1995-2018.....	145
5.7	Grupo de países en desarrollo seleccionados: efectos de valoración en los pasivos externos brutos y en el índice MSCI de mercados bursátiles emergentes en 1995-2018.....	146
5.8	Proporción de observaciones que conllevan controles de las entradas de capital, por categoría de activos y grupos de países seleccionados en 1995-2016.....	148
5.9	Variación de la proporción de observaciones que conllevan controles de las entradas de capital, por categoría de activos y grupos de países seleccionados en 1995-2004 y 2009-2016.....	148
6.1	El cambio climático provoca un ciclo de retroalimentación negativa entre riesgo económico y riesgo financiero.....	167
6.2	La transición a una economía verde entraña distintos riesgos para la estabilidad financiera.....	168
6.3	Función de los bancos nacionales de desarrollo en un grupo seleccionado de países emergentes en 1994-2017.....	181
6.4	Ratio de préstamos contraídos por los hogares en relación con los contraídos por las empresas en un grupo seleccionado de países, promedio en 2014-2016.....	186
6.5	Bancos regionales: total de activos y préstamos pendientes en 2017.....	187

Gráficos de recuadros

4.2.1 Litigios de deuda soberana en los Estados Unidos: evolución de la concentración de mercado por ciertos gabinetes jurídicos.....	116
4.2.2 Índice HHI de principales gabinetes jurídicos con número de casos de reestructuración de deuda soberana incoados ante órganos judiciales de los Estados Unidos por año en que se pronunció la resolución.....	116

Lista de cuadros y recuadros

Cuadro

1.1 Crecimiento de la producción mundial, 1991-2019.....	2
1.2 Volúmenes de las exportaciones e importaciones de mercancías, por grupos y países seleccionados en 2016-2018	15
1.3 Precios mundiales de los productos primarios en 2008-2019	19
3.1 Efectos del incremento de la participación de los ingresos laborales en el PIB en una selección de países	67
3.2 Multiplicadores fiscales (incremento del PIB tras un incremento de 1.000 millones de dólares en el gasto público en bienes y servicios).....	69
4.1 Objetivos de Desarrollo Sostenible: necesidades de financiación de los programas.....	104
5.1 Pérdida de ingresos ocasionada por la elusión de impuestos de las empresas sobre la base de una serie de estudios recientes	127
5.2 Rendimientos de activos y pasivos externos brutos, países seleccionados en 1995-2018	142
5.3 Tasas de rendimiento total de los activos y pasivos externos brutos, selección de países en 1995-2018.....	144
5A.1 Composición de los activos externos brutos, países seleccionados, 1996-2018.....	161
5A.2 Composición de los pasivos externos brutos, países seleccionados, 1996-2018	162
5A.3 Posición de activos externos netos e ingresos netos de las inversiones internacionales, países seleccionados, 1995-2018	163
6.1 Bancos públicos de desarrollo: selección de características	169
6.2 Fondos soberanos de inversión: selección de características.....	169
6.3 Bancos centrales: en apoyo de la economía verde.....	178
6.4 Préstamos y características institucionales de un grupo seleccionado de bancos públicos de países en desarrollo: (2017).....	185

Recuadro

1.1 Criptomonedas: ¿democratización del dinero o timo del libertarismo?.....	11
3.1 Gastar o no gastar, ¿es esa la cuestión? Dinero endógeno, teoría monetaria moderna y déficit público.....	56
4.1 Principales premisas metodológicas para determinar la brecha de sostenibilidad de la deuda incluida la contraída para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.....	100
4.2 Concentrados, onerosos y opacos: procedimientos de reestructuración de la deuda soberana y de deuda litigiosa.....	115
6.1 Riesgos de la marcha hacia la titulización	174
6.2 La banca en la sombra en China y la India	183

Notas explicativas

Clasificación por país o grupo de productos

La clasificación de los países en el presente *Informe* se ha adoptado únicamente por razones estadísticas o para facilitar los análisis y no implica necesariamente juicio alguno acerca del nivel de desarrollo de un país o zona.

No se ha establecido en el sistema de las Naciones Unidas una convención para clasificar a los países o zonas “en desarrollo”, “en transición” o “desarrollados”. El presente *Informe* se ajusta a la clasificación definida en el manual *UNCTAD Handbook of Statistics 2018* (publicación de las Naciones Unidas, núm. de venta: E.19.II.D.7) para esos tres grandes grupos de países (véase (see https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat43_en.pdf)).

Salvo indicación en contrario, las agrupaciones regionales y las clasificaciones por grupos de productos utilizadas en el presente *Informe* con fines estadísticos son en general las empleadas en el *UNCTAD Handbook of Statistics 2018*. Los datos correspondientes a China no incluyen los de la Región Administrativa Especial de Hong Kong (RAE de Hong Kong), la Región Administrativa Especial de Macao (RAE de Macao) ni la Provincia China de Taiwán.

Los términos “país”/“economía” también se aplican, a territorios o zonas, según el caso.

Las referencias a “América Latina” en el texto o en los cuadros incluyen los países del Caribe, a menos que se indique otra cosa.

Las referencias al “África Subsahariana” en el texto o en los cuadros incluyen a Sudáfrica, a menos que se indique otra cosa.

Otras notas

Las referencias que se hacen en el texto al *TDR* corresponden al *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo* (de un determinado año). Por ejemplo, el *TDR 2018* corresponde al *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2018* (publicación de las Naciones Unidas, núm. de venta: S.18.II.D.7).

Las referencias que se hacen en el texto a los Estados Unidos corresponden a los Estados Unidos de América y las que se hacen al Reino Unido al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

Por dólares se entiende dólares de los Estados Unidos de América, a menos que se indique otra cosa.

Por “toneladas” se entiende toneladas métricas.

Las tasas anuales de crecimiento y variación son tasas compuestas.

Las exportaciones se expresan en valor FOB y las importaciones en valor CIF, a menos que se indique otra cosa.

El guión (-) entre cifras que expresen años, por ejemplo 2016 2018, significa que se trata de todo el período considerado, ambos años inclusive.

La barra (/) entre dos años, por ejemplo 2017/18, indica un ejercicio económico o un año agrícola.

Un punto (.) en un cuadro indica que los datos no se aplican.

Dos puntos (..) en un cuadro indican que los datos faltan o no constan por separado.

El guión (-) o el cero (0) en un cuadro indican que la cantidad es nula o insignificante.

La suma de los decimales y de los porcentajes no siempre coincide con el total indicado porque se han redondeado las cifras.

Siglas

AIIB	Banco Asiático de Inversión en Infraestructura
AOD	asistencia oficial para el desarrollo
APP	alianza público-privada
ASEAN+3	Asociación de Naciones de Asia Sudoriental más China, el Japón y la República de Corea
BCD	Banco de Comercio y Desarrollo
BCE	Banco Central Europeo
BDAO	Banco de Desarrollo del África Oriental
BDEAC	Banque de Développement des Etats de L’Afrique Centrale / Banco de Desarrollo de los Estados de África Central
BEPS	Erosión de la Base Imponible y el Traslado de Beneficios
BDAO	Banco de Desarrollo de África Oriental
BDEAC	Banco de Desarrollo de los Estados de África Cental
BOAD	Banco de Desarrollo de Africa Occidental
BRICS	Brasil, Federación de Rusia, India, China y Sudáfrica
CAF	Corporación Andina de Fomento / Banco de Desarrollo de América Latina
DBSA	Banco de Desarrollo de África Meridional
DEG	derechos especiales de giro
EPG-GFG	Grupo de Personas Eminentes del G20 sobre la gobernanza financiera mundial
FMI	Fondo Monetario Internacional
I+D	investigación y desarrollo
IBS	impuestos sobre bienes y servicios
IED	inversión extranjera directa
IVA	impuesto sobre el valor añadido
KDB	Banco Coreano de Desarrollo
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
OMC	Organización Mundial del Comercio
OPEC	Organización de Países Exportadores de Petróleo
PPA	paridad de poder adquisitivo
TMM	teoría monetaria moderna

PANORAMA GENERAL

Hace 75 años la comunidad internacional se reunió en una localidad de las frías montañas del Estado de New Hampshire para forjar un nuevo orden mundial con un objetivo fundamental: restringir el campo de acción de los mercados financieros y en su lugar empoderar a los Estados. Los objetivos inmediatos de las instituciones de Bretton Woods eran lograr el pleno empleo, mantener la fluidez del comercio, regular el capital especulativo e impedir la deflación importada. El sistema promovería la coordinación de las políticas en apoyo de la estabilidad económica mundial y desalentaría las políticas de “empobrecimiento del vecino” que pudieran alterar esa estabilidad, dejando al mismo tiempo un espacio de políticas para que los Estados soberanos persiguiesen sus objetivos nacionales prioritarios.

Sin embargo, hace 40 años las fuerzas del mercado lanzaron una contraofensiva. Desde principios de la década de 1970, una sucesión de duros reveses económicos debilitó los cimientos del consenso político de posguerra y desencadenó un conflicto político. Cuando la década tocó a su fin, una primera ministra británica recién electa prometió instaurar la armonía y la esperanza liberalizando los mercados y liberando las energías empresariales. Para recalcar que para conseguirlo sería preciso romper completamente con la época de Bretton Woods, ordenó a sus ministros que repasaran un libro de Friedrich Hayek: La constitución de la libertad.

Margaret Thatcher encontró en Washington, seis meses más tarde, un aliado y alma gemela, quien —aunque en menor sintonía con las elucubraciones de la escuela de economía austríaca— captó el cambiante estado de ánimo ideológico al proclamar sucintamente que el Estado no era la solución al problema, sino que era el Estado precisamente el problema.

Una camarilla de profesores universitarios e investigadores de centros de estudios de ambos lados del Atlántico estaban disponibles para ayudar en esta tarea con una serie de políticas respetuosas de las leyes del mercado para cada problema económico, tanto real como imaginario. Su idea era sencilla: todo tenía un precio y si los mercados podían fijar libremente ese precio el resultado sería la prosperidad y la armonía.

La crisis de la deuda de principios de la década de 1980 les brindó la oportunidad para difundir esa idea por el mundo en desarrollo, y poco después por las economías de Europa Oriental, en pleno colapso bajo el régimen de planificación centralizada. El encogimiento del espacio del sector público se contagió por todo el mundo.

Sin embargo, cabe decir que, si bien estas ideas económicas eran las bujías del proyecto neoliberal, su motor de explosión era un sector financiero que acaba de liberalizarse. Al liberar al capital de las ataduras de la regulación y la supervisión públicas, un sector bancario revigorizado vio el cielo abierto para lanzarse a la búsqueda de oportunidades de captación de rentas, al tiempo que un nuevo conjunto de normas comerciales (que regulaban materias como los servicios financieros, la inversión y los derechos de propiedad intelectual) ampliaba la protección de un capital con total libertad de movimientos.

Alan Greenspan, un antiguo discípulo de la autora neoliberal Ayn Rand, no tenía ninguna duda de que la expansión de las finanzas transfronterizas, junto con una nueva generación de productos financieros innovadores, activaría el turbocompresor de la economía global, al mejorar la distribución a escala mundial de un capital escaso, desagrupando y dispersando el riesgo y

multiplicando las oportunidades de inversión en operaciones de cobertura. Se trataba, según sus palabras, de la mano invisible de Adam Smith, pero actuando a nivel internacional. A su juicio, “los mercados globales no regulados son claros” y, “salvo raras excepciones, parecen pasar sin esfuerzo de un estado de equilibrio a otro”.

Sin embargo, los resultados no fueron tan felices como los previstos por Greenspan. Los sucesivos períodos de expansión y contracción caracterizaron el panorama económico, culminando, en 2008, con la crisis económica más profunda desde la década de 1930 y desvelando el lado más oscuro de un mundo impulsado por la creación de crédito privado, la falta de regulación de los bancos y las argucias del sector financiero.

Ante unos mercados en caída libre, el Estado resultó ser realmente la solución al problema. Tanto individual como colectivamente (en el marco del G20), los Estados pusieron sobre la mesa recursos a una escala sin precedentes para resolver el problema; se rescató a entidades financieras, se estabilizaron los mercados y se enderezaron las economías. En los círculos políticos de alto nivel, se declaró el fin de la era de la codicia financiera y se prometió un nuevo conjunto de prioridades para hacer frente a las injusticias e inseguridades de una hiperglobalización desenfrenada.

La comunidad internacional ha respondido concertando un conjunto de objetivos ambiciosos y transformadores y un plazo muy exigente para su culminación: 2030. Pero en un dramático giro del destino, ahora se pide a los grandes señores de la destrucción masiva del sector financiero que eviten la amenaza de la destrucción también masiva del medio ambiente.

Mientras que el dinero sigue haciendo valer su voz, los Estados parecen haberse quedado afónicos. Al contrario, se considera que la única manera de llevar a cabo los grandes proyectos de inversión que se requieren para un futuro más inclusivo y sostenible es ganarse los corazones, las mentes y las carteras de la élite adinerada, ya sea a través de un sentido de responsabilidad social corporativa, la inversión de impacto o la innovación financiera. Parece como si todo hubiese tenido que cambiar para que las cosas siguiesen como estaban.

No es solo una ilusión económica, sino que, si se analiza con rigor histórico, se trata de una receta para que el mundo sea menos inclusivo y menos sostenible. La manera de proporcionar los bienes públicos necesarios para lograr los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de aquí a 2030 es crear un entorno público sano, democrático e inclusivo, a nivel tanto mundial como nacional.

Como ya les ocurrió a los arquitectos de Bretton Woods, restaurar “la fe en el buen criterio y el poder del Estado” debe ser el primer tema del orden del día de la comunidad internacional. Sin embargo, no puede plantearse como un mero regreso a la época de Bretton Woods. De hecho, el proyecto original presentaba demasiados defectos inherentes; gestionado como si se tratase de un club de caballeros ricos, amplió las brechas tecnológicas, no logró solventar la desigualdad en las relaciones comerciales, toleró el derroche en el gasto militar y se mostró indiferente ante las presiones sobre el medio ambiente.

Si se pretende acabar con la polarización del ingreso en los países y entre ellos, crear un sistema financiero estable que esté al servicio de la economía productiva, mitigar las amenazas, aprovechando las oportunidades que brindan las nuevas tecnologías, y realizar ingentes inversiones en sistemas de energía, transporte y alimentación no contaminantes resulta necesario un new deal verde global.

Buenos tiempos, malos tiempos

Las perspectivas de la economía mundial actualmente se ven envueltas en una densa niebla de tensiones comerciales internacionales y conflictos geopolíticos. Sin embargo, transcurridos diez años desde la intervención del G20 para contener el pánico en los mercados y rescatar un maltrecho sistema financiero, la noticia más importante es que el crecimiento no ha encontrado un terreno firme sobre el que cimentarse.

Los Estados Unidos no solo se encuentran inmersos en la recuperación más prolongada jamás registrada, sino que además es una de las más débiles, por lo que el impacto sobre los ingresos ha sido moderado. La recuperación desde el recorte de impuestos de 2017 se desvanece y sigue sin haber noticias del prometido auge de la inversión. En el resto de los países del mundo desarrollado, la recuperación ha sido aun más efímera. La eurozona está recayendo en el estancamiento y la economía alemana muestra manifiestos signos de fatiga;

entretanto, el brexit sigue siendo una distracción inoportuna para toda la economía europea, mientras que el Reino Unido parece estar preparado para un 2019 especialmente traumático.

Se especula mucho con que los vientos de la recesión soplarán sobre las economías avanzadas y, con ellas, sobre la economía mundial, con tal fuerza que le harán desviarse de su rumbo en 2020. Los principales bancos centrales ya han puesto freno a la normalización monetaria, pero cunde la inquietud de que incluso con otra ronda de expansión cuantitativa no se consiga cobrar el impulso que necesita la demanda general.

Tampoco está claro si apretar el acelerador monetario volvería o no a ser una ayuda para las economías emergentes. La desaceleración de este año (2019) es patente en todas las regiones en desarrollo, sobre todo en América Latina, que ha sufrido un revés especialmente fuerte. Ya no se habla tanto del “desacoplamiento” ni de la “convergencia”, discurso que compartieron brevemente en sus opiniones las capas progresistas y los inversores tras el estallido de la crisis financiera global, cuando las economías en desarrollo (incluidas las llamadas emergentes) han experimentado una rápida recuperación. Las economías de los países que conforman el grupo BRICS, que como grupo registraron un crecimiento medio anual superior al 10 % inmediatamente después de la crisis financiera global, el año pasado crecieron a un 6,3 %.

Dado que los niveles de endeudamiento de todos los países del mundo en desarrollo son los más altos jamás registrados, cuyo total ronda los 67 billones de dólares, mantener inalterados los tipos de interés aliviaría las presiones que ejerce el servicio de su deuda. No obstante, los mercados financieros son volubles y cuando las cosas se tuercen pueden llegar a reaccionar de manera salvaje; ante este telón de fondo de creciente incertidumbre y angustia inversora, la huida desde los mercados emergentes hacia la relativa seguridad de los de Estados Unidos podría desencadenar una espiral deflacionista autoalimentada.

No es de extrañar, pues, que los responsables de la formulación de políticas de todo el mundo escruten el horizonte para detectar una posible crisis. El agudizamiento de las tensiones comerciales es una de las causas probables de esta mayor fricción. El comercio se ha estancado con el debilitamiento de la demanda mundial; se estima que el crecimiento interanual en el primer trimestre de 2019 en relación con el de 2018 será de solo el 0,4 %. Tampoco han ayudado las subidas de aranceles unilateralmente aprobadas por los Estados Unidos, cuya aplicación se inició a principios de 2018 con determinados productos y que posteriormente se han ampliado a toda una serie de importaciones chinas. La consiguiente reacción ha sido la adopción de medidas de represalia por varios países. Si bien por el momento se ha logrado contener su impacto, proseguir con este toma y daca de subidas arancelarias podría resultar muy costoso si coincide con una nueva ralentización de la inversión.

Hay otras corrientes peligrosas en estas aguas económicas ya de por sí turbulentas. Cunde la convicción de que esta controversia entre Estados Unidos y China tiene menos que ver con un problema de aranceles y más con las ambiciones tecnológicas de un país en desarrollo de ingreso medio. El acceso a la tecnología extranjera ayudó a las actuales economías avanzadas a subir por la escalera del desarrollo, por lo que los países en desarrollo se opondrán a todo intento de tumbar de una patada esa escalera reduciendo aún más su espacio de políticas. De producirse este hecho, vendría a acrecentar el ya disminuido grado de confianza en el sistema multilateral, lo que supondría un nuevo empeoramiento de las perspectivas de la economía global.

Las fluctuaciones de los tipos de cambio agudizan aún más esta sensación de intranquilidad que suscita la economía. La moneda se ha vuelto mucho más volátil en la era de la hiperglobalización con la financierización de los mercados de divisas. El índice de divisas de mercados emergentes (Emerging Market Currency Index) de Morgan Stanley registró una subida considerable a principios de 2019, pero cayó bruscamente entre mediados de abril y finales de mayo, para repuntar a partir de entonces. Esta volatilidad obedece a tres factores: las fuertes fluctuaciones en los países afectados por la crisis, como la Argentina y Turquía; la volatilidad de los flujos de capital hacia los mercados emergentes como consecuencia de la incertidumbre política en los países desarrollados y de las perspectivas de un crecimiento más débil en los mercados emergentes, y la presión más generalizada ejercida por la administración de los Estados Unidos con el fin de mantener el dólar a un nivel “competitivo”. En un sistema financiero internacional que sigue siendo muy dependiente del papel del dólar en cuanto factor de predictibilidad, convertir ese papel —que desde hace mucho tiempo se reconoce que

es un “privilegio exorbitante”— en una fuente de munición económica podría tener consecuencias aun más desestabilizadoras. Para muchos países en desarrollo un problema que no admite dilación es la posibilidad de que una fuerte pérdida de confianza en su moneda a raíz de que un rápido aumento de la deuda externa pueda exponerlos a presiones deflacionistas de mucha mayor intensidad, como ya ha ocurrido en los casos de la Argentina y Turquía.

Los mercados de productos básicos no han dejado de transitar por una montaña rusa desde la crisis financiera; ahora se encuentran en una fase de menor agitación, aunque los precios se sitúan en un nivel muy inferior a los máximos alcanzados después de la crisis. Si bien la depresión de la demanda es el factor subyacente en la falta de dinamismo de los precios en muchos mercados de productos básicos experimentada en los últimos meses, la volatilidad a medio plazo se ha visto influida por las amplias fluctuaciones de los precios del petróleo, la financierización de los mercados de productos básicos y la concentración del poder de mercado en un reducido número de empresas de comercio internacional.

El índice de precios de los productos básicos de la UNCTAD cayó desde 134, en octubre de 2018, a 112, en diciembre de ese año, y a partir de ese momento ha experimentado una subida hasta alcanzar un nivel en torno a 120. Los precios de los combustibles propiciaron la caída del índice en el último trimestre de 2018, ya que el índice de precios de los combustibles cayó desde 149, en octubre, a 115, en diciembre. La ulterior recuperación obedece, por una parte, al aumento de los precios del petróleo, al verse afectados por las sanciones impuestas al Irán, y, por otra, a la atonía de los precios de los minerales, menas y metales.

Síntomas como un Norte renqueante, una desaceleración general en el Sur y el aumento de los niveles de deuda en todos los países no presagian nada bueno para la economía global; estos factores, junto con el aumento de la volatilidad de los mercados, la fractura del sistema multilateral y la creciente incertidumbre, están configurando los retos inmediatos que tiene planteados la política económica. La postura adoptada hasta la fecha en la política macroeconómica es sesgada y su coordinación es insuficiente para impulsar de manera sostenida la demanda agregada; lo que es reflejo de una mezcla de medidas de reducción de costos y de liberalización, supeditadas a la caprichosa discrecionalidad del mercado. Sus previsible resultados no han sido otra cosa que acelerones del crecimiento y volatilidad financiera. Ahora bien, el futuro plantea desafíos más importantes que son realmente intimidantes para la ciudadanía y el planeta.

Signo de los tiempos

La inseguridad financiera, la polarización económica y la degradación del medio ambiente se han convertido en marcas distintivas de la época de la hiperglobalización. Además, se trata de fenómenos que están íntimamente conectados entre sí y que se refuerzan mutuamente en formas que pueden crear círculos viciosos de descomposición económica, social y medioambiental.

Esta amenaza coincide con una preocupante pérdida de confianza en la política, pues las brechas de ingreso se han ampliado en todos los países y la agenda política se percibe como una respuesta en favor de los intereses de los ganadores de la hiperglobalización que presta poca atención a aquellos que han ganado poco o que se han quedado aún más marginados. Incluso después de la crisis financiera global, se han mantenido casi intactas las reglas del juego anteriores que habían generado unos altos niveles de desigualdad, inseguridad y endeudamiento, lo que ha alimentado un mayor resentimiento —dirigido a menudo hacia los extranjeros— y ha ensanchado las diferencias políticas. Esta desconfianza se ha producido precisamente cuando las acciones colectivas necesarias para construir un futuro mejor para todos dependen de un mayor sentido de responsabilidad compartida y una mayor solidaridad.

Los Objetivos de Desarrollo Sostenible, convenidos en el marco en las Naciones Unidas en 2015, fueron concebidos como una guía hacia ese futuro. Sin embargo, dado el retraso ya acumulado para cumplir el plazo programado (2030), cunde la frustración entre los implicados en la formulación de las distintas políticas y en los países de todo nivel de desarrollo. El problema tal como se percibe es la escasez de financiación para incrementar la escala de las inversiones de las que depende en última instancia la Agenda 2030. Con unas finanzas públicas lastradas por el aumento de los niveles de deuda y un mundo político fracturado que

impide la planificación a largo plazo, incrementar las dotaciones financieras para cifrarlas en billones y no miles de millones de dólares pasa, según se afirma, por acudir a los particulares de alto nivel económico y las entidades financieras privadas para obtener esos recursos.

A primera vista, las señales son alentadoras. Las empresas globales descansan sobre una pila de efectivo estimada en 2 billones de dólares, mientras que los particulares con un elevado patrimonio tienen unos activos disponibles superiores a los 60 billones de dólares. La Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) estima que los inversores institucionales de sus países miembros poseen unos activos en todo el mundo valorados en 92,6 billones de dólares y, pese a resultar más difícil conseguir las cifras sobre este tipo de inversor en los países en desarrollo, las estimaciones de los activos en manos de los fondos de pensiones brasileños superan los 220.000 millones de dólares y unos 350.000 millones de dólares si se suman además los activos de los fondos de pensiones africanos. Dedicar una parte relativamente pequeña de estos recursos a la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, según este razonamiento, debería bastar para superar el desafío financiero que plantea la Agenda 2030.

Se ha propuesto una serie de medidas —bajo las consignas de “combinar” y “maximizar” la financiación— que permitirían encauzar dinero público hacia grandes proyectos de inversión, con lo que desaparecería el problema de la eliminación del riesgo (conocida también como *de-risking*) aplicada por las entidades financieras, aunque empleando al mismo tiempo técnicas de titulización y cobertura para atraer a la inversión privada. Por desgracia, las cosas no son tan fáciles. La evidencia empírica pone de manifiesto que la financiación combinada no logra mitigar el riesgo y que, en cambio, acaban por asumirlo, por una suerte de efecto bumerán, las arcas públicas y el contribuyente.

De hecho, ya se han utilizado grandes cantidades de recursos públicos para salvar a unos bancos (y a otras entidades financieras), que resultaron ser demasiado grandes como para permitir su quiebra, tras haber empleado esas mismas técnicas en el desenfreno especulativo al que se habían entregado en el período previo a la crisis financiera. Además, bajo ese inmenso tesoro de activos privados hay un inextricable entramado de fondos financieros e instrumentos de deuda. Encauzar una parte de esos activos hacia la inversión productiva a largo plazo, tanto en el sector público como en el privado, no consiste en apelar solo a los mejores sentimientos de los gestores de dichos fondos ni en crear un entorno más propicio para los negocios.

En realidad, muchísimos Gobiernos de todos los niveles han estado otorgando incentivos y garantías durante décadas para operaciones de financiación internacional con la esperanza de impulsar la formación de capital. No obstante, estos Gobiernos se han visto engullidos por un mundo financiero inestable orientado a la compraventa cortoplacista de los activos existentes, propenso a ciclos de expansión y recesión que han generado resultados funestos desde el punto de vista de la distribución y un enorme sobreendeudamiento que no cesa de sangrar a la economía real. La reingeniería de los valores y flujos financieros para apoyar la inversión productiva (ya sea privada o pública) no será posible sin un cambio fundamental en las reglas del juego.

El actual entorno de la economía global —donde la austeridad es la configuración predeterminada para la política macroeconómica, la liberalización el instrumento político preferido para influir en el cambio estructural y la deuda el principal motor del crecimiento— discurre por un camino equivocado si quiere estar a la altura de las aspiraciones de la Agenda 2030. Así pues, con el *Informe* de este año se pretende presentar una propuesta alternativa para cumplir con la Agenda 2030 por medio de un *new deal* verde global a cuyo frente se sitúe el sector público..

Un clima para el cambio: la necesidad de una expansión verde global

Al margen de los riesgos inmediatos que podrían causar la parálisis de la economía global, hay una serie de desafíos macroestructurales que son anteriores a la crisis financiera global y que en gran parte aún siguen sin ser abordados. Destacan cuatro por su alto grado de interdependencia: la caída de la participación de

los rendimientos del trabajo, la erosión del gasto público, el debilitamiento de la inversión productiva y el aumento insostenible del dióxido de carbono en la atmósfera.

En las reuniones internacionales de política económica, en las que se suele exigir para participar la adhesión a los principios virtuosos de la apertura de las fronteras, la movilidad del capital y la libre competencia en el mercado, se han descuidado demasiado estos desafíos. Sin embargo, de mantenerse las tendencias actuales, en 2030 la economía global habrá atravesado otra década de crecimiento inestable e inferior a la media, las brechas de ingresos se habrán ensanchado aún más y se habrá explotado el medio natural hasta un punto de no retorno.

Mientras en todo el mundo siga reduciéndose la participación de los rendimientos del trabajo en el ingreso nacional, también se reducirá el gasto de los hogares, lo que templará aún más el aliciente de invertir en actividades productivas. Esta situación comportará, como mínimo, una creación de empleo mediocre y un estancamiento de los salarios en los países desarrollados, así como una expansión lenta (cuando no una contracción) de los mercados internos de los países en desarrollo. Ambos resultados empeorarán si los Gobiernos siguen promoviendo la reducción de los costes laborales como estrategia de ajuste preferida. La demanda agregada se debilitará aún más si los Gobiernos siguen desmantelando la protección social y se abstienen de invertir en proyectos de infraestructura, lo que agudizará los factores restrictivos de la oferta. La creación descontrolada de crédito privado y las prácticas financieras depredadoras seguirán alimentando unas transacciones financieras con efectos desestabilizadores, mientras siga sin estimularse la inversión productiva privada. Entretanto, sin un nivel de inversión suficiente ni un acuerdo internacional sobre transferencia de tecnología, las emisiones de carbono abocarán al clima hacia un punto de no retorno.

A fin de contrarrestar estas tendencias, es fundamental que los Gobiernos de todo el mundo recuperen su espacio de políticas y tomen medidas para reactivar la demanda agregada. Para ello, están obligados a abordar sin ambages los altos niveles de desigualdad de ingresos, adoptando regímenes de mayor progresividad tributaria y concentrándose directamente en los resultados sociales por medio de medidas de creación de empleo, programas de trabajo digno y la ampliación de la seguridad social. También deben ser los primeros en impulsar la inversión coordinada, especialmente la que persigue la descarbonización de la economía, tanto invirtiendo directamente (a través de sociedades del sector público) como fomentando la inversión privada en actividades económicas más productivas y sostenibles.

La amenaza del calentamiento del planeta exige tomar medidas inaplazables para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y estabilizar el clima de la Tierra. Según estudios recientes de, entre otros, el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC) y el Programa de Investigación sobre el Cambio Mundial de los Estados Unidos, si no se cambia de rumbo, en solo unas pocas décadas el cambio climático causará estragos catastróficos.

Una reacción adecuada a la crisis climática reportará múltiples beneficios, entre ellos “beneficios ambientales compartidos”, como un aire más limpio y la recuperación de los océanos y los bosques. Un aspecto menos evidente, pero también no menos importante, es el impacto económico de la política climática. La protección del clima requiere una nueva e ingente oleada de inversiones, así como la reinversión del sector energético y otros sectores emisores de carbono. Deben crearse, instalarse y mantenerse a escala mundial nuevas tecnologías de bajas emisiones de carbono.

Esa oleada de inversiones verdes sería una fuente importante de crecimiento de los ingresos y el empleo y contribuiría a la recuperación macroeconómica mundial. Muchos, aunque no todos, de los puestos de trabajo creados por la inversión verde presentan un carácter intrínsecamente local en la zona en la que se acomete dicha inversión y obligarán a organizar actividades de formación en nuevas competencias técnicas. En los debates recientes se denomina a esta estrategia (combinada con altos salarios, mayores niveles de protección laboral, servicios sociales y oportunidades de empleo para todos) el “*New Deal Verde*”, en referencia al plan conocido como *New Deal* puesto en marcha en la década de 1930, con el que se hizo frente al desempleo y el bajo nivel de los salarios, la naturaleza depredadora del sector financiero, las carencias de infraestructura y las desigualdades regionales, en el contexto de la recuperación tras la Gran Depresión.

No cabe duda de que son numerosas las posibilidades de inversión en eficiencia energética y suministro de energía de fuentes renovables —muchas de ellas ya rentables a los precios actuales— así como en nuevos modelos urbanísticos de alta densidad y articulados en torno al uso del transporte público. A tal fin, son imprescindibles nuevas configuraciones de espacios residenciales, laborales y de servicios públicos conectados por sistemas más extensos de transporte público de gran capacidad. Una transición a gran escala al vehículo eléctrico también exige una infraestructura más extensa de estaciones de carga y avances continuos en la reducción del costo de los vehículos. Se necesitarán nuevas tecnologías, aún no comercializadas, para completar la descarbonización de la economía global, además de nuevas prácticas agrícolas, adaptadas para reducir al mínimo las emisiones. Una transición justa también requerirá grandes inversiones en las comunidades que se han vuelto dependientes de medios de vida que necesitan un uso intensivo de recursos.

Es posible que los países en desarrollo tengan que hacer frente a menores costos de conversión, por cuanto aún no han acabado de implantar su sistema energético. Por consiguiente, es posible que en los países en desarrollo sea mayor el ahorro de recursos disponibles gracias a las energías limpias. La energía limpia tiene un gran valor potencial para los países en desarrollo por otro motivo. El suministro de energía a comunidades alejadas a través de una red nacional centrada en las zonas urbanas, como suele ocurrir en los países desarrollados, entraña un gasto considerable en líneas de transmisión de larga distancia. Es posible que los países en desarrollo puedan saltarse esta etapa e instalar directamente sistemas de microrredes más eficientes sin el costo fijo que supone el tendido de cables hasta las zonas más alejadas. Con todo, se necesitarán transferencias de tecnología y un importante apoyo financiero de la comunidad internacional para llevar a cabo la transición.

Este empuje de la inversión exige de los Gobiernos que utilicen todos los instrumentos de política a su disposición, como la política fiscal, la política industrial, la concesión de créditos, la regulación financiera y medidas de protección social, así como políticas en materia de comercio e inversión internacional. La coordinación internacional es fundamental para contrarrestar la influencia disruptiva de la movilidad del capital, contener los desequilibrios de balanza por cuenta corriente y apoyar la transición hacia una economía de bajas emisiones de carbono, especialmente en los países en desarrollo.

Las estrategias para favorecer el desarrollo sostenible y el crecimiento económico pueden adoptar diversas formas, pero todas ellas deben corregir el rumbo de los patrones actuales de la demanda agregada. Aprovechar los efectos multiplicadores del gasto público y el aumento de los rendimientos del trabajo es, pues, un enfoque indiscutible.

En primer lugar, el aumento de la participación salarial hasta recuperar los niveles de un pasado no tan lejano puede en sí mismo generar un crecimiento más rápido (0,5 % en promedio), y con ello un incremento de los rendimientos del capital. Este efecto será mayor si todos o la mayoría de los países actúan de manera coordinada.

En segundo lugar, un estímulo fiscal financiado con progresivos aumentos impositivos y la creación de crédito impulsarían aún más el crecimiento, debido a unos multiplicadores fiscales que se situarían entre el 1,3 y el 1,8 (o incluso en niveles superiores, si muchos países aplican de manera coordinada medidas de expansión fiscal). En particular, dado que la demanda de muchas economías es actualmente débil o insuficiente, es probable que los estímulos fiscales provoquen una fuerte respuesta de la inversión privada.

En tercer lugar, la inversión pública en sistemas de transporte y energía limpios es imprescindible para establecer unas sendas de crecimiento de bajas emisiones de carbono y para transformar la producción de alimentos necesaria para atender las necesidades de una población mundial cada vez mayor, así como para, en general, enfrentar los problemas que acarrearán la contaminación y la degradación del medio ambiente. A tal efecto, es preciso diseñar una política industrial apropiada que contemple ayudas públicas, incentivos fiscales, préstamos y garantías, así como inversiones en I+D y una nueva generación de leyes de propiedad intelectual y de acuerdos de licencias.

Basándose en las estimaciones existentes, un paquete de políticas internacionalmente coordinadas de redistribución, expansión fiscal e inversión impulsada por el Estado puede generar, siendo realistas, unas tasas de crecimiento del PIB en las economías desarrolladas superiores, al menos, en un 1 % a las que cabría esperar sin este conjunto de medidas. En las economías en desarrollo, si se exceptúa China, el incremento de las tasas de crecimiento se situaría en torno a un 1,5 % o 2 % anual. China experimentará una aceleración más moderada a medida que su eje de crecimiento se oriente hacia el consumo de los hogares, por lo que se prevé que presente unas tasas de crecimiento relativamente más bajas que las que habían registrado anteriormente las economías de los Tigres de Asia Oriental cuando su ingreso per cápita era el mismo que el ingreso actual de China.

Para 2030, el empleo habría aumentado por encima del nivel de las proyecciones basadas en las tendencias actuales, esto es, en aproximadamente 20 a 25 millones de puestos de trabajo en los países desarrollados y en más de 100 millones de puestos de trabajo en los países en desarrollo (de los que entre 20 y 30 millones en China). Se trata de estimaciones conservadoras que probablemente subestimen los incrementos de empleo, porque las estimaciones econométricas existentes, que se basan en datos de décadas de aplicación de estrategias de supresión de empleo, no pueden tomar en consideración el potencial que presenta una estrategia coordinada a nivel mundial y centrada en torno a la inversión pública, el gasto social, la expansión del empleo en los servicios y una nueva matriz energética.

Los datos sobre el crecimiento y el empleo, así como sobre los factores ambientales, indican que es preciso realizar esfuerzos audaces para lograr un crecimiento y un desarrollo global que sean sostenibles desde el punto de vista económico, social y ambiental. Las estimaciones de los multiplicadores macroeconómicos de las 20 economías más grandes y del resto de países agrupados en bloques regionales revelan que de lo que se trata es de optar por políticas pragmáticas ya que no hay restricciones financieras inmutables. Un *new deal* verde global exigiría más recursos financieros —durante menos de un decenio— que podrían obtenerse mediante una fórmula mixta que combine la movilización de recursos nacionales con acuerdos de cooperación internacional. Las estimaciones también apuntan a que el impacto del gasto social en el crecimiento económico es elevado en todos los países, mientras que la tributación progresiva entraña pocos costes o ninguno en términos de crecimiento, efectos que permiten pensar que los responsables de la formulación de políticas tienen la posibilidad de optar por un futuro de salarios más altos, menor desigualdad, mayor crecimiento y un medio ambiente más saludable.

La coordinación internacional es fundamental tanto para movilizar los recursos necesarios como para ampliar el espacio de políticas que permita gestionar los cambios necesarios. En este sentido, las actuales tensiones económicas y geopolíticas imperantes no son un buen augurio. Con todo, cabe recordar al respecto que Franklin Delano Roosevelt calificó la fundación de la Organización Internacional del Trabajo al final de la Primera Guerra Mundial de “gran sueño”; y lo que tal vez se necesite para hacer realidad las audaces promesas de la Agenda 2030 sean precisamente grandes soñadores.

Exangües y ahogados en deudas

Las finanzas son una cuestión de fe y entre sus fundamentos está el crédito, cuyo origen etimológico se remonta al verbo latino *credere*, esto es, creer. La historia ha demostrado la eficacia del crédito para fomentar el desarrollo económico porque financia inversiones avaladas por flujos de ingresos presentes y futuros en vez de recurrir a un ahorro previo, lo que entraña una mayor productividad y, a su vez, un aumento de los ingresos con los que sería posible reembolsar la deuda. Sin embargo, la deuda no solo tiene luces, sino también sombras, que invitan a considerar esa posibilidad con precaución. Es precisamente este lado oscuro el que continuamente plantea un dilema a los responsables de la formulación de políticas.

Una vez que los bancos comenzaron a participar en el proceso de creación de crédito, sus posibilidades económicas empezaron a multiplicarse. Utilizar los depósitos (y otros préstamos a corto plazo) para crear préstamos a largo plazo ha sido una de las funciones habituales de los bancos durante siglos. Sin embargo, aun cuando parte del propio patrimonio, como un terreno o una vivienda, puede utilizarse como garantía cuando se trata de garantizar un préstamo para financiar una inversión, la transformación de los vencimientos

en sí misma supone un riesgo. Esta posibilidad es la que explica que la banca comercial limite sus actividades crediticias a otorgar préstamos a menor escala y a más corto plazo. Los préstamos a gran escala y a largo plazo, en particular a Estados y empresas, tradicionalmente habían quedado en manos de entidades más especializadas.

Todo este sistema se basa en la confianza de que el prestatario cumplirá con sus obligaciones de pago futuras, que los bancos cumplirán con sus pasivos, y que el Estado dispondrá lo necesario para que los bancos mantengan activos seguros, supervisen su conducta, los sancionará en caso de abuso de confianza y les proporcionará liquidez actuando como prestamista de último recurso en caso de dificultades imprevistas.

Así pues, la gestión de la deuda implica poner el foco no solo en la capacidad de los bancos para crear crédito, sino además en un conjunto de prácticas institucionales de gran solidez con las que se pueda ayudar a concitar la confianza entre prestamistas y prestatarios y que permitan emplear cortafuegos y disciplinas reguladoras que mantengan el sistema bajo control. En su defecto, la creación de crédito puede tornarse en un peso para la economía y llegar a causar perjudiciales ciclos de expansión y contracción y favorecer comportamientos irresponsables o depredadores de uno u otro tipo. En teoría, las políticas para generar un crecimiento sostenible y equitativo mediante la gestión de la deuda exigen que el Estado tenga capacidad fiscal para emitir y pagar su propia deuda, que pueda tomar préstamos con distintos vencimientos directamente del banco central y que pueda administrar, hasta cierto punto, las entradas y salidas de capital. Además, es preciso que la base imponible del Estado se amplíe gracias a las oportunidades productivas financiadas por el crédito y el gasto público directo. No obstante, cuanto más abierta sea la economía y más limitada sea la base de la riqueza de un país, mayores serán las restricciones a las que tendrán que someterse las finanzas públicas. La desregulación financiera históricamente ha provocado episodios de merma de la confianza de la que depende un sistema de crédito sano: siempre ha tenido ese efecto, al permitir un proceso no controlado de creación de crédito privado. Esta vez no iba a ser distinto. Desde la década de 1980, cuando un sector financiero desregulado tomó las riendas de la hiperglobalización, la deuda mundial ha crecido más de 13 veces y ha pasado de 16 billones de dólares en 1980 a la asombrosa cifra de 213 billones en 2017, una deuda que es predominantemente privada y que creció desde los 12 a los 145 billones de dólares.

En lugar de promover el crecimiento productivo e inclusivo, la creación de crédito privado se ha concentrado sobre todo en actividades especulativas, canalizadas a través de las prácticas de la banca en la sombra, lo que ha agravado las desigualdades de ingresos. Si bien este mayor protagonismo adquirido por la banca en la sombra (*shadow banking*) es ensalzado en algunos círculos como un indicio del valor de la innovación financiera, en la práctica sus productos han resultado ser un factor de inestabilidad. De hecho, cuando la finalidad del crédito es sobre todo la adquisición de activos financieros, que, a su vez, se utilizan como garantía de nuevos préstamos para adquirir más activos financieros, la primera preocupación es la inestabilidad financiera, una inestabilidad alimentada por los excesos especulativos y la búsqueda de activos de calidad decreciente, con el consiguiente e inevitable incumplimiento de pago por los prestatarios y el desplome de los precios de los activos.

Si bien estas tendencias han hecho sonar las alarmas en todas las organizaciones internacionales, incluida la UNCTAD, muchos de los proponentes de la Agenda 2030 han recurrido, no obstante, a la financiación privada para financiar los bienes públicos y las inversiones necesarias para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible. En pocas palabras: sin una serie de reformas profundas del sistema financiero este esfuerzo será estéril; la verdadera cuestión aquí es cómo lograr que la deuda sirva mejor a los intereses del desarrollo y cuál es su posible papel en un *new deal* verde global.

La creación de crédito funciona cuando va acompañada de relaciones a largo plazo entre el prestamista y el prestatario, dando al primero la posibilidad de un conocimiento interno de lo que hace el prestatario con el dinero y alentando un cierto grado de paciencia en la gestión de sus deudas, además de permitirle ejercer una presión estratégica mediante su reembolso. Así ocurre, en particular, cuando la creación de crédito se utiliza para apoyar un sólido nexo entre beneficios e inversiones de carácter nacional, como el que históricamente ha caracterizado las experiencias exitosas de transformación estructural. Al proporcionar medios de pago por adelantado y, por tanto, poder adquisitivo, el crédito que esté respaldado por los derechos de devengo

sobre ingresos futuros libera al prestatario de la camisa de fuerza que supone verse obligado a recurrir al ahorro acumulado para satisfacer sus necesidades de capital y se convierte en un instrumento fundamental para desbloquear el potencial de crecimiento futuro. Sin embargo, para que el crédito pueda desempeñar esta función favorecedora del desarrollo son necesarias estructuras de gobernanza y regulación de la creación de crédito de carácter nacional e internacional que coloquen en el centro de sus actividades las necesidades a largo plazo de la transformación estructural. A su vez, es necesario que los encargados de la formulación de políticas tengan el espacio necesario para crear entidades públicas adecuadas para orientar la creación de crédito interno hacia la inversión productiva, así como que la comunidad internacional haga esfuerzos sostenidos para recuperar el control público de la administración del crédito internacional y volver a dirigir la financiación pública hacia objetivos que favorezcan el desarrollo.

La actual agenda internacional para la financiación del desarrollo, en cambio, supedita la política de desarrollo al servicio puntual de la deuda y a la minimización del riesgo futuro del reembolso. Esta agenda persigue mejorar la capacidad de los países en desarrollo para atraer capitales del sector privado a través de una “innovación financiera” que cubra el riesgo que asume el inversor (y el acreedor) mediante la diversificación y un seguro contra ese tipo de riesgo. Si bien cabe celebrar, en general, las medidas para mejorar la calidad de los datos sobre la deuda de los países en desarrollo y la transparencia de la deuda, pese a que deberían haberse adoptado hace mucho tiempo, el hecho de que la agenda de la financiación se concentre en nuevos instrumentos financieros complejos —y en su mayoría no transparentes— y en la financiación titulizada, no es un buen augurio en términos de su capacidad para proporcionar financiación fiable, a la escala necesaria y en donde resulte más necesaria.

Este hecho suscita gran preocupación, toda vez que la Agenda 2030 comporta unos requisitos de inversión sin precedentes, especialmente en los países en desarrollo. La UNCTAD estima, a partir de una muestra de 31 países en desarrollo, que alcanzar los niveles de inversión mínimos requeridos para lograr los Objetivos de Desarrollo Sostenible, como la reducción de la pobreza, la nutrición, la salud y la educación, conllevaría un incremento de los ratios de deuda pública en relación con el PIB, que en la actualidad rondan el 47 %, hasta alcanzar un nivel no inferior al 185 %, por término medio, si se mantienen los actuales patrones de gasto y financiación. De lo contrario, para lograr estos Objetivos de Desarrollo Sostenible sin que en 2030 hayan aumentado los actuales ratios de deuda/PIB, los países en desarrollo tendrían que crecer a una tasa media anual del 11,9 %. Es evidente que ninguno de estos escenarios es, ni por asomo, realista.

En el *Informe* se estima que con una mejor movilización de los recursos internos se podría obtener el equivalente a entre un quinto y la mitad de la brecha de financiación para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible y al mismo tiempo se podrían estabilizar en los niveles actuales los ratios deuda/PIB (dependiendo de las circunstancias concretas de cada país). La financiación privada internacional “apalancada” no está ni mucho menos en condiciones de contribuir con los billones necesarios para cerrar la brecha restante. Por ello, es prioritario y urgente ampliar sustancialmente la escala de la financiación pública internacional para el desarrollo, incluso mediante la asistencia para el desarrollo y el alivio de la deuda, si se quiere evitar una nueva y gigantesca crisis de deuda en los países en desarrollo y culminar puntualmente la Agenda 2030.

Estas apremiantes exigencias que pesan sobre la movilización de la financiación pública internacional obligarán al sistema monetario y financiero internacional a proceder a una mayor apertura del espacio de políticas, a fin de que los países en desarrollo puedan desarrollar y administrar sus propios sectores bancario y financiero en beneficio de su transformación estructural. En el plano internacional, se pueden hacer progresos aprovechando instrumentos ya existentes para facilitar una mayor provisión de liquidez y financiación internacional destinada a la mitigación del cambio climático y luchar contra un problema de mayor envergadura como es la crisis ambiental en los propios países en desarrollo. En este sentido, ya están cobrando impulso las iniciativas para determinadas regiones en materia de canje de deuda a cambio de crear fondos nacionales para proyectos de protección de la naturaleza; otro paso adelante sería ampliar a escala internacional estas iniciativas regionales mediante la creación de unos derechos especiales de giro para cuestiones medioambientales. Aunque en la actualidad parece escasear el interés político en utilizar o ampliar estos mecanismos financieros para gestionar las crisis a corto plazo, el consenso es cada vez mayor

sobre la necesidad de gestionar la creación de crédito internacional en aras de la lucha contra la crisis medioambiental que se está gestando y que nos afecta a todos.

Asimismo, y dada la falta de consenso político para poner freno al rentismo financiero global en aras del desarrollo, los países en desarrollo pueden y deben aprovechar el poder de la creación de crédito (y de la financiación de la deuda) a nivel regional (incluido a nivel Sur-Sur). Esta tampoco es una propuesta nueva, por cuanto los sistemas regionales de pagos y las uniones de compensación (*clearing unions*) del Sur ya tienen una larga experiencia en facilitar la creación de crédito público y proporcionar liquidez en procesos de desarrollo tardío. Los sistemas de pago regionales que utilizan algún tipo de mecanismo interno de compensación pueden marcar la diferencia de varias maneras: simplemente reduciendo los costos del comercio intrarregional a través de la liquidación de las transacciones financieras correspondientes en moneda nacional. Con un poco más de ambición estos mecanismos podrían servir de protección contra crisis financieras exógenas al concatenar canjes de monedas de reserva con auxilios temporales de liquidez dentro de los plazos de madurez de pagos del grupo, prorrogando así las líneas de crédito más allá de los períodos inicialmente establecidos. Facilitaría además que la liquidación definitiva se efectúe en moneda nacional y no en dólares de los Estados Unidos. Por último, una verdadera unión regional de compensación puede aprovechar el poder de la creación de crédito generado internamente para coordinar sistemáticamente los ajustes regionales entre las economías regionales con déficit y superávit, poniendo así a toda una región en desarrollo a cubierto de la nefasta influencia de los flujos internacionales de capitales cortoplacistas y rentistas. La forma y el momento en que la creación de crédito regional puede ser una protección eficaz de los países en desarrollo contra la exposición a la creación de crédito privado en los mercados financieros internacionales de carácter especulativo dependerá principalmente de los actuales patrones comerciales regionales y de la voluntad política para configurarlos en el futuro.

Por último, aunque no por ello menos importante, es necesario volver a prestar atención a las cuestiones de la reestructuración y el alivio de la deuda a la vista de las exigencias de la Agenda 2030. Habida cuenta de que las presentes relaciones entre deudores y acreedores, sumamente complejas y fragmentadas, ya han provocado un crecimiento de la deuda y la insolvencia financiera, resulta sorprendente que los debates sobre su gestión se han circunscrito al reperfilamiento y renegociación de la deuda. En la presente coyuntura lo que se necesitan son modalidades viables para facilitar una reestructuración equitativa y eficiente de la deuda soberana que, en el futuro, también puedan allanar el camino hacia un marco regulador internacional por el que podrían regirse las reestructuraciones de la deuda soberana.

Control completo

Como se ha señalado antes, se presenta cada vez más al capital privado extranjero como el “buen samaritano” en este relato del déficit de recursos sobre la Agenda 2030. Sin embargo, la mayor integración financiera ya ha expuesto a los países en desarrollo a los ciclos financieros mundiales y a la volatilidad de los flujos de capitales. Este proceso de integración ha agrandado, por lo general, los desequilibrios macroeconómicos, ha generado vulnerabilidades financieras y ha mermado la autonomía monetaria hasta unos niveles contraproducentes para la inversión productiva, en particular en el sector público.

Al amparo de los vigentes mecanismos monetarios y financieros internacionales, los países en desarrollo han buscado cierto grado de protección recurriendo a la acumulación de activos externos, generalmente en forma de títulos de deuda a corto plazo denominados en dólares, como un tipo de seguro propio para evitar un repentino reflujo de capitales y contener sus efectos adversos. En algunos casos, los países han utilizado los superávits por cuenta corriente para acumular reservas, pero en muchos otros casos lo que han hecho ha sido tomar préstamos en los mercados internacionales de capitales. Sin embargo, los diferenciales de rentabilidad entre unos activos externos seguros que se mantienen como una “póliza” de seguro contra los riesgos de pasivos externos crean una transferencia de recursos de los países en desarrollo a los países desarrollados que, en el período 2000-2018 y en el caso de los 16 países en desarrollo examinados en el *Informe*, ascendieron a unos 440.000 millones de dólares al año, es decir, el 2,2 % del PIB de esos países.

Otra forma de protegerse contra los flujos de capital volátiles son los controles de capital. Contar con una legislación que contemple un control integral de capitales permite a los responsables de la formulación de políticas actuar con rapidez y evitar largos debates y trámites, especialmente cuando se registran episodios repentinos de afluencia de capitales, cuando la acumulación de vulnerabilidades macroeconómicas y financieras es extrema y cuando las fuerzas políticas contrarias a la regulación tienden a ser más fuertes. Este tipo de controles de capital pueden ser instrumentos eficaces para alterar la composición de los flujos y conseguir una mayor correspondencia entre los activos y pasivos externos brutos, así como para garantizar una gestión contracíclica.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) está avanzando, no sin cierta vacilación, en esa dirección. El Fondo ya admite que los controles de capital constituyen una parte legítima del conjunto de instrumentos de política económica y afirma que los flujos de capital, además de potenciales beneficios, presentan riesgos, por lo que la total liberalización no siempre es un objetivo adecuado. Reconoce, además, que la liberalización de la cuenta de capital debe ser secuencial, gradual y no idéntica para todos los países y en todas las coyunturas. Con todo, pese a la falta de una fuerte correlación entre la liberalización de la cuenta de capital y el crecimiento económico, especialmente en los países en desarrollo, el FMI sigue otorgando a esta medida el rango de objetivo de política.

Habida cuenta de las múltiples vulnerabilidades financieras vinculadas a la hiperglobalización, los países en desarrollo necesitan múltiples instrumentos para integrarse eficazmente en la economía mundial sin que se les impongan condiciones previas para su empleo. Estos instrumentos deben poder compaginar, por una parte, unas políticas macroeconómicas que aseguren el crecimiento económico y la sostenibilidad de la situación macroeconómica y externa con, por otra, políticas prudenciales, unos controles de capital exhaustivos y duraderos, así como otras medidas reguladoras que aislen la situación interna de las presiones desestabilizadoras ejercidas desde el exterior. Estas medidas aislantes, en particular los controles de capital, tendrán que adaptarse a las condiciones particulares de cada país y estar determinadas por el carácter y el grado de apertura financiera de cada país, así como por la configuración institucional de su sistema financiero.

Con el fin de potenciar la eficacia de estas políticas nacionales, dos medidas de apoyo parecen indispensables en el plano internacional. En primer lugar, para que los encargados de la formulación de políticas sean capaces de utilizar los controles de capital es preciso mantener la gestión de la cuenta de capital fuera del ámbito de los acuerdos regionales y bilaterales de comercio e inversión, o al menos establecer salvaguardias en esos acuerdos que permitan a los países el derecho a regular los flujos de capital sin entrar en conflicto con las obligaciones contraídas.

En segundo lugar, los controles de capital serían mucho más eficaces si los flujos de capital estuvieran sujetos a controles tanto en origen como en destino. Esto podría lograrse mediante un respaldo multilateral de los mecanismos concretos de cooperación y representaría una ayuda especialmente útil para los países receptores que adolecen de una capacidad limitada para instaurar controles de capital, ya sea por falta de capacidad institucional o por condicionantes jurídicos, como los que imponen ciertos acuerdos de comercio e inversión. Es posible que los Gobiernos de los países de origen deseen regular las salidas, a fin de mejorar la eficacia de la política monetaria orientando el crédito hacia la inversión productiva en sus propias economías y evitando que parte del estímulo monetario se fugue hacia la inversión financiera en el extranjero. La coordinación de los controles de capital permitiría lograr que los flujos de capital fuesen más estables y que las restricciones fuesen relativamente de baja intensidad, tanto en origen como en destino, cosa que no ocurre cuando es uno de los dos países el que impone controles más estrictos. Reconocer que tales cambios pueden ser esenciales para lograr los Objetivos de Desarrollo Sostenible podría suponer una motivación adicional para acometerlos.

Otra forma en que los inversores extranjeros pueden ayudar a ampliar los recursos disponibles para alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenibles es cumplir con sus obligaciones tributarias. Se estima que los flujos financieros ilícitos de las empresas multinacionales privan a los países en desarrollo de unos rendimientos tributarios que se sitúan entre los 50.000 y 200.000 millones de dólares anuales. Estos flujos se ven facilitados por las normas internacionales sobre el impuesto de sociedades, que consideran que las filiales de las empresas multinacionales son sociedades independientes y que las operaciones imponibles entre las diferentes

sociedades de las empresas multinacionales no están relacionadas entre sí. En lugar de un sistema impositivo tan ineficiente, ya es hora de pensar en un sistema de tributación unitaria que reconozca que los beneficios de las empresas multinacionales se generan colectivamente a nivel de grupo y que se complementaría con un tipo mínimo efectivo global del impuesto de sociedades aplicable a los beneficios de las empresas multinacionales. Este tipo podría fijarse en torno al 20 % a 25 %, que es el promedio de los tipos nominales actuales aplicados en todo el mundo. A fin de distribuir los rendimientos del impuesto sobre los beneficios de las empresas entre los distintos países, la opción más prometedora para los países en desarrollo es la del “reparto en base a fórmula”, en virtud del cual el total de impuestos que debe pagar el grupo multinacional de empresas se distribuye entre los distintos países con arreglo a una fórmula concertada, preferiblemente una que priorice el empleo y los activos físicos productivos respecto al total de las ventas.

Con la economía digital ha aparecido otra sangría de recursos fiscales. Las pérdidas ya son elevadas para los países en desarrollo porque, si bien es poco probable que sean sede de empresas digitales, tienden a ser importadores netos de bienes y servicios digitales. A fin de hacer frente a esas fugas es preciso revisar varios aspectos de las normas internacionales vigentes en materia de impuesto de sociedades, como las normas sobre el nexo (que determinan qué jurisdicción tiene derechos tributarios); las normas de reparto de beneficios (que determinan el trato que reciben las transacciones transfronterizas entre las distintas sociedades de una empresa multinacional) y la medición de la creación de valor cuando los activos intangibles son importantes en las transacciones económicas y cuando los usuarios se convierten en una fuente significativa de generación de valor. La determinación de un sistema equitativo de derechos impositivos en una economía digital obliga a recurrir al concepto de presencia económica significativa, que crearía un nexo a efectos tributarios en el caso de una sociedad que operase en un entorno digital si generase ingresos por ventas o transacciones que superasen determinados niveles. Este sistema también facilitaría la tributación unitaria de las empresas multinacionales, ya que permitiría la inclusión de los valores creados a partir de la utilización de los activos intangibles de una empresa y de los contenidos generados por los usuarios.

A la espera de que se alcance un consenso internacional en esta materia, varios países desarrollados y en desarrollo han ensayado medidas nacionales de tributación unitaria aplicables a la economía digital. Un ejemplo es el impuesto especial, el impuesto de igualación o el gravamen que varios países (muchos de los cuales miembros de la Unión Europea) han contemplado aplicar o ya han comenzado a aplicar. Una sencilla estimación de los posibles rendimientos fiscales adicionales que se ingresarían con esas medidas unilaterales los cifra, únicamente en el caso de los países en desarrollo, en una cantidad situada entre los 11.000 y los 28.000 millones de dólares. Asimismo, poner fin a la moratoria sobre la imposición de derechos de aduana a las transmisiones electrónicas, aunque no se haya llegado a un consenso en la Organización Mundial del Comercio, podría generar más de 10.000 millones de dólares adicionales en todo el mundo en concepto de rendimientos tributarios, de los que el 95 % irían a parar a los países en desarrollo.

En general, la aplicación de estas diversas propuestas podría permitir que los recursos disponibles de los países en desarrollo aumentasen entre 510.000 millones y 680.000 millones de dólares al año, que es una cantidad similar en volumen a sus entradas totales de inversión extranjera directa.

Apostar por la banca pública

La banca dejó de ser aburrida durante la financierizada transición a un mundo globalizado y fue en esa tesitura cuando también dejó de estar al servicio de la economía productiva y satisfacer sus necesidades. La transformación de la banca en una industria globalizada y bien remunerada llegó envuelta en una aureola de glamur junto con la desregulación financiera y el incremento exorbitante de las entradas de capitales externos. Como resultado de la desregulación, las actividades de la banca comercial se entremezclaron con las actividades de inversión para crear mastodontes financieros que operaban con un modelo de negocio basado en la titulización de préstamos y una serie de servicios financieros que potenciaban las rentas que esos megabancos podían captar, práctica conocida como *originate-and-distribute* (crear préstamos sin conservarlos en sus balances). El cambio de modelo resultante —basado en el empaquetado, el reempaquetado y el intercambio comercial de activos existentes— creó un sistema donde en la mayor parte de las transacciones

participaban otras entidades financieras, donde las prácticas depredadoras se volvieron aceptables y donde se agudizaron los efectos de contagio.

La fragilidad de este sistema quedó al descubierto cuando estalló la crisis financiera global, ya que se calcula que el valor esfumado de los activos rondó los 50 billones de dólares. Sin embargo, el costo social que acarreó el rescate de unos bancos que se habían vuelto “demasiado grandes para quebrar” fue, si cabe, aún más corrosivo. Al mismo tiempo, el daño al medio ambiente y el costo de su mitigación son cada vez más evidentes y están sirviendo también para que fragüe una amplia coalición que espera de la banca, así como de otras esferas, un nuevo proceder y prácticas más responsables.

La Agenda 2030 requiere el mayor impulso inversor de la historia, por lo que se pedirá también a los bancos que aporten su grano de arena. Los bancos pueden brindar los beneficios de su escala y alcance debido a su capacidad para crear crédito y su *modus operandi* consistente en asociarse con otros financiadores e inversores. No obstante, pese a haberse utilizado el dinero de los contribuyentes para rescatar al sistema bancario y haberse reconocido que las prácticas actuales son contraproducentes para la economía productiva, no se ha llevado a cabo ninguna reforma bancaria digna de ese nombre desde la crisis. Esta situación está planteando nuevos interrogantes sobre cómo conseguir que los bancos se pongan al servicio de las personas y el planeta, por lo que se está prestando una atención cada vez mayor al posible papel que la banca pública podría desempeñar, porque es genuinamente diferente —o debería serlo— del papel de la banca privada.

La distinción es importante porque entre los objetivos de la banca pública figuran objetivos sociales y de desarrollo, como así ocurre en el caso tanto de la banca pública que opera con criterios comerciales como en el de los bancos de desarrollo. El mejor modo en que estos bancos pueden lograr esos objetivos es cuando operan en el seno de un sistema articulado con otros bancos y en un perfecto alineamiento con los objetivos e instrumentos de las políticas públicas. Sin embargo, aun cuando no exista esa articulación, la historia reciente demuestra que lo mínimo que cabe esperar de una banca pública es su disposición a actuar de inmediato. La banca pública es la primera línea de defensa en momentos de crisis cuando el crédito se vuelve escaso, proporcionando financiación contracíclica y adicional para paliar los efectos de una crisis en la economía.

En el caso del *new deal* verde global, la labor que es preciso culminar se asemeja más a un maratón que a una carrera de velocidad. En este contexto, la banca pública presenta otra ventaja: su cartera está más diversificada y su cobertura geográfica es mayor al tener presencia en las zonas y los segmentos de la economía menos atendidos, además de adoptar (sobre todo los bancos de desarrollo) un enfoque más largoplacista. En cambio, se sabe que los bancos privados (y especialmente los extranjeros) evitan este tipo de préstamos cuando pueden optar por oportunidades más rentables fuera de su país de origen.

Es paradójico que los Gobiernos clamen por inversiones a largo plazo cuando al mismo tiempo muestran poca voluntad de proporcionar a sus bancos públicos los instrumentos necesarios para cumplir ese cometido. Los bancos deben ser capaces de ampliar su escala, prestar en las direcciones deseadas y ser evaluados en base a métricas de rendimiento que sean coherentes con su cometido de fomentar el desarrollo. Sin embargo, estas tres condiciones no siempre coinciden en el tiempo.

Los accionistas dominantes de las grandes entidades financieras multilaterales exhiben una decepcionante falta de voluntad para apoyar la capitalización de esos bancos y siguen desviando una importante parte de los beneficios realizados, cuando los hay, en lugar de emplearlos para ampliar su base de capital social. En cambio, se está promoviendo la ampliación de su escala mediante la titulización y la optimización de balances, lo que puede acarrear toda una nueva serie de problemas. Los Gobiernos del Sur han demostrado una voluntad mucho mayor de tomar la iniciativa a la hora de ampliar el papel de la banca pública, debido en parte a la frustración causada por la insuficiente respuesta del Norte. Han creado nuevos bancos públicos y han ampliado los existentes, aumentando su escala a tal ritmo que, aunque solo comenzaron a implicarse activamente a partir de los primeros años de la primera década de este siglo, ya han superado a los bancos multilaterales de más solera. El monto de los préstamos pendientes de reembolso del Banco de Desarrollo de China se elevó a 1,635 billones de dólares en 2017, que es una cifra muy superior al total de los préstamos del Banco Mundial (en 2017, el valor neto de los préstamos pendientes de reembolso del Banco Internacional

de Reconstrucción y Fomento y del Fondo de Infraestructuras de la ASEAN ascendieron a 177.000 millones de dólares y 138.000 millones de dólares, respectivamente).

Las iniciativas multilaterales impulsadas por el Sur han sido igual de importantes: el Nuevo Banco de Desarrollo del grupo de países conocidos como BRICS y el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura llevan en funcionamiento pocos años, pero su presencia ya empieza a sentirse. Estos bancos dirigidos por el Sur están bien capitalizados y cuentan con fuentes de financiamiento fiables, lo que les permite tener un horizonte más distante y, por tanto, financiar proyectos a largo plazo, como los de infraestructura, proyectos que los bancos con una orientación más comercial podrían no estar tan dispuestos a apoyar. También han mostrado una mayor agilidad, ya que el promedio para aprobar una solicitud de préstamo desde su presentación inicial es de seis meses, frente a una media de uno o, incluso, dos años en el caso de los grandes bancos multilaterales. Si bien es cierto que algunos bancos del Norte también han subido el listón, esta medida es insuficiente para estar a la altura de las aspiraciones del *new deal* verde global.

Se escuchan algunas voces alentadoras procedentes de distintos niveles del ecosistema bancario, incluso de bancos centrales, según las cuales los bancos podrían tener más posibilidades de lo que se cree de volver a asumir su papel tradicional de crear y orientar el crédito hacia las áreas de la economía donde resulte más necesario. De hecho, los bancos centrales desempeñaron esta función, como en varios países que fueron un ejemplo de cómo lograr la transformación de una economía agraria a una industrial. Ha sido solo en estos últimos años cuando, bajo la bandera de la “independencia”, se ha roto la tradicional interrelación existente entre los objetivos de la banca y los objetivos públicos de desarrollo.

El grado del apoyo que los Estados brinden a “sus” bancos de desarrollo es un factor importante para su éxito. Muchos Estados exigen a sus bancos que mantengan una calificación crediticia alta —AAA, por lo general—, aun cuando esta sea superior a la propia calificación soberana. Esto obliga a los bancos a servir a dos señores: deben complacer a las agencias de calificación crediticia y también cumplir con los objetivos de desarrollo de sus países, que por definición incluyen proyectos que entrañan un mayor riesgo. Si las agencias de calificación crediticia percibiesen que los Gobiernos tienen una mayor disposición a “apoyar” a sus bancos, otorgarles una calificación más favorable aliviaría sus costos de endeudamiento y liberaría cientos de miles de millones de dólares para el crédito al desarrollo. Sin embargo, son los propios Gobiernos —ironía del destino— los que ahora se enfrentan a unas calificaciones crediticias más bajas gracias al fracaso totalmente previsible de las políticas de austeridad que, en parte, fueron diseñadas para satisfacer las expectativas de las agencias de calificación crediticia. Este desbarajuste pone de manifiesto una vez más que la relación de “independencia” entre los Estados y los bancos que son de su propiedad no es más que una ilusión —y no precisamente una que sea envidiable. La UNCTAD ya había pedido con anterioridad que se examinase el poder de los organismos de calificación crediticia, por lo que los problemas actuales no hacen más que reforzar ese llamamiento. Tal vez sea el momento de diseñar un nuevo tipo de métricas para evaluar los grandes proyectos de inversión pública que permita valorar con mayor precisión sus dimensiones sociales y económicas y dejar de basarse solo en medidas del rendimiento financiero de muy limitado alcance y en sesgos ideológicos.

Otro aspecto importante que cabe señalar es el entorno regulador general en el que operan los bancos públicos. Asimismo, es preciso volver a formular las normas mundiales a la luz de las nuevas necesidades. Ya se ha señalado anteriormente la necesidad de revisar los acuerdos comerciales y de inversión que condicionan la capacidad de los responsables de la formulación de políticas para utilizar las políticas de gestión de capital. Las normas y reglas de Basilea, que es un marco regulador diseñado a nivel internacional y adoptado por prácticamente todos los países del mundo, también deben ser más flexibles. Por el momento, todos los tipos de bancos tienen la misma consideración y, por lo tanto, penaliza a las entidades con una exposición a largo plazo o con mayor riesgo, que es el terreno habitualmente elegido para los bancos públicos y, en particular, para los bancos de desarrollo. Además, aunque sean las jurisdicciones nacionales quienes adopten las normas de Basilea, estas también afectan, al menos indirectamente, a los bancos multilaterales y regionales de desarrollo.

Los bancos que más sufren son los bancos regionales más pequeños que acaban teniendo demasiado capital respecto al total de préstamos que conceden. Al mismo tiempo, no deja de ser paradójico que, aun cuando las necesidades de desarrollo regional sean tan acuciantes, los bancos que están al servicio de esas regiones suelen ser terriblemente pequeños. Así pues, urge encontrar formas de capitalizar esos bancos para que puedan ayudar a satisfacer las necesidades nacionales de los países y también de los proyectos regionales. Una posible vía pasaría por una mejor alineación con los fondos soberanos, que actualmente poseen al menos 7 billones de dólares de activos, según estimaciones recientes, pero que, por lo general, no operan en el terreno de la concesión de préstamos para el fomento del desarrollo. Entre el resto de posibilidades podrían figurar el aumento de recursos mancomunados mediante la incorporación de nuevos países como accionistas, o un enfoque más integrado entre esas entidades financieras y los mercados regionales de capitales, cuyo potencial, hasta la fecha, no se ha estudiado lo suficiente.

Para que sea posible materializar todas estas posibilidades es preciso descartar la idea de que los mercados siempre saben lo que es mejor. Cada vez está más extendida la idea de que los Estados solo deben encargarse de cubrir los riesgos, restañar las fugas y ocupar los espacios dejados por la banca privada, pero la verdad es que la banca pública en el pasado resultó ser un catalizador y promotor de cambios profundos. Por eso, en la actual tesitura cabe la posibilidad de volver a recuperar esa función.

Ardor ciudadano para enfriar el planeta

En 1930, John Maynard Keynes especuló (en su obra *Las posibilidades económicas de nuestros nietos*) sobre cómo sería el mundo que encontrarían los nietos de sus contemporáneos a cien años vista. Keynes se mostraba pesimista sobre las perspectivas económicas inmediatas, pero albergaba mayores esperanzas sobre las posibilidades a largo plazo. De hecho, gracias al efecto combinado del interés compuesto, el progreso tecnológico y la generosidad de la naturaleza, Keynes creía que aquella sería una generación privilegiada y liberada de los quehaceres rutinarios de la vida económica, preocupada solo por cómo ocupar sus largas horas de ocio con propósitos más gratificantes.

El azar quiere que 2030 sea precisamente el año en el que están concentrando su atención todos aquellos nietos que ahora ocupan cargos de influencia en el mundo político o están al frente de la formulación de las políticas de sus países. Los avances tecnológicos conseguidos, como auguró Keynes, a lo largo de las pasadas décadas han impulsado considerablemente la productividad en la economía y la eficiencia en la vida cotidiana. Sin embargo, el problema del desempleo tecnológico no está resultando ser la “fase temporal de inadaptación” que había esperado. Además, las costumbres sociales y las prácticas económicas dominantes que gravitan en torno a la creación de dinero siguen estando muy presentes entre nosotros, así como las fuerzas financieras desestabilizadoras y las crecientes brechas de riqueza e ingreso que, según la predicción de Keynes, serían su consecuencia.

Sin duda Keynes reconsideraría las consecuencias de su falta de interés en la naturaleza en un momento como el actual en que los nietos de los que hablaba en su época tienen que asumir la amenaza cada vez más acuciante de un colapso medioambiental; y también les recordaría que las ingentes inversiones sociales que aún se precisan para un mundo más inclusivo y sostenible necesitarían una mano que no temblase ante la proclividad rentista del sector financiero, además de los grandes programas de inversión pública que es necesario acometer, como así lo manifestó en una carta abierta que escribió al Presidente Roosevelt, con el fin de “cruzar las grietas del glaciario antes de que oscurezca”. Con un talante similar, en el presente *Informe* se han expuesto algunos de los elementos necesarios para financiar un *new deal* verde global y culminar la Agenda 2030.

Sin embargo, es preciso insuflar en este análisis una idea audaz del futuro industrial y de un nuevo contrato social que tenga en cuenta las necesidades de la mayoría y no solo los intereses de una minoría. Si bien es cierto que Keynes no estaba muy entusiasmado con la Ley de Recuperación de la Industria Nacional de Roosevelt, en la que se enunciaba esa idea, un programa de recuperación industrial de carácter ecológico parecería ser una de las soluciones de futuro, tanto para los países desarrollados como para los países en desarrollo. Y así como hace 75 años en Bretton Woods fue la audacia intelectual la que caracterizó las

deliberaciones sobre el establecimiento de un sistema multilateral que ampliaría el alcance del *New Deal* a la economía internacional, esta vuelve a ser necesaria para compatibilizar el deseo de prosperidad universal con la firme voluntad de curar al planeta. ■

TENDENCIAS Y DESAFÍOS DE LA ECONOMÍA GLOBAL

A. Conyuntura global

1. *Adiós tiempos de tristeza, los días felices acaban por volver... una... y otra vez*

De nuevo surge la cuestión de si la economía mundial por fin está logrando escapar de la fuerza gravitatoria de la crisis financiera global. No hay consenso al respecto, y las respuestas giran en torno a si el fuerte crecimiento actual de la economía de los Estados Unidos mantendrá su ritmo.

Para los más optimistas, las cifras trimestrales, que desde mediados de 2017 muestran un sólido crecimiento, a lo que hay que sumar la tasa de desempleo más baja en 49 años, un mercado bursátil que sigue boyante y el aumento de los precios de la vivienda, son otros tantos motivos de esperanza. Para los más pesimistas, ese crecimiento es el resultado de recortes de impuestos aislados y déficits insostenibles, agravados todavía más por la rápida acumulación de deuda privada, en particular la del sector empresarial, mientras que las cifras de desempleo ocultan problemas de precariedad laboral y de desmotivación entre los trabajadores. Atendiendo a esas tendencias, parece probable que se produzca una desaceleración —y tal vez incluso una recesión—, pues la inversión de la curva de rentabilidad (que indica que la rentabilidad de los bonos a largo plazo es inferior a la de bonos a corto plazo) ya está obligando a la Reserva Federal de los Estados Unidos a enviar señales de que podría dar marcha atrás en la normalización monetaria.

Aunque en los Estados Unidos la tendencia sigue siendo alcista, en las demás economías avanzadas la situación es más preocupante. En Europa Occidental, las tasas de desempleo, pese a haber experimentado un descenso en los últimos años, en general siguen siendo muy superiores a las de los Estados Unidos,

y, pese a la ligera mejoría en el primer trimestre de 2019 de las cifras de crecimiento de la zona del euro y la Unión Europea (con respecto al trimestre anterior), que se situaron en el 0,4 % y el 0,5 %, respectivamente (Eurostat, 2019), estos datos no son nada tranquilizadores. Además, la economía alemana está perdiendo fuelle, a causa del debilitamiento de las exportaciones, y la francesa lleva desde principios de 2018 sin poder pasar de segunda marcha. El Banco Central Europeo ya ha insinuado que podría retomar la política de expansión cuantitativa, si bien las perspectivas de que eso ocurra se ven complicadas por el inminente cambio en la cúpula directiva. En mayo, el Banco de Inglaterra (2019) en sus estimaciones contempla que en 2019 el crecimiento en el Reino Unido se eleve a un 1,5 %, pero la incertidumbre política que suscita el *brexit* es demasiado importante como para aferrarse a una cifra con el suficiente convencimiento, por lo que la mayoría de los observadores prevén un impacto importante si no se llega a un acuerdo antes de que venza el plazo máximo. La desaceleración de la demanda externa, especialmente la de China, hizo que el crecimiento real en el Japón cayera al 0,8 % en 2018 (desde el 1,9 % registrado en 2017), nivel que, según las previsiones, se mantendrá en 2019, ya que la inflación seguirá obstinadamente baja (cuadro 1.1).

Si la situación en lo que respecta al crecimiento y al empleo ya es incierta en el mundo avanzado, es indudablemente más frágil en los países en desarrollo. Incluso antes de que las tensiones comerciales y los precios del petróleo iniciaran su ascenso, la disminución de las entradas de capital —y, en algunos casos, también de las salidas— que se registró después de que los principales bancos centrales anunciaran que pondrían fin a las políticas monetarias no convencionales, propició que las tasas de crecimiento empezaran a bajar (gráfico 1.1) y

CUADRO 1.1 Crecimiento de la producción mundial, 1991-2019
 (Variación porcentaje anual)

País o zona	1991-	2001-	2009-											
	2000 ^a	2008 ^a	2018 ^a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^b
Mundo	2,8	3,5	2,7	-1,7	4,3	3,2	2,5	2,6	2,8	2,8	2,5	3,1	3,0	2,3
Países desarrollados	2,6	2,2	1,6	-3,5	2,6	1,5	1,1	1,3	1,9	2,3	1,7	2,3	2,2	1,6
<i>en particular:</i>														
Japón	1,2	1,2	1,0	-5,4	4,2	-0,1	1,5	2,0	0,4	1,2	0,6	1,9	0,8	0,8
Estados Unidos	3,6	2,6	2,0	-2,5	2,6	1,6	2,3	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,2
Unión Europea (EU 28)	2,2	2,2	1,2	-4,3	2,1	1,8	-0,4	0,2	1,8	2,3	2,0	2,5	2,0	1,3
<i>en particular:</i>														
Zona del euro	2,1	1,9	0,9	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,2	1,4	2,1	1,9	2,4	1,9	1,1
Francia	2,0	1,8	1,0	-2,9	2,0	2,2	0,3	0,6	1,0	1,1	1,2	2,3	1,6	1,1
Alemania	1,7	1,3	1,6	-5,6	4,1	3,7	0,5	0,5	2,2	1,7	2,2	2,2	1,4	0,6
Italia	1,6	1,0	-0,2	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	0,1	0,9	1,1	1,6	0,9	0,0
Reino Unido	2,8	2,5	1,7	-4,2	1,7	1,6	1,4	2,0	2,9	2,3	1,8	1,8	1,4	0,9
Estados miembros de la UE posteriores a 2004	1,9	5,0	2,4	-3,4	1,6	3,1	0,7	1,2	3,0	3,9	3,2	4,7	4,3	3,6
Economías en transición	-4,9	7,2	1,6	-6,6	4,5	4,6	3,5	2,4	0,9	-1,9	0,7	2,1	2,8	1,4
<i>en particular:</i>														
Federación de Rusia	-4,7	6,8	1,2	-7,8	4,5	4,3	3,7	1,8	0,7	-2,5	0,3	1,6	2,3	0,5
Países desarrollados	4,8	6,3	4,8	2,7	7,8	6,2	5,0	5,0	4,5	4,0	3,9	4,4	4,2	3,5
África	2,6	5,8	3,1	3,4	5,4	1,4	6,0	2,2	3,5	2,7	1,6	2,7	2,8	2,8
Norte de África (excluido Sudán y Sudán del Sur)	2,9	5,0	1,6	3,6	4,3	-6,1	9,6	-3,4	0,3	2,5	2,8	3,3	3,7	3,6
África Subsahariana (excluido Sudáfrica)	2,7	7,0	4,5	5,3	7,0	5,1	5,4	5,2	5,6	3,2	1,4	2,7	3,0	3,3
Sudáfrica	2,1	4,4	1,8	-1,5	3,0	3,3	2,2	2,5	1,8	1,2	0,4	1,4	0,8	0,3
América Latina y el Caribe	3,1	3,8	1,7	-1,9	6,0	4,5	2,8	2,8	1,0	-0,4	-1,5	0,9	0,7	0,2
Caribe	2,2	5,1	2,5	-0,9	3,0	2,3	2,1	2,8	2,8	4,1	1,8	2,1	3,1	2,5
América Central (excluido México)	4,4	4,5	4,0	-0,5	4,0	5,7	5,0	3,8	3,9	4,2	3,9	3,7	2,7	2,6
México	3,2	2,2	2,6	-5,3	5,1	3,7	3,6	1,4	2,8	3,3	2,9	2,1	2,0	0,4
América del Sur	3,1	4,3	1,2	-1,0	6,4	4,9	2,5	3,2	0,4	-1,8	-3,2	0,4	0,1	-0,1
<i>en particular:</i>														
Brasil	2,8	3,7	1,1	-0,1	7,5	4,1	1,9	3,0	0,5	-3,6	-3,3	1,1	1,1	0,6
Asia	6,3	7,5	6,1	4,3	8,8	7,5	5,6	6,1	5,7	5,5	5,8	5,6	5,3	4,5
Asia Oriental	8,8	9,1	6,8	7,0	10,0	8,3	6,6	6,7	6,5	5,9	5,9	6,2	5,9	5,4
<i>en particular:</i>														
China	10,6	10,9	7,9	9,4	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,1
Asia Merdional	4,8	6,7	5,8	4,1	8,9	5,4	2,9	4,8	6,0	6,0	8,8	6,3	6,0	4,4
<i>en particular:</i>														
India	6,0	7,6	7,0	5,0	11,0	6,2	4,8	6,1	7,0	7,5	8,7	6,9	7,4	6,0
Asia Sudoriental	4,9	5,6	5,1	2,0	7,8	4,9	6,0	5,0	4,5	4,6	4,7	5,2	5,0	4,5
Asia Occidental	4,1	5,7	4,4	-1,9	5,8	9,1	4,6	6,0	3,4	4,3	3,0	2,8	2,3	0,7
Oceanía	2,7	2,8	3,1	1,8	5,8	1,7	2,4	2,6	6,6	4,7	1,1	0,9	1,4	2,8

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en *World Economic Situation and Prospects: Update as of mid-2019* y la base de datos *National Accounts Main Aggregates*, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas; ECLAC, 2019; OECD.Stat, disponible en <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO> (consultado el 29 de mayo de 2019); IMF, 2019; base de datos *CountryData* de la Unidad de Investigación Económica de la revista *The Economist*; J. P. Morgan, *Global Data Watch*; y fuentes nacionales.

Nota: Los cálculos de los valores agregados de cada país se basan en el producto interno bruto en dólares constantes de 2010.

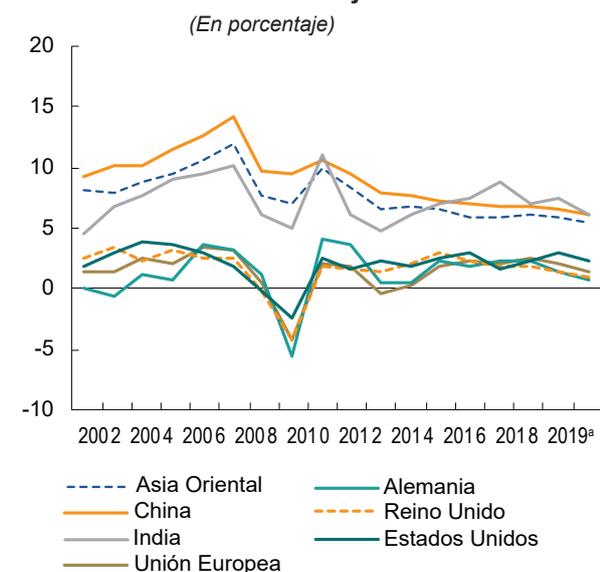
a Promedio.

b Previsiones.

contribuyó a que cundiera un mayor nerviosismo. Según el Instituto de Finanzas Internacionales, las inversiones de cartera en los mercados emergentes, que en enero de 2019 ascendían a 51.000 millones de dólares, disminuyeron considerablemente en los meses posteriores, llegando incluso a la cifra negativa de -5.700 millones de dólares en mayo (IIF, 2019). Hasta la fecha, la incertidumbre sobre los resultados económicos ha pesado más que la confianza suscitada cuando los principales bancos

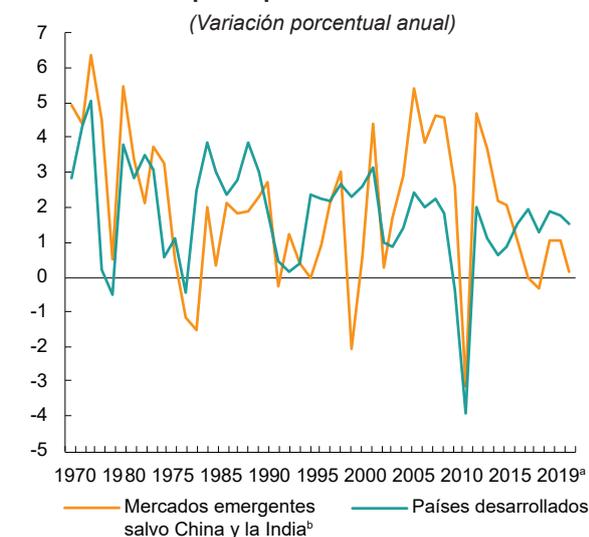
centrales anunciaron que volverían a aplicar políticas de relajación monetaria.

Ya no se habla del “desacoplamiento” ni de la “convergencia”, discurso que compartieron brevemente en sus opiniones las capas progresistas y los inversores tras el estallido de la crisis financiera global, ahora que las economías en desarrollo (incluidas las llamadas emergentes) han experimentado una rápida recuperación (gráfico 1.2). Es muy posible

GRÁFICO 1.1 Tasas de crecimiento anual: países en desarrollo y desarrollados

Fuente: La misma que la del cuadro 1.1.

Nota: a: Pronósticos.

GRÁFICO 1.2 El blues de la convergencia: crecimiento del PIB per cápita en 1971-2019

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en UNCTADstat; y cuadro 1.1.

Nota: a: Pronósticos.

b: De acuerdo con la definición de mercados emergentes de la UNCTAD.

que muchos países se enfrenten a nuevos reveses. En algunos, ya en recesión o al borde de ella, las inseguridades económicas y políticas están agravando las fragilidades existentes. En Turquía, el aumento del gasto y de los préstamos de los bancos públicos

registrado en el período preelectoral contribuyó a impulsar el crecimiento hasta el 1,3 % en el primer trimestre de 2019 (con respecto al trimestre anterior), después de tres trimestres de crecimiento negativo. Pero una vez pasadas las elecciones, se prevé que el crecimiento vuelva a situarse en valores negativos, lo que podría volver a tener efectos adversos en los flujos de capital y los tipos de interés, como se ha observado en el pasado reciente. En América Latina, la Argentina ya se encuentra en una profunda recesión pese a haber recibido del Fondo Monetario Internacional (FMI) el mayor préstamo de la historia, y, con las elecciones previstas para finales de 2019, parece poco probable que los inversores recuperen la confianza. La situación también es complicada en otros países del continente: tanto en el Brasil como en México, el PIB cayó en un 0,2 % durante el primer trimestre con respecto al trimestre anterior, a lo cual contribuyó la incertidumbre política (OECD, 2019a).

La geopolítica de la energía complica la situación, pues, desde principios de 2019, el bloqueo en la República Bolivariana de Venezuela y la intensificación de las tensiones en Oriente Medio ejercen una presión alcista en los precios del petróleo, invirtiendo el descenso registrado en el último trimestre de 2018. Aunque se prevé que la Federación de Rusia salga beneficiada de la subida de los precios del petróleo, sigue siendo probable que los recortes de la producción y la débil demanda interna hagan que en 2019 el crecimiento se mantenga muy por debajo del 2,3 % registrado en 2018. Por otro lado, los efectos negativos de ese repunte de los precios en las economías importadoras de petróleo, como el Pakistán, que se está preparando para un plan de ajuste convenido con el FMI, seguramente sean considerables.

En otros lugares de Asia, el crecimiento de las dos economías que se encontraban entre las de más rápido crecimiento del mundo, a saber, China y la India, está mostrando signos de pérdida de impulso. Las proyecciones del crecimiento en la India se han revisado a la baja como consecuencia de la abrupta caída hasta el 5,8 % registrada en el primer trimestre de 2019 (en comparación con el mismo trimestre del año anterior) (National Statistics Office, 2019). Esto supone la continuación de la tendencia de desaceleración que comenzó hace cuatro años. Entretanto, el crecimiento en China cayó del 6,6 % en 2018 al 6,4 % en el primer trimestre de 2019 y al 6,2 % en el segundo (en comparación con los correspondientes trimestres del año anterior) (Yao, 2019), lo

cual confirma las previsiones de que las tensiones comerciales actuales con los Estados Unidos pesarán sobre el crecimiento en 2019. Además, la presión que ejerce la deuda interior sigue siendo un motivo de preocupación para los responsables de las políticas chinas. Dadas las estrechas vinculaciones que tienen estos dos países de alto crecimiento, especialmente China, con el resto de Asia, su desaceleración tendrá repercusiones por toda la región.

Con todo, hablar de una nueva trayectoria de crecimiento para la economía mundial resulta ingenuo. Más bien, parece que la pauta de crecimiento inestable va a mantenerse, ya que la mezcla de entusiasmo que suscita la exuberancia financiera y el pesimismo que genera la situación de la deuda hace que muchas economías oscilen entre rachas efímeras de crecimiento de distinta intensidad y períodos de ahorro financiero. También se prevé que el crecimiento mundial caiga hasta el 2,3 % en 2019. Aun cuando los Estados Unidos renuncien a volver a subir los aranceles, es probable que las estimaciones optimistas yerren el tiro, como ya ha ocurrido anteriormente en repetidas ocasiones.

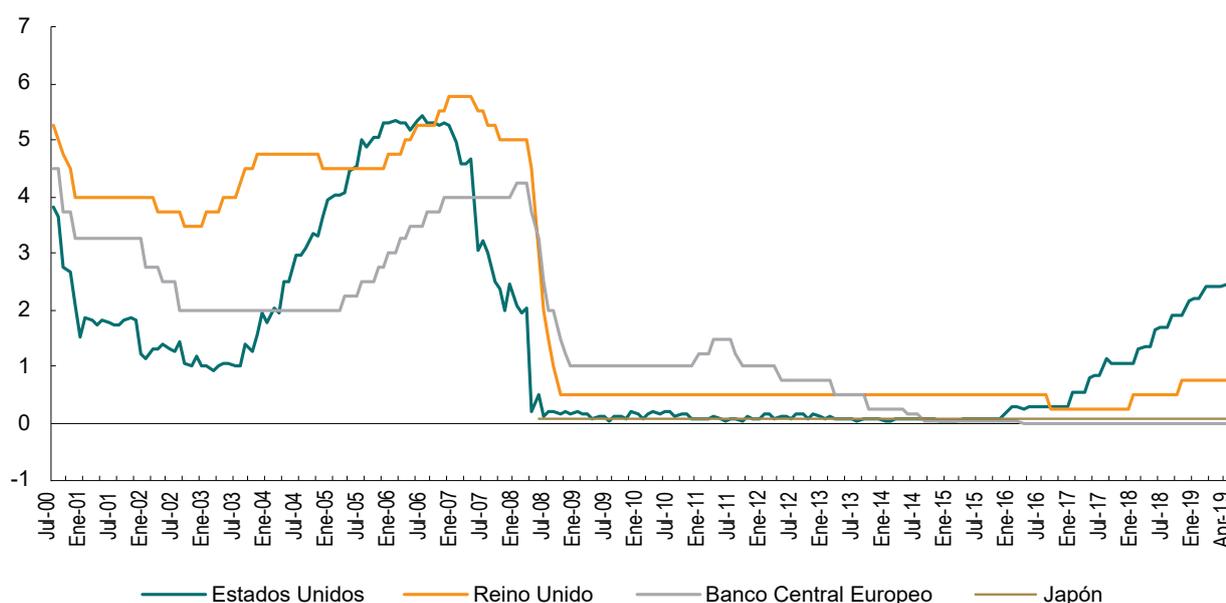
El problema más inmediato es la presencia de múltiples fuentes de vulnerabilidad, como el endeudamiento insostenible de las empresas, la dislocación de las cadenas de suministro, la volatilidad de los

flujos de capital y el aumento de los precios del petróleo, que pueden alimentarse mutuamente y transformar la desaceleración del crecimiento en otra recesión. Como cabía esperar, quienes tenían una visión positiva de la situación económica global están volviendo a caer en el pesimismo, y cada vez son más los que vaticinan una recesión global en 2020.

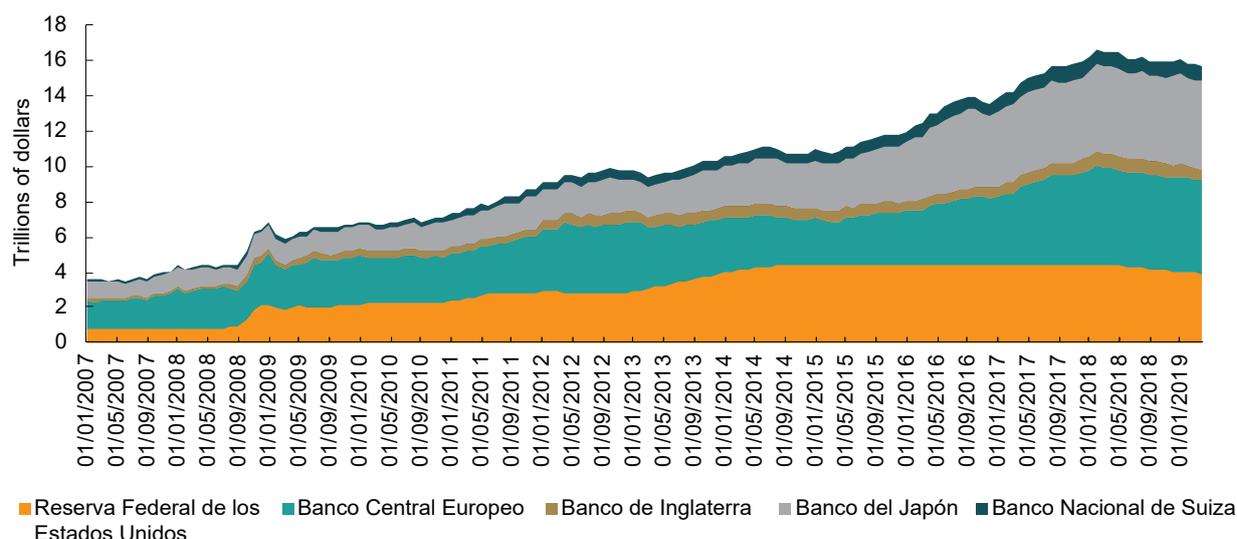
Bajo esta capa de pesimismo subyace la consciencia de que los instrumentos de política elegidos en la batalla por la recuperación tras la crisis financiera no solo han fracasado a la hora de generar un crecimiento sólido, sino que además reportan unos rendimientos cada vez menores. La dependencia de esos instrumentos fue muy acusada. Como puede observarse en el gráfico 1.3, los tipos de interés de los bancos centrales se hundieron en el período inmediatamente posterior a la crisis y se han mantenido en torno a esos niveles desde entonces. Las políticas de expansión cuantitativa han aumentado dramáticamente los activos de los bancos centrales, especialmente en el caso de la Reserva Federal, el Banco del Japón y el Banco Central Europeo (gráfico 1.4).

La Reserva Federal de los Estados Unidos, que en diciembre de 2018 había anunciado que optaría por aplicar otras tres subidas de los tipos de interés hasta situarlos entre el 3 % y el 3,25 %, así como por seguir aligerando su balance mediante la venta de bonos y

GRÁFICO 1.3 Tipos fijados por bancos centrales en 2000-2019
(En porcentaje)



Fuente: datos del CEIC extraídos de bancos centrales nacionales.

GRÁFICO 1.4 Activos totales de un grupo seleccionado de bancos centrales en 2007-2019

Fuente: Thomson Reuters, conjunto de herramientas financieras EIKON.

títulos a un ritmo de entre 30.000 y 50.000 millones de dólares al mes, ha cambiado de postura. En marzo de 2019, observando que “la tasa de crecimiento de la actividad económica no ha mantenido su solidez en el cuarto trimestre” (Board of Governors, 2019a), la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal decidió no aumentar los tipos de interés y moderar las reducciones mensuales de los bonos en su haber que tenía que realizar. Desde entonces, esta postura revisionista ha cobrado mayor fuerza en el seno de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, y ya a finales de julio de 2019 redujo el tipo de interés de referencia a corto plazo en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo entre el 2 % y el 2,25 %.

Pese a la frágil recuperación, los círculos políticos siguen dominados por ese ansia de mantener a toda costa unas condiciones de flexibilización monetaria y de huir de medidas fiscales proactivas. El argumento esgrimido es que no hay alternativa, pese a que la evidencia pone claramente de manifiesto que hay poco margen para seguir recurriendo a los instrumentos monetarios. Los tipos de interés son nulos o casi nulos y los balances de los bancos centrales están tan hinchados que no es posible sanearlos a corto plazo. El debate, por lo tanto, se ha visto reducido a argumentos sobre si se deberían abandonar o no las llamadas políticas monetarias “no convencionales” o limitar su aplicación y, en caso afirmativo, en qué medida y cuándo.

En Europa, el clima es parecido. El Banco Central Europeo ha anunciado oficialmente que no revertirá su política de tipos de interés y que podría reducirlos todavía más. Esto se traduciría en un tipo de interés negativo, actualmente situado entre el 0,4 % y el 0,6 % para los depósitos en poder de los bancos, lo que aumentaría sus costos y afectaría a sus beneficios en la situación actual de abundancia de liquidez. El Banco Central Europeo también ha insinuado que podría retomar su programa de compra de bonos (expansión cuantitativa), que había prometido cancelar, como ha hecho el Banco del Japón.

2. Límites del crecimiento dependiente de la deuda

Una consecuencia de la aplicación a largo plazo de políticas de dinero fácil en los países desarrollados fue el acusado aumento de las inversiones en mercados de valores y deuda. En agosto de 2018, la Bolsa de Nueva York culminó el período de crecimiento más largo de su historia. A lo largo de 3.453 días, el índice bursátil S&P 500 de los Estados Unidos subió en total más de un 300 % con respecto al nivel más bajo desde la crisis, registrado el 9 de marzo de 2009, sin llegar a acumular en ese tiempo una caída del 20 %. Aunque la magnitud de este ascenso se queda por debajo de los máximos históricos anteriores, un período de crecimiento de casi diez años es ya de por sí un logro importante, máxime si se tiene en cuenta

que, durante gran parte de ese período, la economía de los Estados Unidos estuvo luchando por salir de lo más profundo del pozo de la recesión provocada por la crisis financiera. Si bien es cierto que desde agosto de 2018 el índice ha fluctuado, el valor medio en junio de 2019 se situó prácticamente al mismo nivel que en agosto y septiembre de 2018.

En 2017 se registraron subidas pronunciadas y sincronizadas en los índices bursátiles de todas las grandes economías, que, o bien terminaron por estabilizarse en niveles altos, o bien siguieron subiendo durante el primer trimestre de 2018 (salvo en China, donde los mercados experimentaron una bajada a lo largo de 2018). Después, estos índices sufrieron una caída durante el segundo semestre para luego volver a repuntar y revertir esa bajada. En parte, fue esa subida en las bolsas de valores la que generó las expectativas que terminaron por reflejarse en los entusiastas pronósticos formulados hace un año por la mayoría de las instituciones, que preveían un crecimiento del PIB. Al mismo tiempo, el aumento sostenido de los precios de la vivienda dio un impulso a los mercados inmobiliarios, que alcanzaron máximos históricos en muchas partes de la economía mundial (Evans, 2019).

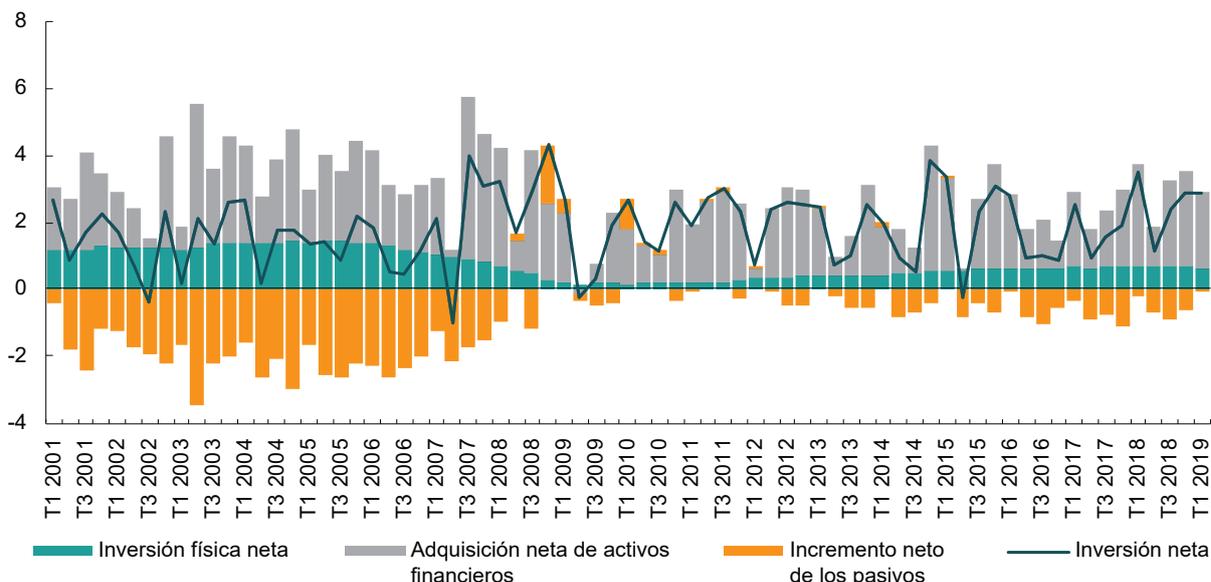
Como se señaló en el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2018*, en esas subidas drásticas y sincronizadas de los precios en los mercados de valores e inmobiliarios subyace la utilización excesiva de las medidas de relajación monetaria en las principales economías como instrumento para posibilitar la recuperación. No obstante, las cuentas de flujos de fondos de los Estados Unidos (uno de los principales protagonistas en los experimentos de expansión de la liquidez llevados a cabo con posterioridad a la crisis) indican que la adquisición de activos físicos por parte de los hogares, que principalmente tomó la forma de inversiones en vivienda y en gran medida coincidente con su nivel de endeudamiento (aumento de los pasivos), ha sido relativamente discreta e inferior a niveles anteriores (gráfico 1.5). Este dato parece indicar que el segmento del mercado inmobiliario, que se sostuvo gracias al crédito no fue tan boyante como el segmento de los artículos de lujo y el sector inmobiliario comercial. Por otro lado, la inversión neta total de los hogares fue mucho mayor debido a la compra de activos financieros, que, al ser muy superior al volumen del aumento de los pasivos, es probable que se financiara con el ahorro. El hecho de que los hogares invirtieran sus ahorros en activos financieros también es indicativo de las consecuencias del aumento de la desigualdad, ya que la población adinerada suele destinar una parte

considerable de sus ingresos al ahorro y a la adquisición de activos financieros. Esta particularidad del comportamiento de los hogares ha sido un importante factor del dinamismo de los mercados financieros.

A la vista de las inversiones del sector empresarial de los Estados Unidos se puede extraer una conclusión si cabe más sorprendente (gráfico 1.6). El endeudamiento (financiero) neto del sector empresarial ha servido en gran medida para la adquisición de activos financieros, no para la inversión en activos físicos. De hecho, esta tónica es peor ahora que en el período anterior a la expansión económica de 2008: entre el primer trimestre de 2001 y el último trimestre de 2007 la inversión de las empresas estadounidenses en activos financieros fue, en promedio, 1,78 veces superior a su inversión en bienes físicos; sin embargo, esa cifra subió hasta el 2,11 entre el primer trimestre de 2010 y el primer trimestre de 2019. Los experimentos con la liquidez realizados inmediatamente después de la crisis no han propiciado un aumento de la actividad productiva: la inversión productiva ha sido limitada y, principalmente, se ha financiado con cargo a los beneficios no distribuidos. Las cifras correspondientes a las emisiones netas de acciones presentaron valores negativos debido a la actividad especulativa característica de ese período, durante el cual las empresas utilizaron sus fondos, tanto los propios como los prestados, para operaciones de recompra de acciones¹. Esta inclinación de los hogares y las empresas por la adquisición de activos financieros, especialmente acciones, es la que subyace en esa vigorosa tendencia de la bolsa. Otras formas de actividad especulativa alentadas por la disponibilidad de liquidez barata son el aumento de las fusiones y adquisiciones y el crecimiento del mercado de crédito apalancado, o la concesión de préstamos a empresas con una calificación baja y fuertemente endeudadas. Según el Informe de Estabilidad Financiera de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Board of Governors, 2019b), el sector del crédito apalancado de los Estados Unidos ha crecido rápidamente durante la última década, hasta alcanzar los 1,1 billones de dólares. Esas actividades, que, de hecho, fueron el único resultado observable de las medidas de expansión cuantitativa, se replicaron también en otras economías avanzadas que mantuvieron la expansión monetaria durante todo 2018.

Si bien el modelo de crecimiento impulsado por la deuda y basado en bajos niveles de inversión ha redundado en beneficio de los propietarios de activos, no ha sido bueno para la mayoría de las personas

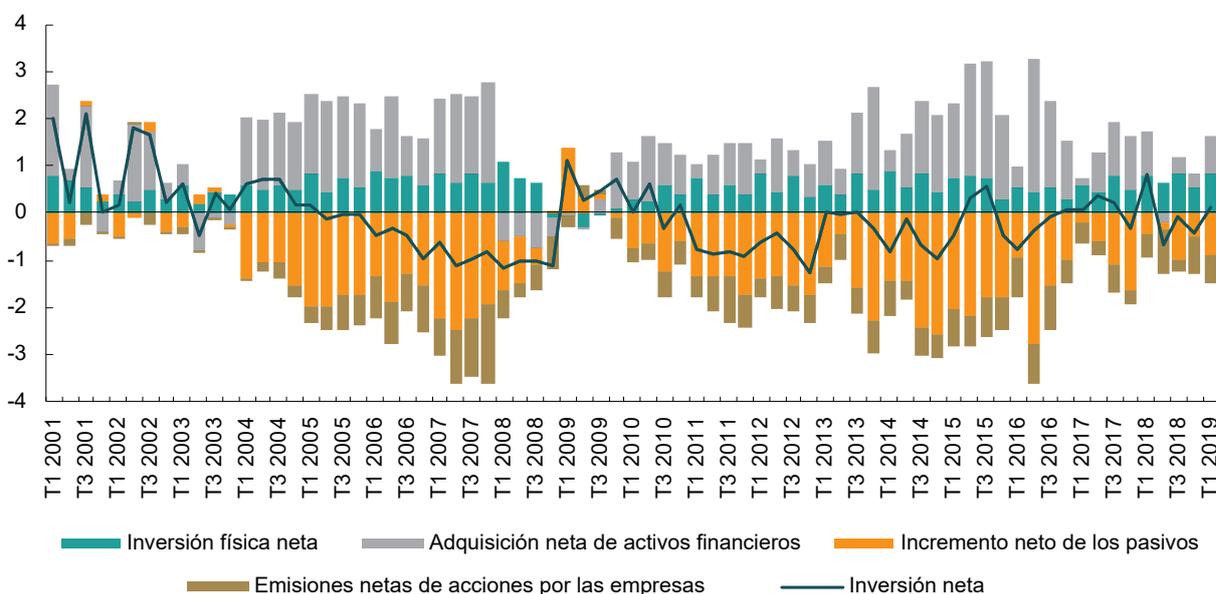
GRÁFICO 1.5 Desglose de la inversión neta de los hogares y las organizaciones sin fines de lucro de los Estados Unidos en 2001-2019
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos de las cuentas financieras de los Estados Unidos, Reserva Federal de los Estados Unidos.

Nota: En el gráfico, el "incremento neto de los pasivos" se expresa en cifras negativas.

GRÁFICO 1.6 Desglose de la inversión neta de los Estados Unidos en 2001-2019
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos de las cuentas financieras de los Estados Unidos, Reserva Federal de los Estados Unidos.

Nota: En el gráfico, el "incremento neto de los pasivos" se expresa en cifras negativas.

que dependen de los ingresos laborales. Desde la crisis financiera, los rendimientos del trabajo se han quedado descolgados, incluso en los períodos en los que las tasas de crecimiento han aumentado.

De acuerdo con el *Informe Mundial sobre Salarios 2018/2019* de la Organización Internacional del Trabajo (ILO, 2018), en 2017 la tasa de crecimiento de los ingresos mensuales medios, ajustados para

tener en cuenta la inflación, de trabajadores de 136 países registró su peor nivel desde 2008, muy por debajo de los máximos alcanzados en los años anteriores a la crisis. Es más, salvo en China (donde los salarios han aumentado rápidamente y cuyo tamaño influye de manera considerable en la cifra global), el crecimiento de los salarios en 2017 (1,1 %) fue muy inferior a la tasa correspondiente a todos los países, incluida China (1,8 %). Es patente la desaceleración del crecimiento de los salarios fuera de China en los países tanto desarrollados como en desarrollo. En el informe *Perspectivas de Empleo de la OCDE 2018* (OECD, 2018) se concluía que, salvo en el caso de China, parecía que los salarios ya habían dejado de reaccionar al descenso del desempleo, lo que obedecía a la informalidad y la precariedad características de muchos de los nuevos puestos de trabajo.

3. Amenazas en ciernes

Ante este telón de fondo de la fragilidad de la trayectoria seguida por el crecimiento, la gran febrilidad de los responsables de las políticas es reflejo de su inquietud por la posibilidad de factores disruptivos de carácter temporal que puedan degenerar rápidamente en una perniciosa espiral bajista.

a) De la furia arancelaria a las turbulencias tecnológicas

Las cifras del comercio indican que la economía mundial sigue atrapada en una senda de bajo crecimiento. El *Indicador de las Perspectivas del Comercio Mundial* de la Organización Mundial del Comercio, publicado en mayo de 2019 (WTO, 2019), por ejemplo, se situó en 96,3 puntos, muy por debajo de su valor de referencia de 100, lo que constituye su nivel más bajo desde 2010 y un signo claro de que el crecimiento del comercio mundial ha caído en la primera mitad de 2019. Esta situación se debe a que gran parte de la economía mundial, salvo los Estados Unidos, está experimentando una desaceleración y a que, excepción hecha del caso atípico del año 2017, el comercio mundial lleva desde 2011 registrando una tendencia descendente con respecto al PIB (Shin, 2019). El hecho de que el crecimiento de los Estados Unidos no haya contribuido a impulsar el crecimiento mundial, como había ocurrido en el pasado, no solo es indicativo de la tibieza de su recuperación, sino también de la fuerza que ejercen las influencias negativas generadas en otras partes del sistema mundial, incluida la desaceleración de

China. A esos efectos hay que sumar además las convulsiones que ha sufrido el sistema de comercio internacional como consecuencia de la aplicación de medidas arancelarias y la imposición de sanciones por parte del ejecutivo de los Estados Unidos (Caceres *et al.*, 2019).

Aunque este cambio de política se inscribe en un discurso más general sobre el desequilibrio comercial, que también aboga por la reescritura del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y por el abandono de las negociaciones del Acuerdo de Asociación Transpacífico, el ejecutivo de los Estados Unidos se ha centrado principalmente en el comercio con China, concretamente en el elevado déficit bilateral con ese país. Pese a que este obedece, en gran medida, a desequilibrios macroeconómicos internos de los Estados Unidos, donde la demanda ha aumentado a un ritmo mayor que la oferta, el ejecutivo estadounidense emprendió una serie de subidas arancelarias destinadas a limitar las importaciones de China a los Estados Unidos, lo que provocó que el Gobierno chino adoptase una serie de medidas de respuesta de diverso tipo. Este problema ha afectado directamente a un gran volumen del comercio entre los dos países y se ha propagado por toda la economía mundial como consecuencia de la organización del comercio como red de cadenas de valor globales².

Las pérdidas totales que sufran los Estados Unidos y el resto del mundo dependerán de tres factores, a saber: de la manera en que los consumidores respondan al aumento de los precios; de la capacidad de las empresas para absorber o no una parte o la mayoría de los efectos de las subidas arancelarias, y, en ese caso, cuáles lo harán, y, por último, de qué países salgan ganando de la desviación del comercio, en caso de que alguno lo haga. Como cabía esperar, las estimaciones varían³. Hasta la fecha, las repercusiones en el crecimiento global han sido limitadas, pero tal vez cambie la situación si los aranceles se mantienen o, lo que sería peor, si se sucede otro toma y daca de subidas arancelarias. Tal como se indicaba en el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2018*, una escalada de subidas de aranceles probablemente daría lugar a una desaceleración de la demanda de inversión.

Esta posibilidad ha cobrado fuerza durante la primera mitad del año cuando quedó patente que las medidas comerciales no están dirigidas solamente a corregir los desequilibrios en la balanza por cuenta corriente,

sino también, y tal vez en mayor medida, a controlar los flujos de tecnología, al acusar el ejecutivo de los Estados Unidos al Estado chino del robo de propiedad intelectual a empresas estadounidenses (USTR, 2018a, 2018b). Dejando a un lado la lógica mercantilista de esas acusaciones, y pasando por alto la falta de evidencia solvente que justifique el uso de medidas de seguridad nacional como instrumento para gestionar las relaciones económicas, el hecho de que el sector de la electrónica y otros sectores de alta tecnología se encuentren entre los segmentos más organizados de la economía mundial donde se opera más en red incrementa los riesgos económicos que conllevan las medidas comerciales unilaterales.

Intentar frustrar los esfuerzos que está haciendo China por superar la barrera económica que supone ser un país de ingreso medio, mediante una modernización y diversificación todavía mayor de su economía, entraña el grave peligro de que aumenten las turbulencias en torno a las cuestiones tecnológicas y se deteriore rápidamente la confianza en el funcionamiento general del sistema multilateral. Además, China no solo ha funcionado como plataforma final de exportación para las empresas ubicadas en otros países de Asia que producen productos intermedios y componentes, sino que también ha sido una importante fuente de la demanda de bienes de muchos países en desarrollo. Por cuanto las tensiones entre los Estados Unidos y China afectan a las perspectivas de crecimiento de este último país, que está reduciendo sus importaciones y volcándose más en la economía nacional como parte de su estrategia para reequilibrar su crecimiento, algunos de esos países podrían enfrentarse a un importante deterioro de su posición externa, lo que aumentaría el riesgo de que la desaceleración desencadene una recesión más grave.

b) De las contiendas cambiarias a la debacle de la deuda

Los aranceles no son la única medida de política, ni la más importante, que afecta a la escala y la dirección de los flujos comerciales. Cuando el Gobierno de los Estados Unidos amplió la lista de países que, desde su punto de vista, se han beneficiado de manera asimétrica del comercio bilateral, también hizo referencia a la posibilidad de que esos países hubieran manipulado su moneda para obtener beneficios económicos.

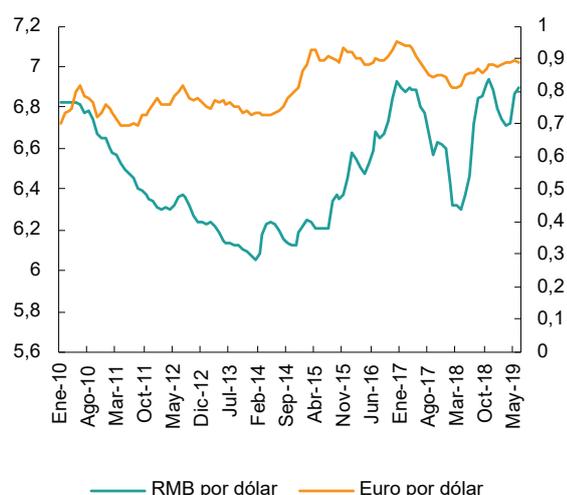
El índice de divisas de mercados emergentes de Morgan Stanley registró una subida considerable en enero, pero acusó una brusca caída entre mediados

de abril y finales de mayo, para repuntar a partir de entonces. Esa volatilidad responde a tres factores. El primero es el reflejo en dicho índice de países afectados por la crisis, como la Argentina y Turquía, cuyas monedas sufrieron fuertes fluctuaciones en distintos momentos. El segundo es la volatilidad de los flujos de capital hacia los mercados emergentes como consecuencia de la incertidumbre que rodea la política monetaria en los países desarrollados y las perspectivas de crecimiento en los mercados emergentes. Por último, se encuentra la presión que el ejecutivo de los Estados Unidos ejerce sobre todas las partes afectadas con el fin de mantener el dólar a un nivel “competitivo” con respecto a las monedas de sus socios comerciales (*Financial Times*, 2019; Sobel, 2019). En un sistema financiero internacional que sigue siendo muy dependiente del papel del dólar en cuanto factor de predictibilidad, convertir esa función —que se considera un “privilegio exorbitante”— en una fuente de munición económica podría tener consecuencias aún más desestabilizadoras.

Si los superávits comerciales de China y Alemania fueron resultado de la manipulación de su moneda, entonces los tipos de cambio nominales bilaterales habrían reflejado una depreciación inusual de esas divisas frente al dólar estadounidense. El gráfico 1.7 traza la evolución de la moneda china, el renminbi, y la alemana, el euro, con respecto al dólar.

Entre enero de 2010 y junio de 2014, la moneda alemana (el euro) fluctuó en torno a un nivel predominantemente estable, para posteriormente experimentar, primero una depreciación respecto del dólar y a partir de entonces una serie de fluctuaciones. Por lo tanto, es evidente que el aumento del superávit comercial de Alemania con los Estados Unidos se produjo pese a los cambios en el valor relativo de su moneda y no como consecuencia de ellos.

Del mismo modo, el renminbi experimentó una continua apreciación frente al dólar de los Estados Unidos entre principios de 2010 y septiembre de 2015, aproximadamente. Este es el período en el que el superávit comercial de China con los Estados Unidos no cesaba de aumentar. Luego, el renminbi sufrió una importante depreciación, causada, en parte, por las salidas de capitales. Sin embargo, es en este período marcado por la depreciación del renminbi cuando se estancaron tanto las exportaciones de China a los Estados Unidos como su superávit comercial. De hecho, tanto es así que siempre que las autoridades chinas han intervenido en el mercado de

GRÁFICO 1.7 Renminbis y euros por dólar en 2010-2019


Fuente: Banco de Pagos Internacionales. Puede consultarse en <https://www.bis.org/statistics/xrusd.htm?m=6%7C381%7C675>.

Nota: La escala es decreciente, por lo que un movimiento ascendente representa una depreciación y un movimiento descendente, una apreciación.

divisas ha sido para intentar impedir que el renminbi se depreciara todavía más.

En general, la comunidad internacional lleva tiempo preocupada por las perturbaciones causadas por los movimientos de los mercados de divisas que se ven muy influidos por los flujos de capital, y no solo por los flujos comerciales, así como por la falta de coordinación de las políticas para mitigar esas perturbaciones (capítulo IV). Ese nerviosismo no podrá sino intensificarse con la “plaga de dinero especulativo” que rodea actualmente las criptomonedas (Feroohar, 2019; véase también el recuadro 1.1). Existe un peligro real de que la acusada depreciación de la moneda alimente una fuerte espiral deflacionista, como ya ha ocurrido en la Argentina y en Turquía. A la luz de sus posiciones de deuda actuales, es probable que los mercados emergentes sean los que se vean más perjudicados por la volatilidad de los movimientos de los mercados de divisas.

No obstante, en los últimos 40 años se ha observado una especie de coordinación implícita de las políticas entre los países avanzados, no como resultado de un consenso claramente negociado, sino gracias a un cierto grado de conformidad de las políticas impuesto por el auge de las finanzas con libertad de movimientos a escala internacionales. Para lograr esa coordinación, los países tuvieron que renunciar

a políticas fiscales proactivas, centrarse en instrumentos monetarios para la gestión macroeconómica y dejar que los bancos centrales decidieran si la finalidad perseguida con la fijación de objetivos de inflación podía permitir la utilización de políticas monetarias para estimular el crecimiento.

La política de dinero fácil se diseñó inicialmente para contener el contagio después de la crisis financiera global. Tras la crisis, esa política dio lugar a la reactivación de los flujos de capital hacia los países en desarrollo, especialmente hacia los llamados mercados emergentes. Además de ejercer una presión alcista en las monedas de algunos de esos países, ese fenómeno pronto provocó un aumento de la fragilidad por la posibilidad de que se invirtieran los flujos de capital a medida que las economías avanzadas fueran abandonando las políticas monetarias no convencionales. El grado de fragilidad queda patente en la volatilidad de los flujos de capital agregados (gráfico 1.8), que afecta tanto a los mercados de acciones como de bonos (IMF, 2019). La volatilidad se ha mantenido por la considerable reducción de los flujos netos de capital hacia los mercados emergentes y las economías en desarrollo entre el primer y el cuarto trimestre de 2018 y la posterior recuperación de las entradas de flujos de capital en forma de inversión extranjera directa y préstamos bancarios en el primer trimestre de 2019 (IMF, 2019).

La dependencia del dinero barato como base para la recuperación también tuvo como efecto colateral el regreso a niveles de deuda insostenibles comparables a los registrados en los años previos a la crisis financiera global. Al principio, el reequilibrio de las posiciones de deuda privada se tradujo en la acumulación de deuda pública, ya que los Estados contrajeron préstamos para recapitalizar los bancos, rescatar a las empresas financieras y financiar las medidas de estímulo en forma de mayor gasto público o fuertes recortes de impuestos. Sin embargo, poco después, los niveles de deuda privada empezaron a aumentar de nuevo. En particular, la deuda del sector privado no financiero de los países del G20, que había caído del 151 % del PIB en marzo de 2008 al 139 % en diciembre de 2011, volvió a aumentar a partir de entonces hasta situarse, a finales de 2018, en el 151 % del PIB.

El problema de la persistencia de la deuda afecta tanto a las economías avanzadas como a las economías en desarrollo. Un aspecto específico de la explosión de la deuda después de la crisis fue el pronunciado aumento de la deuda externa de las economías en

RECUADRO 1.1 Criptomonedas: ¿democratización del dinero o timo del libertarismo?

En 1976, Friedrich Hayek publicó un pequeño libro titulado *La desnacionalización del dinero* en el que abogaba por un sistema de monedas privadas que compitieran entre sí para quitar a los bancos centrales el monopolio sobre la emisión de moneda de curso legal y retirarles su (supuesto) control sobre los sistemas bancarios y financieros privados organizados por el Estado. Hayek apenas se paró en los detalles técnicos y operacionales de las monedas privadas; en vez de eso, se centró en el fomento de la competencia privada en cuanto (según Hayek) principio básico en torno al cual organizar economías de mercado democráticas y superiores desde una perspectiva económica, cuyos principales enemigos eran, desde su punto de vista, la intervención estatal y la creación de poderes monopolísticos impulsada por el Estado, primordialmente en forma de sindicatos y bancos centrales.

Tuvieron que transcurrir varios decenios, con la difusión de las tecnologías digitales, para que ese mismo afán por arrebatar al Estado el poder para la creación de moneda y ponerlo en manos de sistemas de medios de pago y monedas digitales basadas en redes entre pares germinase con la aparición de las criptomonedas. Tras el lanzamiento del bitc oin en 2009, en la actualidad hay en curso 1.500 criptomonedas y su correspondiente unidad de valor digital (*token*) (Richter, 2018).

Las criptomonedas se basan en sistemas de contabilidad descentralizada o de “libro mayor distribuido”, de los que el m as conocido es la tecnología de cadenas de bloques, empleada por Bitcoin. Utilizando enormes redes de ordenadores conectados, cada transacción se verifica y se marca con una etiqueta temporal para que no pueda ser alterada y se añade como si fuera un “bloque” a la lista (o “cadena”) de transacciones entre pares. El proceso de confirmación de los registros se conoce como “minado”, y el trabajo de las empresas “miner as” se paga con los bitcoins recién creados. A tal fin, el código del bitc oin (o regulación, aunque el término ya ha quedado anticuado) establece actualmente el límite máximo para la emisión de nuevos bitcoins en el equivalente a 21 millones de dólares, límite que ya casi se ha alcanzado, en contra de los pronósticos iniciales, según los cuales esto no ocurriría hasta aproximadamente 2040. Este límite máximo para la emisión de nuevos bitcoins sirve como “ancla”, por así decirlo, para esta moneda digital, que a primera vista no se diferencia al caso del oro. Pero mientras que en el caso del oro (y otros metales preciosos) se trata de un sector real que seguirá generando algún valor económico incluso si pierde su atractivo como ancla para la emisión de moneda, los bitcoins simplemente desaparecerán en cuanto se deje de confiar en su uso como medio de pago (H ring, 2018).

En cuanto que alternativa descentralizada a los sistemas monetarios y bancarios dirigidos por los Estados, las criptomonedas también afirman proteger la privacidad (o el anonimato) de los ciudadanos en las transacciones monetarias. Pero al igual que ocurre con otras formas de dinero digital basadas en Internet, esta afirmación se apoya en supuestos sobre la voluntad y la capacidad técnica de entidades externas no sometidas a controles para proteger los datos personales adosados a “monederos” electrónicos que operan bajo nombres en clave y números. Desde luego, debería dar que pensar el hecho de que el Organismo Nacional de Seguridad de los Estados Unidos posea la patente de los códigos de la cadena de bloques en la que se basa *Ethereum*, plataforma a la que est  ligada la segunda criptomoneda más popular después del bitc oin, y de que no tenga inconveniente en fomentar su uso sin costo alguno (Diedrich, 2016). Un mecanismo de pago mucho más eficiente, desde el punto de vista del anonimato, es el dinero en efectivo, que también es más barato, más seguro y consume mucha menos energía. Pero el efectivo es una molestia para los bancos y las entidades del sector tecnofinanciero, a quienes interesa más promover sistemas corporativos de pago digital que generen mayores comisiones y les permitan obtener de manera prácticamente gratuita los lucrativos datos de los usuarios.

En la práctica, la mayoría de las principales criptomonedas, incluidos el bitc oin y el *ether*, no funcionan como sistemas de pago para la vida cotidiana, sino como un activo financiero más para la especulación. El furor generado en los mercados por los bitcoins, principalmente, en 2017 y 2018, y que cop  titulares, también planteó una serie de consideraciones que suscitan una reflexión más general sobre los efectos que tienen las estrategias de negociación automática en los mercados financieros generadas por programas informáticos en la volatilidad de los mercados bursátiles e, incluso, en las crisis financieras, suscitando comparaciones con los vehículos autónomos (Tett, 2017).

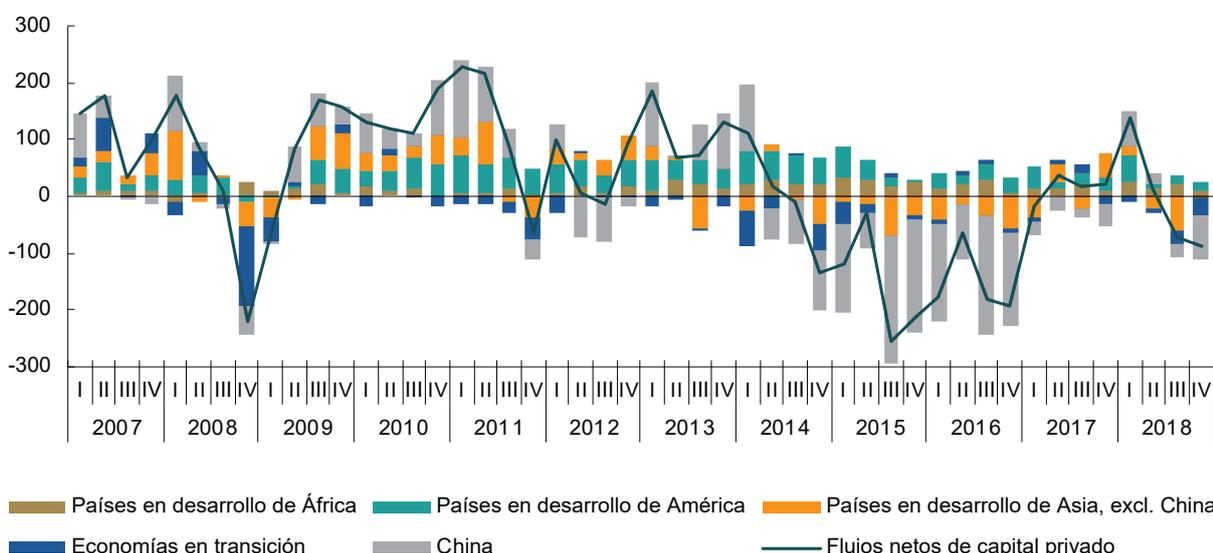
Independientemente de las reservas que susciten las promesas y las realidades de las criptodivisas existentes, el carácter de este debate cambi  por completo cuando, en junio de 2019, Facebook anunció su intención de crear su propia moneda privada, llamada libra. La libra se diferencia de las criptomonedas convencionales no solo en el alcance mundial que tiene gracias a los 2.400 millones de usuarios activos de Facebook, sino también en el hecho de que est  operada de manera centralizada por una empresa, con PayPal como uno de sus principales miembros fundadores, y sin pretensiones de mantener el anonimato. Además, hay otra diferencia: si el bitc oin dejara de funcionar quienes enjugar an las pérdidas serían solamente sus inversores, mientras que en el caso de la libra se utilizaría como garantía un conjunto de monedas nacionales. Para proteger su valor, el plan actual es

establecer un tipo de cambio fijo, pero ajustable, vinculado a una cesta de monedas nacionales. Esto significa que los gobiernos (y sus contribuyentes) tendrían que intervenir para proporcionar liquidez ante un episodio de pánico que provocase una venta masiva de libras. Dada la enorme escala a la que se introduciría la libra, el riesgo y los costos que supondría para la población tener que respaldar esta moneda corporativa proporcionándole liquidez en caso de pánico cambiario serían desmesurados y posiblemente sin precedentes (Pistor, 2019).

Pese a que algunos tratan las criptomonedas, e incluso la introducción de la libra, como una innovación financiera más, es cada vez más difícil defender la idea de que estas monedas son invenciones democráticas que promueven la privacidad y la eficiencia competitiva. En lugar de ello, y como vaticinaban los escépticos de la inclusión financiera y las tecnofinanzas, se están convirtiendo rápidamente en proyectos empresariales propios del rentismo más rancio, diseñados para generar enormes beneficios privados, pero dependientes de rescates públicos cuando las cosas se tuercen.

GRÁFICO 1.8 Flujos netos de capital privado por región en 2007-2018

(En miles de millones de dólares)



Fuente: UNCTAD, Financial Statistics Database, a partir de la base de datos sobre balanzas de pagos del FMI (Balance of Payments Database); y bancos centrales nacionales.

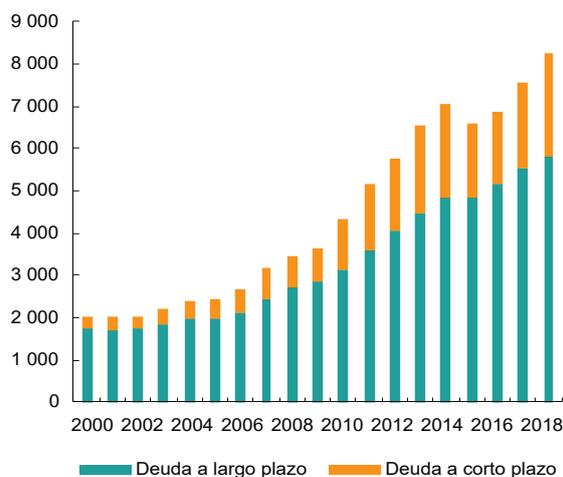
desarrollo, impulsado por el exceso de liquidez en las economías avanzadas (gráficos 1.9 y 1.10). La deuda externa total de todos los países en desarrollo y economías en transición, que entre 2000 y 2008 se había duplicado hasta situarse en los 4,5 billones de dólares, subió hasta los 9,7 billones de dólares en 2018. Este aumento no fue solo consecuencia del endeudamiento de los países en desarrollo de ingreso mediano. La deuda externa de los países en desarrollo de bajos ingresos bajó ligeramente entre 2000 y 2008, de 88.000 millones de dólares a 83.000 millones, respectivamente, en parte como resultado de una ronda de cancelaciones de la deuda enmarcada en la Iniciativa en favor de los Países Pobres Muy Endeudados. Posteriormente, sin embargo, su deuda

externa se duplicó con creces, hasta alcanzar los 173.000 millones de dólares. Incluso en el caso de los países menos adelantados, la deuda externa aumentó más del doble, al pasar de 156.000 millones de dólares en 2008 a 341.000 millones en 2018.

La situación es especialmente preocupante en determinados países clasificados como mercados emergentes por el Banco de Pagos Internacionales, en los que el endeudamiento del sector privado no financiero se ha disparado, como demuestra el hecho de que el endeudamiento de las empresas haya subido del 83 % del PIB en el primer trimestre de 2008 al 145 % del PIB en el mismo trimestre de 2018. Esta explosión de la deuda en un período en

GRÁFICO 1.9 Deuda externa de los países en desarrollo y las economías en transición en 2000-2018

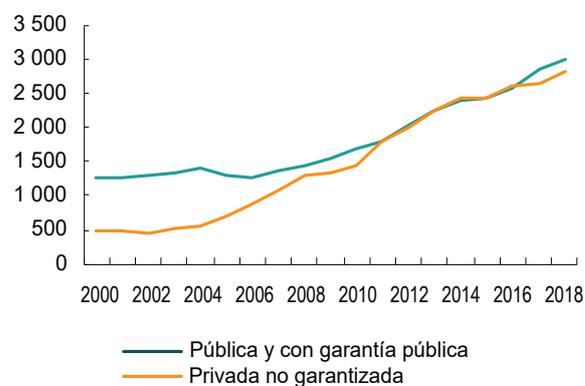
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir del Banco Mundial, el FMI y fuentes nacionales.

GRÁFICO 1.10 Estructura de la deuda externa a largo plazo de los países en desarrollo y las economías en transición en 2000-2018

(En miles de millones de dólares)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir del Banco Mundial, el FMI y fuentes nacionales.

el que lo que cabía esperar era más bien el desaplancamiento tras los elevados niveles registrados en los años anteriores a la crisis, ha provocado que sonasen las alarmas de la deuda en todo el mundo. La posibilidad de que se produzca una tormenta perfecta en la que confluyan el aumento del servicio de la deuda, el debilitamiento de las monedas y la desaceleración del crecimiento económico ya quita el sueño a los responsables de las políticas de muchas de esas economías, pues el resultado no depende solo de las decisiones que tomen los bancos centrales de las economías avanzadas, sino también de sus propias medidas.

c) *Del hundimiento de los precios de los productos básicos al descalabro medioambiental*

La extracción de recursos naturales sigue siendo uno de los principales factores que impulsan el desarrollo en muchos países en desarrollo, en los que, desde el comienzo del milenio, la fuerte demanda de productos básicos ha contribuido al aumento del crecimiento. Con todo, en este período los mercados de productos básicos también se han vuelto cada vez más volátiles a causa de la elevada financierización de los activos subyacentes. Los consiguientes ciclos de expansión-contracción han frenado los esfuerzos de diversificación en muchas de esas economías y han agudizado su vulnerabilidad ante crisis externas.

Al mismo tiempo, el crecimiento de gran parte de la economía mundial sigue dependiendo del uso intensivo de los recursos naturales. En la actualidad se conocen plenamente las consecuencias que tiene el crecimiento que comporta unas elevadas emisiones de carbono en las temperaturas mundiales, pero este aspecto no es más que una parte del descalabro medioambiental causado por la explotación de los recursos naturales; la degradación del suelo, la deforestación, la contaminación de los océanos y la atmósfera, la pérdida de especies animales, entre otros factores; no solo constituyen un problema creciente para la salud del planeta, sino que también conllevan un costo económico cada vez más elevado (IPPR, 2018).

Las consecuencias económicas del calentamiento global ya son evidentes, y gran parte de los daños afectan a los países y comunidades que menos han contribuido al problema. Entre 2010 y 2016, se produjeron de media unos 700 fenómenos extremos al año, con un coste anual medio de 127.000 millones de dólares. Esta es la cara más visible de un cuadro más general de destrucción medioambiental. Por ejemplo, se estima que la exposición al aire y el agua contaminados ha causado 9 millones de muertes al año. Entretanto, las vulnerabilidades creadas por la liberalización financiera y el crecimiento basado en

la deuda están mermando la capacidad de los países, sea cual fuere su nivel de riqueza, para mitigar los costos que entrañan los daños al medio ambiente.

4. Ahora todos somos “populistas”

Para hacer frente al carácter interconectado de las amenazas que acechan a la economía mundial, es esencial que haya grandes inversiones coordinadas entre países, tanto del Norte como del Sur, una mayor armonización de las políticas y un aumento de las transferencias de tecnología (capítulo III). Pero, aunque las circunstancias exigen esa cooperación, muchos Gobiernos se resisten a dar respuesta a ese problema, a falta de un marco internacional sólido y de una cooperación efectiva para el desarrollo. La reunión del G20 celebrada en Osaka en junio de 2019 puso de manifiesto la fragilidad del sistema actual.

La adhesión a una agenda de políticas que prioriza el control de las presiones inflacionistas y los intereses del sector financiero ha dado lugar a una recuperación aletargada, al aumento de las desigualdades y a la intensificación de las tensiones políticas. Las recetas de política alternativas, como las demandas por volver a aplicar políticas fiscales proactivas y abandonar las distintas formas de austeridad, adoptar medidas redistributivas que estimulen la demanda y propugnar un comercio más regulado como medio para lograr el resurgimiento nacional, son descartadas por considerarse intentos de los “populistas” (tanto de la derecha como de la izquierda) por obtener un rédito político a corto plazo aprovechándose de la impaciencia de la población, sin tener en cuenta que hay una serie de limitaciones económicas y financieras que son vinculantes.

Pero esta propensión hacia el rédito político a corto plazo también se observa en la agenda de políticas dominante. De hecho, a menudo se olvidan los orígenes populistas de las políticas económicas convencionales que se aplican actualmente: la liberalización del comercio, la privatización y los recortes de impuestos se han vendido como medidas que comportarían grandes ventajas para la mayoría frente a la resistencia de grupos de interés estrechos de miras e interesados únicamente en sus propios objetivos, ya sean estos tecnócratas de la Administración Pública, movimientos sindicales o sectores empresariales privilegiados. La incorporación de una política monetaria poco ortodoxa a este *mix*, aunque se exprese en

un lenguaje más tecnocrático, responde a la misma lógica.

Como en el caso de la tan manida teoría del derrame, los motivos implícitos aducidos para defender una combinación de acuerdos de libre comercio, bajadas de impuestos y dinero fácil se basan en que, al estimular y recompensar a quienes poseen activos también redundan en beneficio del resto de la población. Este “populismo centrista” promete una vuelta a la “gran moderación”, de la que se benefician todos, pero que no toma en consideración los daños a largo plazo para propietarios de viviendas angustiados, trabajadores desmotivados y comunidades locales abandonadas.

Al igual que otros géneros del populismo, este también tiene sus personajes malvados. Durante la crisis, se vilipendió (aunque rara vez se enjuició) a las “manzanas podridas” y a los “agentes de bolsa sin escrúpulos” por abusar del sistema financiero, pero desde entonces la atención se ha desviado hacia los Estados, que, supuestamente, socavan la integridad de un orden liberal internacional que se basa en normas.

Esta narrativa pasa por alto la enorme inversión de capital público, en forma de políticas fiscales y monetarias, que fue necesario adoptar para lograr mitigar la recesión inducida por la crisis e impulsar la recuperación. Sin duda, las entidades financieras y las empresas supieron aprovechar ese capital a bajo precio para obtener beneficios especulando, mediante la inversión en mercados de activos de los países desarrollados y la realización de operaciones de arbitraje entre monedas en los mercados emergentes. Sin embargo, la inversión productiva apenas ha mostrado signos de recuperación. Y una vez que los beneficios volvieron a la “normalidad”, se produjo una vuelta al conservadurismo fiscal y se procedió a insuflar grandes volúmenes de liquidez barata en el sistema, lo que engordó los balances de los principales bancos centrales.

El resultado es que, pese a la bonanza de los mercados de activos del mundo y al aumento del rentismo financiero y los beneficios de las empresas de mayor tamaño, los ingresos de la clase obrera y la clase media se han visto reducidos, los beneficios de las empresas más pequeñas se han evaporado y el gasto público ha disminuido. La demanda agregada, consiguientemente, no ha logrado experimentar ninguna mejoría, por lo que la economía mundial no

ha tenido una base sólida sobre la que establecer una firme recuperación. Las consiguientes desigualdades e inestabilidades están generando nuevas tensiones

económicas, sociales y políticas, lo que, a su vez, hace que cunda la incertidumbre sobre la evolución de la economía.

B. Tendencias del comercio

1. En modo desaceleración

El comercio mundial está en modo desaceleración. Tras haber experimentado una enérgica recuperación desde un crecimiento del 1,3 % en 2016 y alcanzar el 4,5 % en 2017, el crecimiento medio del volumen de las exportaciones e importaciones mundiales se ralentizó y cayó al 2,8 % en 2018 (cuadro 1.2). Según las proyecciones de la mayoría de los organismos, el crecimiento seguirá desacelerándose en 2019 y es probable que la cifra sea muy inferior a la predicción del 2,6 % que hizo la Organización Mundial del Comercio en abril de 2019. El motivo es que en los últimos trimestres la desaceleración en el crecimiento del comercio ha sido muy pronunciada. Los datos de la Oficina de Análisis de Políticas Económicas de los Países Bajos (CPB, 2019) muestran que las tasas trimestrales de crecimiento (en relación con el trimestre correspondiente del año anterior) cayeron

desde el 3,7 % en el tercer trimestre de 2018 hasta el 1,6 % en el cuarto trimestre de ese año y el 0,5 % en el primer trimestre de 2019 (gráfico 1.11).

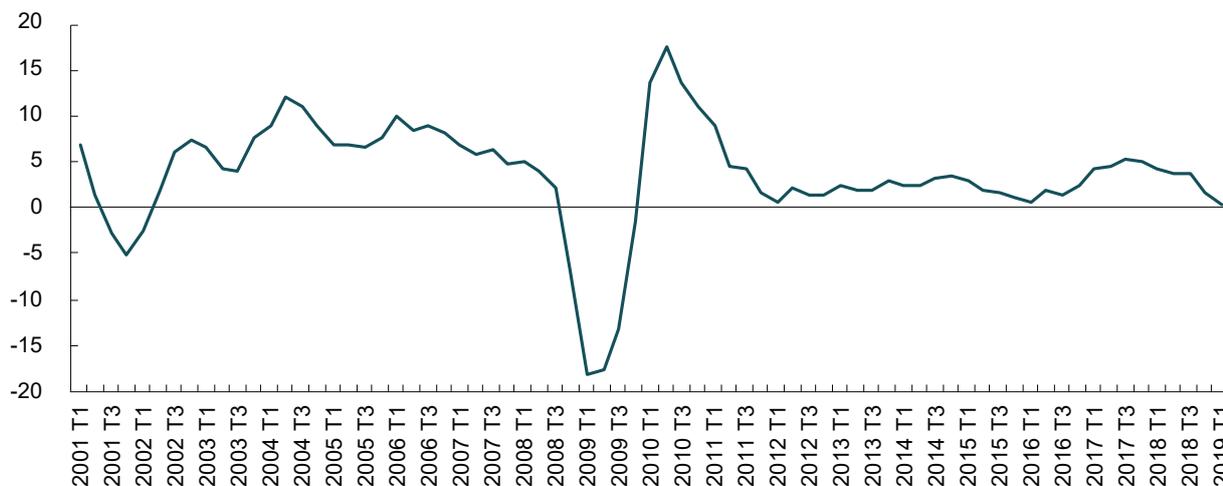
Dada la intensificación de las tensiones comerciales y tecnológicas entre China y los Estados Unidos, a menudo se atribuye la desaceleración del comercio a la dislocación provocada por ese pulso entre los dos países. Si bien no se puede negar la desarticulación que han causado las medidas adoptadas por los Estados Unidos, hay motivos para creer que esa no puede ser la única explicación, ya que el comercio mundial había comenzado a desacelerarse mucho antes de que surgieran esas tensiones comerciales. Además, los efectos de las tensiones comerciales actúan de diversas maneras, lo que hace que la magnitud del efecto negativo neto sobre el volumen del comercio mundial sea incierta. La desaceleración general del comercio más bien, refleja una

CUADRO 1.2 Volúmenes de las exportaciones e importaciones de mercancías, por grupos y países seleccionados en 2016-2018
(Variación porcentual anual)

Grupo/país	Volumen de exportaciones			Volumen de importaciones		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Mundo	1,3	4,1	2,5	1,2	4,8	3,1
Países desarrollados	1,0	3,3	2,1	2,2	3,1	2,5
<i>en particular:</i>						
Japón	2,3	6,0	2,7	0,8	2,8	2,0
Estados Unidos	-0,2	4,0	4,1	0,5	4,0	5,3
Unión Europea	1,1	3,6	1,6	3,1	2,6	1,5
Economías en transición	0,0	4,5	4,1	5,8	13,0	3,9
<i>en particular:</i>						
Comunidad de Estados Independientes	-0,3	4,2	4,3	5,1	14,1	3,3
Países en desarrollo	2,0	5,2	2,9	-0,4	6,8	4,0
África	0,5	3,7	-0,6	-5,4	-0,4	4,5
África Subsahariana	0,1	6,1	6,3	-10,4	1,1	2,1
América Latina y el Caribe	2,5	3,0	2,5	-6,0	5,2	5,9
Asia Oriental	1,3	6,5	3,3	1,7	6,9	4,6
<i>en particular:</i>						
China	1,4	7,1	4,1	3,7	8,9	6,4
Asia Meridional	5,7	5,8	2,5	1,3	11,5	2,8
<i>en particular:</i>						
India	2,7	6,6	4,3	-1,8	11,7	3,1
Asia Sudoriental	2,6	8,9	4,6	2,4	9,5	6,8
Asia Occidental	2,5	-1,2	2,0	-1,7	2,5	-4,1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de datos de UNCTADstat.

GRÁFICO 1.11 Evolución por trimestres de la tasa de crecimiento interanual en 2001-2019
(En porcentaje)



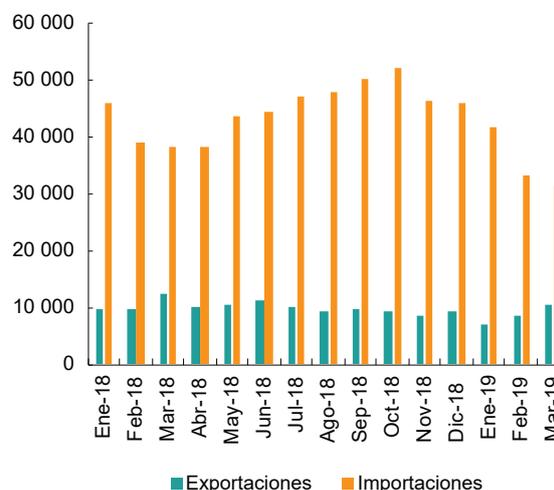
Fuente: CPB World Trade Monitor (de la Oficina de Análisis de Políticas Económicas de los Países Bajos), marzo de 2019.

moderación más generalizada de la demanda global, lo que comporta una pérdida de impulso en el crecimiento. Los síntomas de una pérdida de impulso a medio plazo en el crecimiento del comercio son indicativos del persistente estado de fragilidad en la que ha quedado la economía global tras la crisis financiera global.

China es el país que ha salido peor parado como consecuencia de la agudización de las tensiones comerciales. Las importaciones de bienes chinos por parte de los Estados Unidos cayeron de 52.200 millones de dólares en octubre de 2018 a 31.200 millones de dólares en marzo de 2019 (en comparación con 38.300 millones de dólares un año antes). El efecto en los Estados Unidos fue mucho menor en términos absolutos, ya que las exportaciones de los Estados Unidos a China se redujeron de 12.400 millones de dólares en marzo de 2018 a 10.400 millones de dólares en marzo de 2019 (gráfico 1.12). Esta reducción se debe en parte a que China ha respondido con cautela a las medidas adoptadas por el ejecutivo de los Estados Unidos, dada su persistente dependencia de la demanda externa, aun cuando trata de reequilibrar el crecimiento quitando peso a las exportaciones en favor del mercado interno y a la inversión en favor del consumo interno.

Las repercusiones en el comercio mundial son mucho más trascendentes de que las que supone esta medida

GRÁFICO 1.12 Comercio de los Estados Unidos con China en 2018-2019
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Oficina del Censo de los Estados Unidos.

bilateral. Las tensiones entre los Estados Unidos y China tienen efectos sobre la demanda agregada de importaciones de ambos países, que afectan al resto de sus socios comerciales. China, debido a su rápido crecimiento y a su demanda cada vez mayor de materias primas y productos intermedios, y dado que ha funcionado como plataforma final de exportación

para las cadenas de producción globales, ha sido una fuente importante de demanda de importaciones en la economía mundial. Por ello, una desaceleración de la economía china repercutirá negativamente en el comercio mundial. Además, las medidas de los Estados Unidos no afectan solo a China, sino que también son aplicables a otros países, como se refleja en la adopción de medidas similares con respecto a países como México y los de la Unión Europea.

Sin embargo, las tensiones comerciales también surten ciertos efectos positivos en el crecimiento, tanto dentro como fuera de China. Para empezar, ya han dado pie a que el comercio de exportación se desvíe de los exportadores chinos y estadounidenses hacia proveedores de terceros países, lo que ha beneficiado a estos últimos. Mientras exista esa desviación del comercio, el volumen total del comercio mundial no se verá afectado. Además, siempre y cuando los productores chinos y estadounidenses, que antes se veían limitados por la competencia en las importaciones, se beneficien del nuevo proteccionismo, se neutralizarán los efectos reductores del crecimiento de las medidas proteccionistas. Esto no hace sino reforzar la opinión de que la reciente desaceleración del comercio mundial debe explicarse en gran medida por factores distintos de las tensiones comerciales, cuyos efectos, en cualquier caso, aún no han sido contrarrestados. En todo el mundo, excepto en el Japón y en los Estados Unidos, se observa una desaceleración del crecimiento de las importaciones, que es acusada en la zona del euro, en otras economías avanzadas, Europa Oriental/Comunidad de Estados Independientes y América Latina, en tanto que los volúmenes de las importaciones se estancan en África y Oriente Medio. El crecimiento de las importaciones en valor presenta un mejor perfil, sobre todo porque los precios de los combustibles, que habían caído un 14,6 % en 2016, registraron incrementos positivos en 2017 (+22,2 %) y en 2018 (+27,2 %).

La desaceleración en el crecimiento del volumen de las importaciones ha sido particularmente pronunciada en las economías emergentes de Asia y América Latina, lo que es indicativo de una pérdida de impulso en países de los que se esperaba que fueran nuevos polos de crecimiento en la etapa inmediatamente posterior a la crisis de 2008. China encabezó la tendencia de desaceleración, ya que sus importaciones se redujeron en un 4,8 % en el primer trimestre de 2019 en comparación con el año anterior.

2. Comercio de servicios comerciales

El comercio de servicios, que representa el 23 % de las exportaciones mundiales de bienes y servicios, ha seguido siendo boyante. Según las estimaciones del servicio de estadístico de la UNCTAD (UNCTADstat), el valor en dólares de las exportaciones mundiales de servicios creció un 7,7 %, hasta alcanzar los 5,8 billones de dólares en 2018. Esta reactivación se produjo solo después de que las exportaciones de servicios hubieran registrado un aumento desde un poco menos de 5 billones de dólares en 2016 hasta alrededor de 5,4 billones en 2017. Todas las regiones del mundo registraron incrementos en las exportaciones de servicios, siendo África, Asia y Oceanía las que obtuvieron mejores resultados, con tasas superiores al 9 %. Los servicios de viajes, otros servicios empresariales y el transporte fueron tres de los servicios comercializados internacionalmente con mayor preponderancia. En la mayoría de los países africanos, los servicios de viajes dominaron las exportaciones de servicios, mientras que en Asia su composición estaba más diversificada.

Las cifras referentes al volumen de dos grandes componentes del comercio de servicios, el turismo y el comercio marítimo —que ofrecen datos cuantitativos, evitando así problemas de valoración—, aportan una nueva visión de las tendencias en el comercio de servicios.

Las llegadas de turistas internacionales registraron un crecimiento del 4,4 % interanual durante el primer trimestre de 2019, lo que representa aproximadamente una quinta parte del total anual. Esta cifra es inferior al crecimiento medio anual del 6,3 % anotado en los dos años anteriores. El crecimiento se distribuyó entre las principales regiones, siendo Oriente Medio quien registró la expansión más rápida (8,2 %), seguido de Asia y el Pacífico (5,8 %), Europa (3,8 %), África (3,6 %) y América (2,7 %). Para 2019, la Organización Mundial del Turismo prevé una expansión de entre el 3 % y el 4 % (UNWTO, 2019).

El crecimiento del comercio marítimo internacional perdió impulso después de que su volumen creciera a un ritmo moderado (2,7 %) en 2018 y alcanzara un máximo histórico de 11.000 millones de toneladas (UNCTAD, de próxima publicación). Esta desaceleración —que es ligeramente inferior al 3,0 %, que es la tasa de crecimiento medio histórico—, contrasta con el repunte cíclico del 4,1 % en 2017. Esta tendencia a la baja es reflejo de diversos factores, entre

ellos la desaceleración de la economía mundial, la mayor incertidumbre que acarrea y determinadas evoluciones idiosincráticas. Por ejemplo, el crecimiento del comercio de los principales graneles secos (mineral de hierro, carbón y cereales) y de buques tanque, cada uno de los cuales representa aproximadamente el 30 % del comercio marítimo total, experimentó una desaceleración, pasando del 4,7 % en 2017 al 1,9 % y del 3,0 % al 1,5 %, respectivamente. Las tendencias que configuran el comercio de graneles secos ponen de manifiesto el papel fundamental de China y el reequilibrio de su economía, ya que el país importa más del 43 % del comercio mundial de los principales graneles secos y casi la cuarta parte del comercio marítimo total. Los vientos que soplan contra el comercio transportado en buques tanque tienen su origen principalmente en el estancamiento de los embarques

de petróleo crudo. Por el lado de la demanda, las importaciones de petróleo experimentaron un declive en los Estados Unidos y Europa, mientras que en China se produjo una desaceleración, fundamentalmente como consecuencia de las limitaciones en la capacidad de refinación sufridas durante este año. Por el lado de la oferta, las perturbaciones que afectan a la República Bolivariana de Venezuela y a la República Islámica del Irán, junto con los recortes de producción impulsados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), han afectado a los embarques de petróleo crudo. Mientras tanto, la carga contenedorizada siguió siendo el segmento relativamente más dinámico del comercio marítimo, pues en 2018 creció un 4,3 %. Con todo, su crecimiento también se ralentizó, al ser inferior al 6,4 % registrado en 2017.

C. Tendencias de los precios de los productos básicos

En consonancia con la desaceleración del comercio mundial, que es indicativa de una moderación de la demanda global, los precios de los productos básicos, que habían registrado aumentos del 17,4 % y el 16 % en 2017 y 2018, respectivamente, disminuyeron (-4,3 %) en los cinco primeros meses de 2019 en relación con el período correspondiente del año anterior (cuadro 1.3). Las diferencias entre las tendencias de los precios de los productos básicos en los dos años naturales anteriores y las de los cinco primeros meses de 2019 fueron más acusadas si se analizan los datos desglosados (gráfico 1.13). En 2017 y 2018, el dinamismo del índice agregado de precios de los productos básicos obedeció en gran medida a la subida de los precios de los combustibles por la influencia de los recortes de producción acometidos por la OPEP, la Federación de Rusia y otros productores no pertenecientes a la OPEP, por una serie de factores geopolíticos (especialmente las medidas adoptadas por los Estados Unidos contra la República Islámica del Irán) y por la inestabilidad política en la República Bolivariana de Venezuela. El grupo de productos básicos que engloba a los minerales, las menas y los metales no preciosos también registró subidas, especialmente en 2017. Por otra parte, otros productos básicos distintos de los combustibles, como los alimentos y las bebidas tropicales, así como las semillas oleaginosas y los aceites vegetales, registraron bajadas de precios en 2017 y especialmente en 2018.

Estas tendencias han persistido hasta el período más reciente. El índice de precios de los productos básicos de la UNCTAD cayó desde 134, en octubre de 2018, a 112, en diciembre de ese año, y a partir de ese momento ha experimentado una subida hasta alcanzar un nivel en torno a 120. Los precios de los combustibles propiciaron la caída del índice en el último trimestre de 2018, ya que el índice de precios de los combustibles cayó desde 149, en octubre, a 115, en diciembre. La ulterior recuperación obedece, por una parte, al impacto en los precios del petróleo de las medidas adoptadas por los Estados Unidos contra la República Islámica del Irán y, por otra, a la atonía de los precios de los minerales, menas y metales. Los precios de los alimentos, las bebidas y los aceites vegetales, por otro lado, no mostraron dinamismo y, en algunos casos, incluso experimentaron un descenso.

Si bien la depresión de la demanda es el factor subyacente en la falta de dinamismo de los precios en muchos mercados de productos básicos experimentada en los últimos meses, la volatilidad a medio plazo se ha visto influida por las amplias fluctuaciones de los precios del petróleo y la financierización de los mercados de productos básicos y la concentración del poder de mercado en un reducido número de empresas de comercio internacional.

CUADRO 1.3 Precios mundiales de los productos primarios en 2008-2019
(Variación porcentual respecto del año anterior)

Grupos de productos básicos	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^a
Todos los productos básicos ^b	33,4	-31,6	24,3	28,6	-3,0	-3,7	-7,9	-36,2	-9,4	17,4	16,0	-5,7
Productos básicos distintos de los combustibles ^c	22,2	-17,8	26,1	18,9	-12,7	-6,5	-8,0	-18,9	2,3	9,1	-2,2	-3,8
Productos básicos distintos de los combustibles (en DEG) ^c	18,3	-15,8	27,4	14,9	-10,0	-5,7	-8,0	-11,9	3,0	9,4	-4,2	-0,4
Todos los alimentos	32,6	-10,4	12,0	24,0	-6,5	-9,6	-0,8	-15,6	3,6	-1,3	-6,5	-8,0
Alimentos y bebidas tropicales	31,1	-2,2	11,6	23,6	-9,9	-9,1	3,8	-14,2	2,2	-1,6	-6,6	-5,1
Bebidas tropicales	19,2	1,1	19,8	31,2	-22,4	-19,8	24,1	-10,3	-3,3	-3,1	-8,5	-11,9
Alimentos	34,9	-3,2	9,1	21,1	-5,6	-6,0	-1,2	-15,4	4,0	-1,2	-6,1	-3,1
Semillas oleaginosas y aceites vegetales	35,2	-24,1	13,0	24,8	0,7	-10,5	-9,6	-18,8	7,0	-0,5	-6,2	-14,1
Materias primas agrícolas	8,4	-16,4	37,0	24,5	-19,2	-8,8	-11,8	-13,3	-0,3	5,3	-1,8	-3,8
Minerales, menas y metales	19,7	-12,9	33,6	20,5	-6,9	-9,5	-12,8	-17,2	4,6	11,3	1,3	-0,7
Minerales, menas y metales no preciosos	17,5	-25,4	39,0	12,2	-16,8	-2,0	-14,6	-24,8	1,4	25,7	2,6	-0,5
Metales preciosos	23,4	7,5	27,5	30,8	3,4	-15,8	-11,0	-9,9	7,1	0,4	0,0	-1,7
Combustibles	37,9	-38,6	23,1	32,0	-0,5	-1,2	-7,5	-44,4	-17,5	25,9	27,5	-7,0
<i>Partidas pro memoria:</i>												
Productos manufacturados ^d	4,9	-5,6	1,9	10,3	-2,2	4,0	-1,8	-9,5	-1,1	4,7	4,5	n.a.,

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de UNCTAD, Commodity Price Statistics Online, y División de Estadística de las Naciones Unidas. *Monthly Bulletin of Statistics*, varios números.

Nota: En dólares corrientes, a menos que se indique otra cosa.

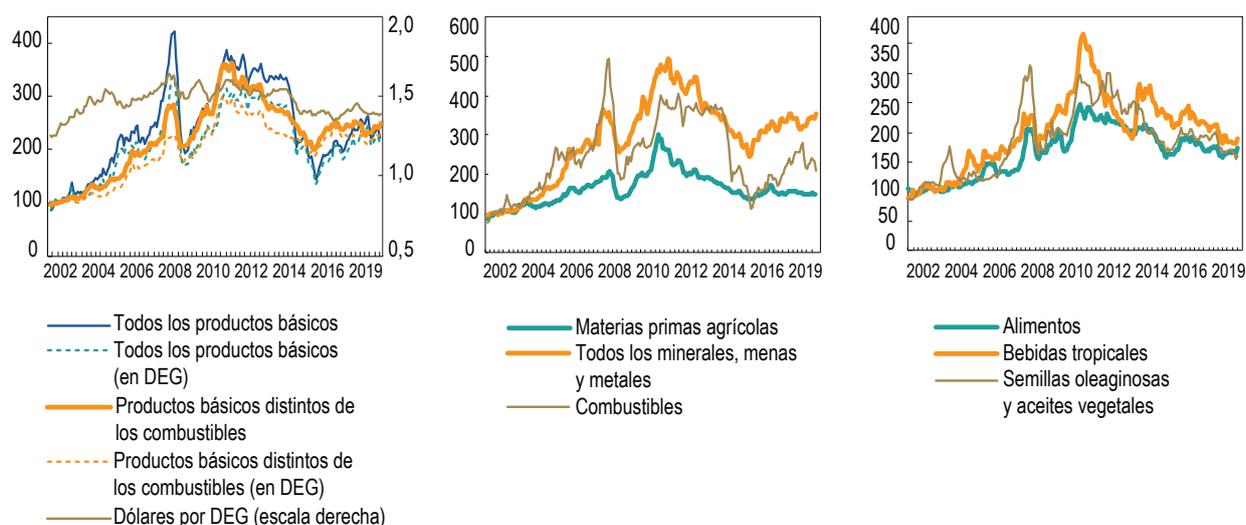
a Variación porcentual entre el promedio del período de enero a junio de 2019 y el promedio del período de enero a junio de 2018.

b Incluidos los combustibles y los metales preciosos. Para la agregación se utilizan las ponderaciones medias de 2014-2016.

c Excluidos los combustibles y los metales preciosos. DEG = derechos especiales de giro.

d Valor unitario de las exportaciones de productos manufacturados de los países desarrollados.

GRÁFICO 1.13 Índices mensuales de precios de productos básicos por grupos de productos entre enero de 2002 y junio de 2019
(Números índices, 2002 = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de datos de UNCTADstat. Para obtener más información sobre las fuentes de los datos, véase <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableView/summary.aspx?ReportId=140863>.

Nota: DEG = derechos especiales de giro.

Lo que cabe destacar de las primeras tendencias en 2019 es el descenso más generalizado de los precios de los productos básicos, en comparación con el año anterior, que afecta a los combustibles y a todos los grupos de productos básicos distintos de los combustibles. En el caso del petróleo, una serie de factores se ha conjugado para invertir las fuertes tendencias anteriores de los precios. En primer lugar, la Arabia Saudita declaró que aumentaría la producción para cubrir cualquier déficit de suministro de la República Islámica del Irán. En segundo lugar, el acuerdo de reducción de la producción entre los productores miembros de la OPEP y aquellos que no pertenecen a esta organización, en particular la Federación de Rusia, no se ha aplicado siguiendo el calendario original

y se ha prorrogado con el mismo nivel de recortes. Por último, la subida del precio del petróleo ha sido suficiente para impulsar una mayor producción de petróleo de esquisto en los Estados Unidos, dado que los avances tecnológicos lo han hecho viable a precios más bajos que antes. La influencia de estos factores y el miedo a la recesión habían invertido la subida del precio del crudo Brent observada en los primeros cuatro meses de 2019. A modo de ejemplo, el precio del crudo Brent cayó desde casi 75 dólares el barril a finales de abril de 2019 a 62 dólares el barril a mediados de junio, pese a la decisión de los Estados Unidos de poner fin a las exenciones en el cumplimiento de las sanciones estadounidenses a algunos países que importaban petróleo de la República Islámica del Irán.

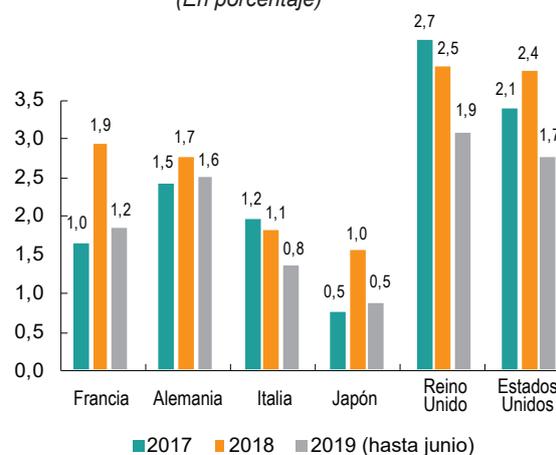
D. Tendencias regionales del crecimiento

1. Países desarrollados

El fuerte repunte de la economía de los Estados Unidos en 2018 y el primer trimestre de 2019 ha ocupado la primera plana de las noticias sobre el comportamiento del crecimiento en los países avanzados. Sin embargo, a los países desarrollados, como grupo, no les ha ido muy bien. Si bien es cierto que en 2017 y 2018 el crecimiento del PIB fue del 2,3 % y el 2,2 %, respectivamente, se prevé que esa cifra caiga al 1,6 % en 2019. Un examen del crecimiento en los principales países avanzados indica que, aunque los Estados Unidos han logrado mantener una cómoda tasa de crecimiento superior al 2 %, todos los demás países han experimentado una ralentización, y en algunos casos, como el de Italia una fuerte caída (cuadro 1.1). Además, se prevé también que los Estados Unidos registren una tasa de crecimiento considerablemente menor en 2019, en comparación con la de 2018. El Japón no solo ha perdido el impulso de crecimiento que parecía haber adquirido en 2017, sino que además le está costando lograr que la inflación alcance incluso el 1 % (gráfico 1.14). Las tasas de inflación generales de las economías desarrolladas son bajas, pero eso parece justificar los bajos tipos de interés y la contención del gasto público.

Si bien se culpa de la desaceleración a la incertidumbre que suscitan las tensiones comerciales y el aumento de los tipos de interés, también es cierto que existen otras causas subyacentes. La demanda de

GRÁFICO 1.14 Inflación nacional en un grupo de países seleccionados, promedio anual entre 2017 y 2019
(En porcentaje)

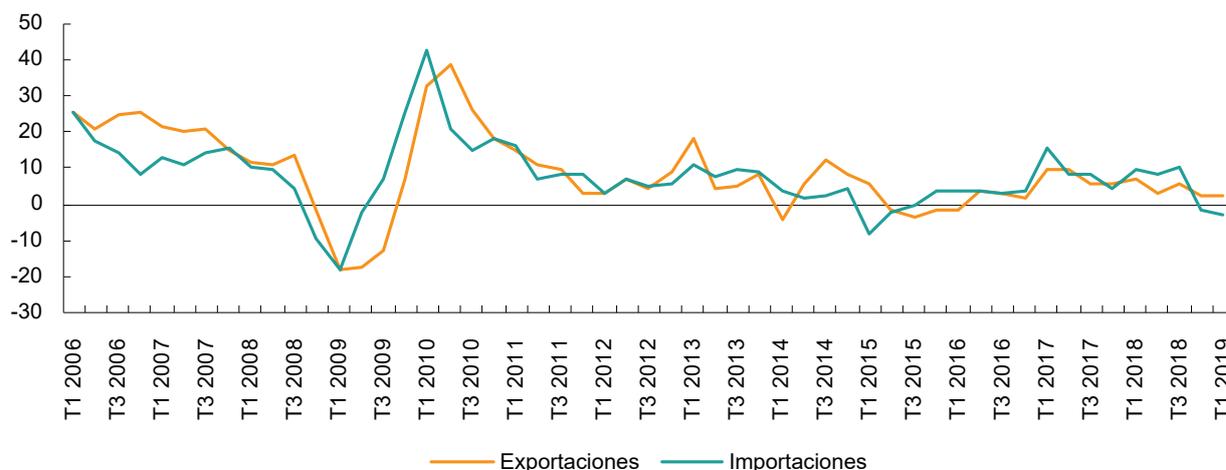


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de datos recogidos en la base Worldscope de Thomson Reuters y proporcionados por fuentes nacionales.

Nota: Las tasas de 2019 son estimaciones, promedios de las tasas mensuales del período correspondiente del año anterior, disponibles desde el inicio del año.

exportaciones de los países desarrollados por parte de los mercados emergentes está disminuyendo, especialmente en el caso de China, ya que la tasa de crecimiento interanual de las importaciones chinas de mercancías cayó desde un 9,5 % aproximadamente en los tres primeros trimestres de 2018 hasta el -1,9 % en el último trimestre de 2018 y el -3,1 % en

GRÁFICO 1.15 Volumen de exportaciones e importaciones de mercancías chinas en 2006-2019
(Porcentaje de crecimiento interanual)



Fuente: UNCTADstat.

el primer trimestre de 2019 (gráfico 1.15). Entretanto, la inversión en los mercados de la vivienda y el gasto de consumo, impulsados por el acceso al crédito barato, se está reduciendo a medida que prestamistas y prestatarios toman conciencia de los peligros que entraña una excesiva exposición deudora. Además, los gobiernos se han mostrado reacios a utilizar la palanca fiscal. La deuda pública general en relación con el PIB se ha mantenido constante en los países avanzados, cuando no ha disminuido, como en el caso del Canadá, Alemania y el Reino Unido.

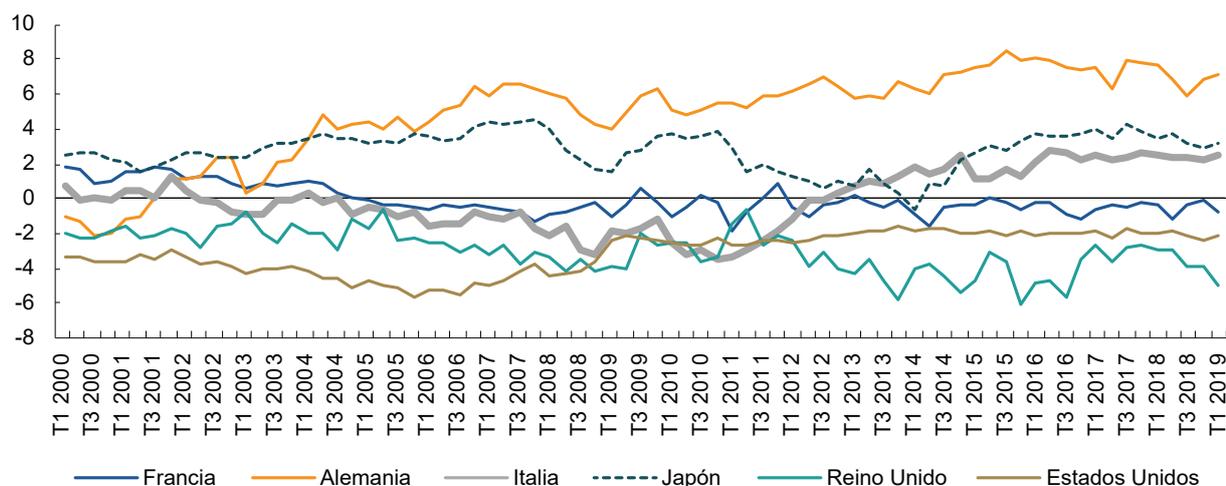
Curiosamente, en este caso los Estados Unidos han sido una excepción. Las importantes rebajas del impuesto de sociedades llevadas a cabo por el ejecutivo de los Estados Unidos, sumadas a la moderación en el aumento del gasto, han empujado al país a tomarla senda del crecimiento del déficit presupuestario, que se espera que supere el billón de dólares en 2020. Las previsiones de la Oficina Presupuestaria del Congreso sitúan el déficit promedio en el 4,4 % del PIB durante el período 2020-2029, que es muy superior al 2,9 % del PIB, que es la media de los últimos 50 años. Este nivel de déficit ha ayudado a que los Estados Unidos registrasen unas tasas de crecimiento cómodas y redujesen la tasa de desempleo, a pesar de la desaceleración del crecimiento y la demanda de la economía global. No obstante, tanto una curva de rendimientos invertida como la volatilidad de las cifras mensuales de creación de empleo y el débil crecimiento de los salarios sugieren

que la recuperación es frágil e incierta, y según las proyecciones se producirá una desaceleración del crecimiento, que lo situaría en 2019 en el 2,2 % frente al 2,9 % registrado en 2018.

Lo que resulta llamativo es que los Estados Unidos siguen registrando un déficit por cuenta corriente en su balanza de pagos, que, si bien se está reduciendo, es indicativo del negativo comportamiento de las exportaciones. Alemania e Italia, por otra parte, han registrado unos elevados o considerables superávits por cuenta corriente, mientras que Francia ha experimentado una notable disminución de su déficit por cuenta corriente (gráfico 1.16). Todos estos datos indican que el conservadurismo fiscal y la debilidad de la inversión en Europa, especialmente en Alemania, son en parte responsables de que el bajo crecimiento de la economía haya adquirido tintes de nueva carta de normalidad.

En todo el mundo, están ganando apoyo los argumentos a favor de políticas fiscales expansivas, dado que la política monetaria se ha apurado al máximo con un resultado insuficiente (OECD, 2019b; Blanchard and Tashiro, 2019; The Editorial Board, 2019). Sin embargo, los gobiernos y los bancos centrales de las economías avanzadas siguen favoreciendo la reducción de los tipos de interés y el regreso a la expansión cuantitativa. Esta política en poco favorecerá el crecimiento, pero es probable que fomente una mayor especulación financiera.

GRÁFICO 1.16 Balanza por cuenta corriente por trimestres en 2000-2019
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Serie normalizada de la base de datos Worldscope de Thomson Reuters, a partir de fuentes nacionales.
Nota: Serie desestacionalizada.

Aumentan las probabilidades de que puedan producirse episodios de crisis con efectos disruptivos, como un *brexit* sin acuerdo a finales de octubre de 2019. Si así fuese, el crecimiento en el Reino Unido podría registrar un valor muy negativo en el cuarto trimestre, lo que acarrearía que el crecimiento anual fuese muy inferior al 1 %, cuando el comercio con la Unión Europea se paralice, las empresas financieras de la City empiecen a estar en desventaja por la pérdida de los derechos de pasaporte para realizar transacciones comerciales en Europa y el marco regulador en el Reino Unido deje de considerarse “equivalente” al de los mercados europeos. Ello no haría sino aumentar el diferencial de crecimiento entre los Estados Unidos y el resto de las economías avanzadas.

2. Economías en transición

Dos factores tuvieron una influencia primordial en los resultados económicos de las economías en transición que forman parte de la Comunidad de Estados Independientes (CEI). En primer lugar, la integración económica con la Federación de Rusia y la dependencia de este país a través del comercio y los ingresos por remesas de fondos. En segundo lugar, la importancia de los productos básicos y el petróleo en la economía de determinados países, lo que hace que las tendencias del comercio de productos básicos y los movimientos de los precios sean un factor crucial en sus resultados.

La Federación de Rusia, que se benefició del nivel relativamente alto de los precios del petróleo durante gran parte de 2018, se vio afectada negativamente tanto por el descenso de los precios en el último trimestre de 2018 como por los recortes de producción que había aplicado en el marco de su acuerdo con el grupo de países de la OPEP y sus asociados (conocido como OPEP Plus). El precio del crudo Brent pasó de cotizar a 85 dólares el barril a principios de octubre de 2018 a unos 50 dólares a finales de diciembre de 2018. Sin embargo, posteriormente su precio subió hasta cotizar a casi 75 dólares el barril a finales de abril. Estas tendencias, en conjunción con los recortes de producción, tuvieron un efecto negativo en los resultados económicos de la Federación de Rusia en 2018. Para 2019 se prevé una atenuación considerable del crecimiento del PIB ruso, que aumentó del 1,6 % al 2,3 % entre 2017 y 2018 (el mejor resultado en seis años). Dado que la OPEP, la Federación de Rusia y los productores no pertenecientes a la OPEP han logrado fraguar un nuevo acuerdo para prorrogar los recortes de producción de seis a nueve meses, la producción está reduciéndose, aunque los precios pueden seguir experimentando altibajos.

La debilidad de los resultados económicos de la Federación de Rusia repercutirá en el crecimiento del resto de la Comunidad de Estados Independientes, de modo que se prevé que el grupo en su conjunto, que había registrado un incremento del crecimiento

del PIB (del 2,1 % al 2,7 % entre 2017 y 2018) ronde el 1,3 % en 2019. Sin embargo, los esfuerzos de integración regional con miras a aumentar el volumen del comercio intrarregional y las inversiones en infraestructuras, en parte con el apoyo de la Iniciativa de la Franja y la Ruta en China, están contribuyendo a apuntalar el crecimiento en algunos países de la región de Asia Central. Después de crecer un 4,1 % en 2017 y 2018, se prevé que Kazajstán crezca un 3,5 %, mientras que en la otra gran economía de la región, Uzbekistán, que representa cerca de la mitad de la población de Asia Central, se registró un aumento del crecimiento (del 4,5 % al 5,1 % entre 2017 y 2018), y las proyecciones contemplan un resultado similar en 2019. Se considera que las tensiones con la Federación de Rusia han afectado negativamente a las exportaciones de Ucrania y se espera que el crecimiento se ralentice en 2019.

Las economías en transición de Europa Sudoriental (Albania, Bosnia y Herzegovina, Macedonia del Norte, Montenegro y Serbia) parecen haber resistido la desaceleración mundial del crecimiento. Se prevé que el crecimiento del PIB en este grupo de países, que aumentó del 2,5 % al 3,9 % entre 2017 y 2018, se mantenga ligeramente por encima del 3 %. El aumento del gasto público, en particular en inversiones en infraestructuras con el apoyo de la Iniciativa de la Franja y la Ruta, y el buen comportamiento de las exportaciones netas y los ingresos por turismo en algunas economías explican los resultados relativamente positivos registrados en la región. Al estar integrados en las cadenas de valor europeas, estos países también han sido receptores de unos flujos de inversión extranjera relativamente constantes durante períodos sin incertidumbres políticas ni conflictos, lo que ha sido un factor coadyuvante de exportaciones.

Curiosamente, los honrosos resultados obtenidos en términos de crecimiento se registraron en un entorno en el que la inflación de los precios de consumo era relativamente baja (inferior al 3 % en unos pocos países y al 2 % en muchos). Sin embargo, hay indicios de vulnerabilidad en los Balcanes. En primer lugar, el déficit por cuenta corriente fue considerablemente elevado en Albania y Montenegro, factor que causa inquietud en el caso de Bosnia y Herzegovina y Serbia, y solo se mantuvo bajo control en Macedonia del Norte. En segundo lugar, el desempleo fue alto en casi todos los países, aunque se espera que la tasa de desempleo descienda en 2019 respecto a años anteriores. En un contexto de lenta creación de nuevos puestos de trabajo el desempleo juvenil es

extremadamente elevado. El problema radica en parte en que con esa pauta de crecimiento el empleo tiene una escasa capacidad de respuesta ante el crecimiento del PIB. Esta situación provoca además una disminución de la población activa o del número de personas que buscan trabajo activamente. Una tercera fuente de vulnerabilidad es el creciente endeudamiento de algunas de estas economías. Por último, los cambios demográficos y la migración hacia países de la Unión Europea están reduciendo aún más el potencial de crecimiento a medio plazo.

3. América Latina y el Caribe

Como región, América Latina y el Caribe han permanecido estancados los últimos cuatro años y se espera que a lo largo de 2019 persista ese comportamiento mediocre del crecimiento. La subregión que está lastrando a este grupo regional es América del Sur, que registra un crecimiento negativo y casi nulo en el lustro que finaliza en 2019. Dentro de América del Sur, el crecimiento ha sido especialmente bajo en la Argentina, el Brasil y la República Bolivariana de Venezuela, mientras que se prevé que en algunos países (como el Estado Plurinacional de Bolivia, Guyana y el Perú) aumente en un 3 % o más en 2019. También se prevé que América Central experimente en 2019 una desaceleración del crecimiento (impulsada por México y Nicaragua), mientras que se espera que el Caribe continúe creciendo a un ritmo moderado. Las dos economías de más rápido crecimiento en el conjunto de la región siguen siendo la República Dominicana y Panamá. Ambos países han registrado una tasa media de crecimiento de aproximadamente el 5 % en los últimos cuatro años y se prevé que su economía crezca un 5,2 % y un 4,5 %, respectivamente, en 2019.

La tendencia general a la atonía en los precios de los productos básicos templó el comportamiento de los sectores exportadores de la región. Dos excepciones notables a esta tendencia fueron la Argentina y el Brasil, donde las importantes subidas del valor de las exportaciones de mineral de hierro, en el caso del Brasil, y de soja, en el de la Argentina, han supuesto un impulso positivo en el primer semestre de 2019. En este último caso, los ingresos procedentes de esas exportaciones proporcionaron un respiro, aunque temporal, de la presión sobre el tipo de cambio. Se espera que algunos países se beneficien de la reciente tendencia alcista de los precios del petróleo, cuyo origen es político y que se ha visto reforzada por la

renovación del acuerdo de reducción de la producción entre los países del grupo OPEP Plus, que incluye a la Federación de Rusia.

Las tres grandes economías de la región se enfrentan a una difícil combinación de perturbaciones económicas e incertidumbre política. En la Argentina, la adopción de políticas fomentadas por el consenso de Washington, como la reducción de las ayudas públicas, la eliminación de los controles de precios, la liberalización de los mercados de divisas y la supresión de los controles de capital, contribuyeron a reducir el déficit primario en 2018, pero no han servido de mucho para evitar la depreciación del peso, para contener la inflación o para reactivar el crecimiento. Al contrario, para hacer frente a una fuerte caída del valor del peso y una espiral inflacionaria en 2018, el banco central se vio obligado a aplicar una subida abrupta de los tipos de interés y a vender las reservas internacionales. Posteriormente, en 2018 el Gobierno optó por contraer el mayor préstamo otorgado por el Fondo Monetario Internacional en su historia (57.100 millones de dólares), lo que acarrió un nuevo aumento de la enorme deuda de la Argentina y a una mayor austeridad presupuestaria. Sin embargo, tampoco ha servido de mucho. La Argentina tiene que hacer frente a una elevada inflación (que se ha duplicado, pasando del 25 % a principios de 2018 a más del 50 % anual), un crecimiento negativo del -2,5 % en 2018 y una previsión del -2,4 % para 2019, además de haber contraído una ingente deuda con prestamistas privados y con el Fondo Monetario Internacional. Entretanto, la promesa de un aumento de la inversión extranjera y las exportaciones no se ha materializado. El resultado de todo ello es que el desempleo supera el 9 % y alrededor de un tercio de la población vive en la pobreza.

La economía brasileña se contrajo un 0,2 % en el primer trimestre de 2019 en relación con el trimestre anterior. Este dato es relevante porque durante la recesión de 2015-2016 la economía brasileña se contrajo cerca del 7 % y en dos años de débil recuperación logró aumentar la producción en algo más del 2 %. La cifra del primer trimestre apunta a un crecimiento del 0,4 % del PIB en relación con el trimestre correspondiente del año anterior y se prevé que el crecimiento en 2019 sea del 0,6 %. Una razón interna y crucial de esta persistente debilidad que caracteriza a la economía brasileña es el bajo nivel de formación de capital público como consecuencia del conservadurismo fiscal, que se refleja en la nueva norma que establece un tope de gasto. La inversión

de la Federación (0,4 %) alcanzó en 2018 su nivel más bajo en diez años. Pese a ello, la reducción de los gastos de inversión del Estado en el primer trimestre de 2019 se estima en un 27 % inferior al nivel registrado en el trimestre correspondiente del año anterior. La decisión del banco central de mantener los tipos de interés en mínimos históricos, tras haber operado una reducción total de 775 puntos básicos entre octubre de 2016 y marzo de 2018, no ha servido para estimular la inversión privada.

La economía de México, que es la otra gran economía de América Latina, también se contrajo un 0,2 % en el primer trimestre. A lo largo de 2019, se prevé un crecimiento ligeramente superior al 0,4 %, porcentaje inferior al 2 %, aproximadamente, registrado en 2017 y 2018. Una causa importante de esta atonía es la incertidumbre generada por los cambios en la política comercial de los Estados Unidos, que, unida a la limitada inversión pública, ha frenado la inversión privada y el crecimiento.

4. África

Se prevé que el crecimiento del PIB en África se mantenga constante en 2019 en el 2,8 %, frente al 2,6 % y el 2,8 % registrados en 2017 y 2018, respectivamente. Sin embargo, dado el tamaño y la diversidad de cada uno de los países que integran el continente, los resultados variaron considerablemente, como cabía esperar. Algunas de las mayores economías del continente (Angola, Nigeria y Sudáfrica) siguen estancadas en un ciclo de crecimiento lento. En el caso de Nigeria, los déficits de infraestructura, la escasez de energía y la limitación de las condiciones de crédito siguen lastrando las perspectivas de crecimiento. Asimismo, la economía sudafricana, que se encuentra atrapada en un régimen de baja inversión, se ha visto afectada recientemente por perjudiciales cortes en el suministro eléctrico. Esta última circunstancia ha tenido un impacto particularmente negativo en el sector de la minería. Los malos resultados en cuanto a crecimiento en Angola se deben en gran medida a la disminución de la producción de petróleo del país, debida a una inversión insuficiente en el sector petrolero. Por otra parte, este continente también alberga varios países que registraron las tasas de crecimiento más altas de la economía mundial, y se prevé que Côte d'Ivoire, Etiopía y Rwanda crezcan a un ritmo superior al 7 % en 2019.

En el plano subregional, el primer puesto correspondió a África Oriental (con tasas de crecimiento del 5,5 % en 2018 y una previsión del 5,3 % en 2019), al tiempo que África Occidental (3,2 % y 3,4 %) obtuvo unos buenos resultados, al igual que África Septentrional (3,1 % y 3,0 %). El crecimiento en África Meridional fue lento (0,9 % y 0,5 %), siendo Botswana la única economía que escapó a esa tendencia (4,4 % y 4,3 %). Se espera que África Central, que había obtenido unos resultados deficientes en términos de crecimiento, al registrar una contracción del 0,5 % en 2017 y un crecimiento del 0,8 % en 2018, experimente una recuperación de hasta el 2,1 % en 2019. El efecto positivo del aumento del crecimiento registrado en muchas economías del continente quedó atenuado porque dos de sus mayores economías —Nigeria y Sudáfrica— han estado entre las de crecimiento más lento. En 2018, Sudáfrica registró su PIB per cápita más bajo desde 2012.

La inversión pública en proyectos de infraestructura, en particular en el sector de la energía, explica en gran medida el dinamismo de las economías de crecimiento más rápido. En África Oriental, el crecimiento, en general, fue sólido, a diferencia de otros países y cabe destacar el encomiable crecimiento registrado en Djibouti, Etiopía y la República Unida de Tanzania, así como en Rwanda. Un problema que se plantea en este sentido es que la mayor parte de las economías depende de las exportaciones de productos primarios, lo que las hace vulnerables a la volatilidad de los volúmenes y los precios de las exportaciones. La atonía en los precios de los productos básicos y la disminución de la producción de petróleo en Nigeria explican el hecho de que África Occidental se haya quedado rezagada con respecto a África Oriental, aun a pesar de haber obtenido mejores resultados que África Central y Meridional. Sin embargo, Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Ghana y el Senegal registraron tasas de crecimiento superiores al 6 % en 2018 y se espera que también crezcan a tasas medias muy superiores a las de 2019.

Los problemas internos fueron un factor importante que frenó a África Central, siendo los más afectados la República Centrafricana, el Chad y la República Democrática del Congo. Este factor, en combinación con la gran dependencia de la subregión de los sectores de la minería y el petróleo, que a menudo son un foco de conflictos por su control, ha hecho que muchos de estos países queden atrapados en un círculo vicioso de pobreza, desempleo y conflicto. La disminución de la producción de petróleo fue lo

suficientemente fuerte como para provocar una considerable contracción en Guinea Ecuatorial. En África Meridional, la mayor economía de la subregión, Sudáfrica, registró unos resultados deficientes, lo que, a su vez, también afectó a la actividad económica de los países vecinos. Con la excepción de Botswana —el único país que ha resistido la tendencia de bajo crecimiento en África Meridional— se espera que el resto de los países de la subregión registren unas tasas de crecimiento de entre el 1,0 % y el 1,5 % en 2019.

Como ya se ha mencionado, la tendencia a la atonía en los precios de los productos básicos fue un factor adicional que influyó negativamente en las perspectivas del continente, ya que la inmensa mayoría de los países de esta región son exportadores netos de productos básicos. Si bien el precio del petróleo se recuperó en cierta medida en el primer semestre de 2019 en relación con el último trimestre de 2018, sigue estando muy por debajo de los niveles del primer semestre de 2018. Esta circunstancia ha afectado negativamente a los saldos exteriores de los países exportadores de petróleo de la región (Angola, Gabón, Guinea Ecuatorial, Nigeria y República Democrática del Congo). El aumento de los déficits externos, sumado a la facilidad en el fácil acceso al crédito, provocó un crecimiento anual de la deuda externa del 9,5 %⁴ en el período 2009-2018. El ratio deuda pública/PIB de África se estimó en un 33,6 % en 2018, lo que representa un ratio servicio de la deuda/PIB del 3 %, porcentajes mucho más elevados a los respectivos niveles (25,7 % y 1,6 %) registrados en 2009. Una notable excepción a esta tendencia generalizada en las exportaciones de productos básicos es Sudáfrica, donde las exportaciones de mineral de hierro (uno de los pocos productos básicos que registró un aumento significativo de su precio en 2019) propiciaron una considerable mejora de los resultados del sector exportador del país.

5. Asia

El crecimiento estimado en los países en desarrollo de Asia, que ha venido ralentizándose desde 2016, fue del 5,3 % en 2018 y se prevé que caiga al 4,5 % en 2019. La desaceleración del crecimiento ha sido considerable en Asia Oriental, Meridional y Sudoriental, y notable en Asia Occidental, donde el crecimiento ya era lento. La desaceleración habría sido mayor en el conjunto de la región si la India no hubiese registrado una aceleración del crecimiento entre 2017 y 2018, al pasar del 6,9 % al 7,4 %. Sin

embargo, se prevé que la desaceleración observada en la tasa de crecimiento de la economía china a partir de 2017 se intensifique en 2019 debido a las tensiones comerciales y tecnológicas. Esto, sumado a la desaceleración prevista para 2019 en la tasa de crecimiento de la India, donde el efecto combinado de una recaudación del nuevo impuesto sobre bienes y servicios inferior a la prevista en sus objetivos y los esfuerzos de consolidación fiscal para limitar el gasto público comportará una ralentización aún mayor del crecimiento en la región de Asia en su conjunto.

La ralentización del crecimiento del comercio de China tiene repercusiones muy importantes en otras economías de Asia Oriental y Sudoriental, ya que es probable que se vean afectadas las cadenas de valor integradas que están repartidas por estas economías y vinculadas a China. Además, hay factores específicos que contribuyeron a limitar el crecimiento, como los desastres naturales en el Japón y el endeudamiento de los hogares en la República de Corea. El crecimiento en el Japón se frenó, al pasar del 1,9 % en 2017 al 0,8 % en 2018, y se espera que se mantenga en torno a ese nivel en 2019. En el caso de la República de Corea, la tasa de crecimiento se redujo del 3,1 % en 2017 al 2,7 % en 2018, y se prevé que siga disminuyendo hasta el 1,9 % en 2019. Sin embargo, algunos países de Asia Sudoriental, como Indonesia y Viet Nam, han registrado invariablemente unos buenos resultados en los últimos años, a pesar de la atonía de sus mercados de exportación.

Entretanto, las medidas comerciales y financieras de los Estados Unidos contra la República Islámica del Irán han reducido los ingresos derivados del petróleo, han generado escasez e inflación y han limitado la utilización y la expansión de la capacidad productiva. En otros lugares, los esfuerzos de la OPEP por limitar la producción a fin de evitar una nueva caída de los precios del petróleo contribuyeron a reforzar los ingresos y aumentar el crecimiento en los países miembros del Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo (CCG): la Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar. La volatilidad de los flujos de capital y la incertidumbre en cuanto a la postura que adoptará el ejecutivo de Turquía en sus políticas provocaron una depreciación importante de la lira, lo que obligó al Gobierno a subir los tipos de interés hasta niveles extremadamente altos, lo que tuvo unos efectos negativos en el crecimiento. En algunas economías de Asia Meridional, como Bangladesh, el crecimiento fue bastante sólido. Pakistán, sin embargo, se encuentra sumido en una crisis: la tasa de crecimiento se ha reducido casi a la mitad, la balanza de pagos se halla muy maltrecha, la rupia se ha depreciado considerablemente y la deuda externa es alta y no para de aumentar. Aunque el apoyo de la Arabia Saudita y China, así como un importante préstamo del Fondo Monetario Internacional, han servido para enfrentar el problema inmediato, la crisis aún no se ha resuelto. ■

Notas

- 1 Cabe señalar que esas operaciones también fueron muy frecuentes en la etapa previa a la crisis de 2008, y que ese período de expansión que fue el del decenio de 2000 se caracterizó por la disminución de la inversión neta como consecuencia del aumento de los préstamos contraídos por las empresas para invertir en activos físicos y financieros y para realizar operaciones de recompra de acciones.
- 2 Las condiciones financieras, así como el reciente rigor en lo que se refiere al crédito al comercio exterior, también podrían sumarse a las condiciones de escasez de demanda entre los efectos que repercuten en el comercio, por cuanto afectan a las cadenas de valor globales. Hay quien sostiene (Shin, 2019: 6) que “una desmesurada red de cadenas de valor globales como la que se extendía por todo el mundo en 2006 y 2007 probablemente solo fue sostenible porque las condiciones financieras que imperaban en aquel momento eran extraordinariamente laxas”.
- 3 Según las estimaciones, las pérdidas que sufrirán los consumidores y las empresas de los Estados Unidos como consecuencia del aumento de los precios de las importaciones se sitúan entre los 36.000 millones y los 68.800 millones de dólares anuales, y se calcula que las pérdidas en términos de ingreso agregado para los Estados Unidos, después de tener en cuenta que las ganancias obtenidas en forma de ingresos por los productores y el Estado, que aumentaron en un año de 7.800 millones a 16.800 millones de dólares (Fajgelbaum *et al.*, 2019; Amity *et al.*, 2019). Estas pérdidas contrastan, por ejemplo, con las pérdidas que ocasionó el huracán Katrina en los Estados Unidos, que se estiman entre 125.000 millones y 250.000 millones de dólares.
- 4 Cálculos de la secretaria de la UNCTAD a partir de datos del Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y fuentes nacionales.

Referencias

- Amiti M, Redding SJ and Weinstein D (2019). The impact of the 2018 trade war on U.S. prices and welfare. Working Paper No. 25672. National Bureau of Economic Research.
- Bank of England (2019). Prospects for inflation: Section 5 of the inflation report – May 2019. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/inflation-report/2019/may-2019/prospects-for-inflation> (accessed 24 July 2019).
- Blanchard O and Tashiro T (2019). Fiscal policy options for Japan. Policy Brief 19-7. Peterson Institute for International Economics. Available at <https://www.piie.com/system/files/documents/pb19-7.pdf> (accessed 24 July 2019).
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2019a). Federal Reserve issues FOMC statement. 20 March. Available at <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190320a.htm> (accessed 24 July 2019).
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2019b). *Financial Stability Report*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C. Available at <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-201905.pdf> (accessed 24 July 2019).
- Caceres C, Cerdeiro DA and Mano RD (2019). Trade wars and trade deals: Estimated effects using a multi-sector model. Working Paper No. 19/143. International Monetary Fund.
- CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) (2019). World trade monitor. July. Available at <https://www.cpb.nl/en/worldtrademonitor> (accessed 24 July 2019).
- Diedrich H (2016). *Ethereum: Blockchains, Digital Assets, Smart Contracts, Decentralized Autonomous Organisations*. CreateSpace Independent Publishing Platform and Wildfire Publishing. n.p.
- ECLAC (2019). *Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2019: The New Global Financial Context - Effects and Transmission Mechanisms in the Region*. Economic Commission for Latin America and the Caribbean. Santiago. Available at: <https://www.cepal.org/en/publications/44675-economic-survey-latin-america-and-caribbean-2019-new-global-financial-context>.
- Eurostat (2019). Euroindicators 76/2019. 30 April. Available at <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/9752703/2-30042019-AP-EN.pdf/df263061-9e85-44fc-8d90-edb3d2860a83> (accessed 24 July 2019).
- Evans J (2019). Real estate: Post-crisis boom draws to a close. *Financial Times*. 18 June. Available at <https://www.ft.com/content/64c381c8-8798-11e9-a028-86cea8523dc2> (accessed 24 July 2019).
- Fajgelbaum PD, Goldberg PK, Kennedy PJ and Khandelwal AK (2019). The return to protectionism. Working Paper No. 25638. National Bureau of Economic Research.
- Financial Times* (2019). The US must avoid igniting a currency war. 8 July. Available at <https://www.ft.com/content/c1fe6abc-9e5c-11e9-9c06-a4640c9feebb> (accessed 29 July 2019).
- Foroohar R (2019). Facebook's libra and the scourge of hot money. *Financial Times*. 28 July. Available at <https://www.ft.com/content/ddeb3418-af81-11e9-8030-530adfa879c2> (accessed 29 July 2019).
- Häring N (2018). *Schönes neues Geld. Paypal, WeChat, Amazon Go: Uns droht eine totalitäre Weltwährung*. Campus. Frankfurt am Main. English synopsis available at <http://norberthaering.de/en/27-german/news/1011-engl-translation-of-schoene-neues-geld-part-2-and-end> (accessed 29 July 2019).
- Hayek FA (1976) *Denationalisation of Money*. Institute of Economic Affairs. London. Available at <https://iea.org.uk/publications/research/denationalisation-of-money> (accessed 29 July 2019).
- IIF (Institute of International Finance) (2019). Capital flows and debt. Available at <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt> (accessed 29 July 2019).
- ILO (2018). *Global Wage Report 2018/19: What Lies Behind Gender Pay Gaps*. International Labour Organization. Geneva.
- IMF (2019). *EM Capital Flows Monitor*. July 3. International Monetary Fund. Washington D.C.
- IPPR (Institute for Public Policy Research) (2018). *Prosperity and justice: A Plan for the New Economy*. The final report of the IPPR Commission on Economic Justice. Polity Press. Cambridge. Available at https://www.ippr.org/files/2018-08/1535639099_prosperity-and-justice-ippr-2018.pdf.
- National Statistics Office (2019). Press note on provisional estimates of annual national income, 2018–19 and quarterly estimates of gross domestic product for the fourth quarter (Q4) of 2018–19. Government of India. Available at http://mospi.nic.in/sites/default/files/press_release/Press%20Note%20PE%202018-19-31.5.2019-Final.pdf (accessed 24 July 2019).
- OECD (2018). *OECD Employment Outlook 2018*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris.
- OECD (2019a). GDP growth in G20 area picks up slightly in the first quarter of 2019. 12 June. Available at <https://www.oecd.org/sdd/na/g20-gdp-growth-Q1-2019.pdf> (accessed 24 July 2019).
- OECD (2019b). *OECD Economic Outlook May 2019*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris.
- Pistor K (2019). Facebook's Libra must be stopped. *Project Syndicate*. 20 June. Available at <https://>

- www.project-syndicate.org/commentary/facebook-libra-must-be-stopped-by-katharina-pistor-2019-06 (accessed 29 July 2019).
- Richter W (2018) Collapse of cryptocurrencies in Q1 – even the biggest crashed 67% to 88%. *Naked Capitalism*. 2 April. Available at <https://www.naked-capitalism.com/2018/04/wolf-richter-collapse-cryptocurrencies-q1-even-biggest-crashed-67-88.html> (accessed 29 July 2019).
- Shin HS (2019). What is behind the recent slowdown? Presentation at the “Public Finance Dialogue” workshop arranged by German Federal Ministry of Finance and Centre for European Economic Research (ZEW). 14 May. Available at <https://www.bis.org/speeches/sp190514.pdf> (accessed 24 July 2019).
- Sobel M (2019). US aggression on the dollar will prove costly. *Financial Times*. 3 July. Available at <https://ftalphaville.ft.com/2019/07/03/1562149846000/US-aggression-on-the-dollar-will-prove-costly/> (accessed 29 July 2019).
- Tett G (2017). Self-driving finance could turn into a runaway train. *Financial Times*. 7 December. Available at <https://www.ft.com/content/e39d2fb4-db44-11e7-a039-c64b1c09b482> (accessed 29 July 2019).
- The Editorial Board (2019). The eurozone needs a dose of fiscal stimulus. *Financial Times*. 27 March. Available at <https://www.ft.com/content/2988fec0-4f22-11e9-b401-8d9ef1626294> (accessed 24 July 2019).
- UNCTAD (forthcoming). *Review of Maritime Transport 2019*. United Nations publication. Geneva.
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- UNWTO (United Nations World Tourism Organization) (2019). *World Tourism Barometer Statistical Annex*. Volume 17. Issues 2. May. Madrid. Available at [https:// http://cf.cdn.unwto.org/sites/all/files/pdf/unwto_barom19_02_may_excerpt.pdf](https://http://cf.cdn.unwto.org/sites/all/files/pdf/unwto_barom19_02_may_excerpt.pdf) (accessed 24 July 2019). VER CON VICTOR ESTA WEB
- USTR (2018a) Findings of the investigation into China’s acts, policies, and practices related to technology transfer, intellectual property, and innovation under section 301 of the Trade Act of 1974. Office of the United States Trade Representative (USTR). Washington D.C.
- USTR (2018b) Update concerning China’s acts, policies, and practices related to technology transfer, intellectual property, and innovation. Office of the United States Trade Representative (USTR). Washington D.C.
- WTO (World Trade Organization) (2019). World Trade Outlook Indicator: Trade weakness to extend into second quarter, WTO indicator suggests. 20 May. Available at https://www.wto.org/english/news_e/news19_e/wtoi_20may19_e.htm (accessed 24 July 2019).
- Yao K (2019). China second-quarter GDP growth slows to 27-year low as trade war bites, more stimulus seen. *Reuters Business News*. 15 July. Available at <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-gdp/china-second-quarter-gdp-growth-slows-to-27-year-low-as-trade-war-bites-more-stimulus-seen-idUSKCN1U90P5> (accessed 24 July 2019).



A. Introducción

La crisis financiera global dejó cicatrices profundas y duraderas en las sociedades que tocó. Esas cicatrices se han hecho más profundas todavía por una década de austeridad, lento crecimiento de la productividad, estancamiento de los salarios reales, subida de los niveles de endeudamiento de los hogares y las empresas y creciente desigualdad. Ha aumentado la disparidad en cuanto a la riqueza y los ingresos, y las comunidades locales se están fragmentando bajo el peso de las fuerzas dinámicas y destructivas de la hiperglobalización. Miles de personas mueren “de desesperación” cada año (*The Economist*, 2019), y la confianza en las instituciones políticas se ha evaporado. En la mayoría de los países en desarrollo se ha registrado una desaceleración del crecimiento, aunque la intensidad varía considerablemente de una región a otra. Las dificultades para crear empleo de calidad se han intensificado, ya que la urbanización rápida, la desindustrialización prematura y el estancamiento rural ensanchan la brecha entre ricos y pobres.

En todo el mundo, la ansiedad que suscita la perspectiva de un derrumbe económico se agrava ante la amenaza inminente de colapso ambiental. El IPCC (2018) presenta un panorama más sombrío y considera que al mundo solo le quedan diez años para esquivar el desastre climático; pero solo es una voz más que se suma al grupo cada vez más nutrido de quienes reconocen que existe una crisis ecológica más amplia y profunda. Miles de especies se extinguen cada año, los suelos se están degradando, los océanos se acidifican y regiones enteras se desertifican.

En un intento de alcanzar un futuro inclusivo y sostenible para las personas y el planeta, la comunidad internacional ha convenido una serie de objetivos.

Pero teniendo en cuenta que queda poco más de un decenio para cumplir la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, esas iniciativas se han quedado muy cortas con respecto a las ambiciones de sus defensores. Hoy en día, existe un acuerdo generalizado de que solo queda una opción: un programa de inversión coordinado a una escala sin precedentes en todo el procomún global. Las cifras son desalentadoras: los costos estimados se han disparado de miles de millones a billones, según el Banco Mundial (2015), a lo que hay que añadir otros 3 billones anuales solo para los países en desarrollo, según estimaciones de la UNCTAD.

Movilizar una inversión de esta magnitud será difícil para muchos responsables de formular políticas nacionales. Sin duda lo será para la mayoría de los países en desarrollo, donde el ansia por el desarrollo se ha visto frenada durante mucho tiempo por las permanentes limitaciones de recursos. Sin embargo, en los últimos años la atonía de la inversión, sobre todo en el sector público, también ha preocupado a los encargados de formular políticas en las economías avanzadas, y muchos han reconocido graves carencias en su dotación de infraestructuras (McKinsey Global Institute, 2017). Además, las presiones macroeconómicas y financieras que probablemente acompañen a cualquier gran impulso inversor requieren una coordinación de políticas que no se limite solo a que cada país ponga orden en su propia casa y contemple una revitalización de la asistencia y la cooperación internacionales.

Hace diez años, en la reunión del G20 que se celebró en Londres, las principales economías del mundo se unieron para contener el pánico financiero mundial que había desatado el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos y para

establecer una senda de crecimiento más estable en el futuro. Con el discurso de un nuevo comienzo —“un nuevo orden internacional” según el Presidente Sarkozy, “un nuevo Bretton Woods” en palabras del Primer Ministro Brown— se reconocía que el sistema multilateral existente no había sido capaz de proporcionar los recursos ni la coordinación que hacían falta para sostener unos mercados estables y un clima de inversión saludable.

Diez años más tarde, ese proyecto se ha estancado, y quienes asumieron la tarea de hacer realidad los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) se preguntan si el sistema multilateral es el mecanismo idóneo para conseguirlo. A estas preocupaciones hay que añadir el vertiginoso aumento de los niveles de deuda, cuya magnitud es similar a la observada antes de la crisis financiera (véase el capítulo IV). Si se da crédito a las advertencias habituales de los analistas financieros y las reuniones internacionales, la adición mundial a la deuda se ha vuelto insostenible.

El creciente endeudamiento plantea una dificultad a quienes intentan culminar la Agenda 2030. Se está formando un consenso en torno a la idea de que, en vista de las dificultades que afrontan las cuentas públicas, ha de ser el sector privado quien aporte los recursos necesarios. Ahora los paladines de los ODS se esfuerzan por encontrar maneras de convencer a las grandes empresas y los particulares de grandes fortunas, invocando al “ángel” que todos llevamos dentro para apelar a su sentido de la responsabilidad social, o bien a la protección de sus propios intereses económicos con el uso de la inversión de impacto, para que proporcionen los recursos financieros necesarios para alcanzar estos objetivos.

Al mismo tiempo, la envergadura de las dificultades económicas, sociales y medioambientales exige que no nos limitemos a utilizar los recursos existentes, sino que hay que movilizar otros nuevos. Esto significa aceptar el llamamiento a reformar el sistema multilateral y a encontrar nuevas formas de financiar

los bienes públicos tanto a nivel nacional como mundial. La solución preferida es, una vez más, recurrir al sector privado para que proporcione esos recursos, a menudo creando productos financieros innovadores que puedan reducir los riesgos que entrañan los grandes proyectos de inversión. La inclinación hacia la financiación privada se ha mantenido sin ser cuestionada, ni siquiera cuando esos planes han fracasado sistemáticamente a la hora de lograr los resultados deseados para la economía productiva, tanto en el sector privado como en el público.

En el presente *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo* se examinan algunas propuestas de la agenda para la financiación privada. Se señala que la preferencia por la financiación privada apenas tiene fundamento empírico y no presta la suficiente atención a los peligros que entraña un mundo dominado por la creación de crédito privado y los flujos de capital no regulados. Por lo tanto, con ese planteamiento se corre el grave riesgo de, en palabras de Ángel Gurría, Secretario General de la OCDE, querer “cambiar las cosas en la superficie para que, en la práctica, no cambie nada” (cita en Giridharadas, 2018: 9). Siguiendo este enfoque no solo no se generarán los recursos necesarios para impulsar la inversión lo suficiente como para cumplir con la Agenda 2030, sino que, con toda probabilidad, se acentuarán aún más las desigualdades y los desequilibrios que la Agenda pretende erradicar.

En cambio, en el *Informe* se apunta a que, para poder financiar la Agenda 2030, es necesario reconstruir el multilateralismo en torno a la idea de un *new deal* verde global y, por extensión, forjar un futuro financiero colectivo muy distinto del pasado reciente. El primer paso que hay que dar para construir ese futuro es estudiar seriamente varias opciones de financiación pública, dentro de un proceso más amplio de reparación del contrato social en el que deberían basarse los resultados inclusivos y sostenibles, y que pueda dar lugar a un enfoque de la financiación privada que sea más productivo desde el punto de vista social.

B. Imprimir más revoluciones al motor de la financiación privada

La cuestión de cómo conseguir que el sistema financiero mundial funcione para todos se trata en el informe del Grupo de Personas Eminentes del G20 sobre la Gobernanza Financiera Global (EPG-GFG),

que se publicó en octubre de 2018. En ese informe se hace una afirmación contundente: en vista de las dificultades apremiantes y superpuestas que se señalan en la Agenda 2030, es hora de reformar de verdad la

arquitectura financiera mundial. Además, se reconoce que la estructura anacrónica del sistema internacional —basada en el dominio del multilateralismo dirigido por los países occidentales y los Estados Unidos— podría poner en peligro las iniciativas destinadas a afrontar esas dificultades.

Como destaca este informe, promover “políticas que se refuercen mutuamente entre países y reducir al mínimo los efectos negativos” entraña muchas dificultades. Los encargados de formular políticas deben hacer todo lo posible por que las políticas nacionales e internacionales “orientadas al crecimiento y la estabilidad financiera” se refuercen mutuamente, en lugar de ahondar la división, el conflicto y el estancamiento económico. Para ello hace falta “un marco que mitigue esos efectos secundarios y sus consecuencias en la medida de lo posible”, entre otras cosas para no contribuir a la reducción del “espacio de políticas” nacional (EPG-GFG, 2018: 12).

En vista de estas dificultades, en el informe se aboga por rechazar todo llamamiento a volver al “viejo multilateralismo”, y por crear, en su lugar, un “orden internacional cooperativo” acorde con el mundo multipolar actual. Corresponderá a ese nuevo multilateralismo la tarea de instaurar un clima de inversión resiliente y saludable que permita desbloquear el capital privado necesario para financiar los grandes desafíos del siglo XXI (EPG-GFG, 2018: 4).

Para ello, en el informe se propone una estrategia de tres frentes que, al parecer, constituye un nuevo modelo para la financiación del desarrollo. En primer lugar, se han de fomentar las capacidades nacionales profundizando los mercados de capitales nacionales, mejorando la administración tributaria, promoviendo “normas de desarrollo” en materia de sostenibilidad de la deuda, adoptando unas políticas de precios coherentes y, en general, creando un clima de inversión nacional de bajo riesgo mediante una gobernanza económica transparente y “plataformas de país” robustas. En segundo lugar, se debe eliminar el riesgo de la inversión privada y potenciar al máximo la contribución de los asociados para el desarrollo mediante la unión de las “plataformas” regionales y mundiales para impulsar la inversión, principalmente mediante la creación de nuevas clases de activos de gran escala, como “activos de infraestructura” que se puedan “titulizar” agrupando préstamos de alto y bajo riesgo en productos financieros nuevos y “más seguros”. En tercer lugar, hay que reforzar la resiliencia financiera mundial mejorando la vigilancia de los

riesgos mundiales y de la gestión de las políticas que tienen muchos efectos de derrame y preparando una red de seguridad financiera mundial más resistente, que incluya un servicio de provisión de liquidez mundial. En el informe se plantean 22 propuestas para promover esta estrategia¹.

Paradójicamente, las propuestas son a la vez bastante radicales y extrañamente familiares. El elemento familiar proviene, en parte, del hecho de que gran parte del modelo (especialmente el énfasis en los flujos financieros privados) sigue el mismo rumbo que llevan las instituciones financieras internacionales (IFI) desde hace algún tiempo y que el G20 lleva promoviendo activamente desde 2014². La radicalidad del análisis reside en el énfasis que pone el informe en eliminar el riesgo de la inversión privada (“*de-risking*”), un término que no solo se aplica a los activos de infraestructura titulizados, sino también, en general, a la creación de un clima de inversión seguro y de bajo riesgo para los inversionistas privados.

Se sugiere que el hecho de centrarse en la reducción del riesgo dará a las IFI más margen para adoptar una serie de instrumentos de mitigación que hagan más atractiva para las finanzas privadas la inversión en bienes públicos y en el procomún global, por ejemplo, garantías públicas, programas de seguros e inversiones conjuntas. No obstante, aun cuando esta incidencia en la reducción del riesgo hace recomendable que las IFI adopten un nuevo enfoque, se basa en los mismos argumentos sobre la función que desempeñan los mercados financieros en el fomento de la competencia y la innovación que cobraron importancia en la década de 1990, argumentos que sustentaron una nueva generación de instrumentos de gestión del riesgo. Se suponía que con esos instrumentos los inversionistas podrían gestionar riesgos complejos con modalidades que permitiesen impulsar los intercambios comerciales y los flujos de cartera, así como promover la formación real de capital, lo que elevaría el nivel de vida en todo el mundo (Shiller, 2012)³.

En el informe del G20 se afirma que la sensación de urgencia que existe ahora acerca del cumplimiento de los ODS podría aportar el impulso necesario para ampliar estas innovaciones en el marco de un programa más amplio para crear mercados de capitales que sean líquidos, abiertos y atractivos para los inversionistas globales del mundo en desarrollo. Esta transformación más amplia abarca (entre otras cosas) convertir la infraestructura en una clase de activos;

crear activos líquidos (es decir, flujos de ingresos) a partir de activos que ahora carecen de liquidez; promover la “banca en la sombra” para crear oportunidades de invertir en infraestructura económica y social; proseguir con la privatización de los servicios públicos (normalizando la idea de que los inversionistas privados pueden suministrar mejor los bienes y servicios públicos, como la educación, el agua y la atención sanitaria); sustituir la ayuda en casos de desastre por instrumentos financieros privados, y

hacer extensiva la opción del “microcrédito” a los hogares más pobres⁴.

Adoptar este enfoque para reconfigurar el sistema financiero multilateral plantea una pregunta obvia: ¿por qué este modelo, después de haber fracasado estrepitosamente en 2007-2008, debería ser la forma preferida de hacer realidad los anhelos de la Agenda 2030? Para responderla hay que dar un repaso a la historia reciente.

C. La financierización marca la diferencia

1. De sirviente a amo

Cuando hace 75 años más de 700 encargados de formular políticas de distintos países se reunieron en Bretton Woods, tenían claro su cometido: poner las finanzas al servicio del capitalismo. Los delegados se propusieron construir un capitalismo más regulado y orientado a lograr el pleno empleo, aumentar los ingresos y apoyar los principios democráticos. La mayoría de los participantes había sido testigo de la destrucción de la economía en los decenios anteriores como consecuencia de la volatilidad de los flujos de capital especulativo y amplificada por unas políticas monetarias procíclicas y por la austeridad fiscal. Había un amplio consenso con respecto a la necesidad de frenar esos flujos de dinero especulativo mediante la supervisión y la regulación financieras tanto en el plano nacional como en el internacional, como requisito previo para conseguir la estabilidad económica, un clima de inversión saludable, la apertura de los mercados y la eficacia de la formulación de políticas nacionales⁵.

Si bien el propósito de la conferencia estaba claro, las negociaciones no fueron nada sencillas, y hubo mucha tensión entre unos Estados Unidos que cobraban protagonismo y un Reino Unido que lo perdía⁶. No obstante, el sistema multilateral que surgió de las negociaciones permitió a los países regular los mercados internacionales y aplicar estrategias que favorecían una prosperidad y un desarrollo más equitativos. Ese sistema había surgido porque los líderes que lo negociaron —que habían sido elegidos tras la Segunda Guerra Mundial— creían en un capitalismo regulado y en el pleno empleo. Dado que habían vivido tanto la Gran Depresión como la derrota del fascismo, querían construir una economía mundial

impulsada por los valores y basada en las normas, dotada de los controles necesarios, una economía que, en palabras del primer Ministro de Hacienda de la posguerra del Reino Unido, favoreciera “al productor activo en detrimento del rentista pasivo”.

El sistema distaba mucho de ser perfecto: la brecha tecnológica entre Norte y Sur seguía existiendo y la desigualdad en las relaciones laborales impedía la diversificación en muchos países en desarrollo; el despilfarro del gasto militar en un contexto de tensa división Oriente-Occidente alimentó guerras subsidiarias y paralizó las perspectivas económicas en muchas de las regiones más pobres, la discriminación racial y de género perduró y se emprendió un crecimiento intenso en emisiones de carbono sin tener en cuenta el coste medioambiental. Sin embargo, los principios básicos de ese sistema proporcionaron un modelo general para un tipo de prosperidad más equilibrado en un mundo globalmente interdependiente (UNCTAD, 2014; Gallagher y Kozul-Wright, 2019).

Ese sistema dejó de funcionar a principios de la década de 1970, cuando la economía estadounidense tuvo dificultades para gestionar su doble déficit y los bancos y las grandes empresas mundiales encontraron maneras de eludir los controles que habían mantenido en pie el contrato social a nivel nacional y el pacto monetario a nivel internacional. Lo primero que cedió fue el sistema de tipos de cambio fijos. La desaceleración de la economía mundial, las conmociones económicas recurrentes y las limitaciones cada vez mayores de la formulación de políticas nacionales propiciaron que las ideologías y las filiaciones políticas se alteraran rápidamente. Durante este período

de transición cobró importancia la ideología del neoliberalismo. Los neoliberales sostenían que la función del Estado consistía en facilitar el funcionamiento de la libre empresa y dejar que los mercados libres se reajustaran tras una crisis hasta alcanzar el equilibrio. Se aplicó una política monetaria restrictiva, se adoptó la austeridad fiscal y se desregularon los mercados de trabajo (Glyn, 2006).

Durante los decenios siguientes, se engatusó a los políticos, los responsables de las políticas y el público, y se los persuadió de que lo que era bueno para las finanzas y las grandes empresas internacionales, libres de ataduras, era bueno para todos los demás⁷. Inevitablemente, dado su peso económico y la posición dominante del dólar en los mercados internacionales, los Estados Unidos fueron los pioneros. Se eliminaron las normas de la época de la depresión que separaban la banca comercial de la banca de inversión, así como las normas que regulaban nuevos productos financieros como las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio; se permitió a los bancos de inversión aumentar considerablemente su apalancamiento; se debilitó la supervisión reguladora sobre los mercados financieros; la política pública pasó a centrarse exclusivamente en controlar la inflación, y la libre circulación de los capitales internacionales se convirtió en el mantra ideológico dominante. Se aplicaron políticas similares en todo el mundo desarrollado, aunque de distinta intensidad y con distintos calendarios (Kay, 2015)⁸.

Los cambios que se estaban produciendo en el plano internacional contribuyeron a la situación. Los Acuerdos de Basilea hicieron posible que los bancos midieran su propia exposición al riesgo, y los reguladores apenas intentaron la necesaria actualización de la regulación ante el intenso ritmo que imponía la innovación financiera. Por encima de todo, se preservó la función del dólar como piedra angular en un mundo de tipos de cambio flotantes al convertirse las instituciones y los mercados financieros de los Estados Unidos en imanes para atraer y reciclar el capital que circulaba con total libertad. Paul Volcker, Presidente de la Reserva Federal de 1979 a 1987, habló sin tapujos sobre el plan de una “desintegración controlada de la economía mundial” que preservara el privilegio exorbitante que suponía para el dólar la condición de divisa de reserva y que allanara el camino para que las instituciones financieras, en particular Wall Street, adquirieran un protagonismo mucho más importante en la conformación de las perspectivas económicas dentro y

fuera del país (Mazower, 2012: 316 y 317)⁹. Para eso hacía falta una subida sin precedentes de los tipos de interés de los Estados Unidos, y para cuando estos volvieron a situarse en niveles más normales, el sistema de Bretton Woods ya estaba muerto y bien enterrado¹⁰.

2. El nebuloso mundo de la innovación financiera

Los defensores de este nuevo orden mundial sostenían que desregular las finanzas era el mejor modo de aprovechar las ventajas de la globalización, pues se mejoraba “la distribución por todo el mundo de unos capitales escasos, [generando] con ello un aumento enorme de la dispersión del riesgo y de las oportunidades de cobertura” (Greenspan, 1997). Para finales de la década de 1980, las economías emergentes, combinando presión y persuasión, habían comenzado a abrir sus cuentas de capital y a recibir tímidamente inversión extranjera, que comenzó a fluir de Norte a Sur en busca de mayores rentabilidades¹¹. Con el colapso de la Unión Soviética aumentó el número de Estados que se convirtió al evangelio de la desregulación financiera. La era de la financierización estaba en pleno apogeo.

Como ya hemos argumentado en ediciones anteriores del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo*, el auge de la autorregulación de los mercados financieros ha propiciado un aumento de la desigualdad, un crecimiento sin precedentes del endeudamiento (tanto público como privado) y una mayor inseguridad e inestabilidad. La financierización ha tenido como consecuencias un notable acortamiento de los horizontes económicos, la concentración del poder de mercado y la reaparición del comportamiento rentista —la pesadilla de los arquitectos de Bretton Woods— a menudo de forma muy extractiva y depredadora (Nesvetailova y Palan, de próxima publicación).

Los bancos han sido figuras esenciales en la financierización de la economía mundial, proceso durante el cual han aumentado de forma espectacular tanto en tamaño como en complejidad. Como resultado de la desregulación, los bancos fusionaron las ramas de banca minorista y banca de inversión, creando conglomerados financieros que podían operar según un modelo de “creación y distribución de crédito” que les permitía crear y titular préstamos, al tiempo que prestaban otros

muchos servicios financieros (Ahmed, 2018). Esto ha llevado a que los bancos pasen a empaquetar, reempaquetar y comercializar activos existentes, situación que ha provocado más volatilidad y ha agudizado los efectos de contagio.

De hecho, la desregulación financiera ha creado un subsistema financiero completamente novedoso, que se ha dado en llamar atinadamente banca en la sombra. Se calcula que representa aproximadamente un tercio del sistema financiero mundial (Nesvetailova, 2018: xiii)¹². La banca en la sombra surgió por primera vez con la creación del mercado de eurodólares en la década de 1960 (Guttman, 2018), y hoy está dominada por los mercados extrabursátiles, que coordinan las relaciones entre vastas redes de agentes financieros por cuenta propia e instituciones intermediarias cuyos balances no se publican. Los inversionistas y sus clientes obtienen altos rendimientos con los nuevos productos financieros, precisamente porque aprovechan las lagunas de la regulación. La aparición de los productos financieros estructurados permitió a los bancos y sus filiales en la sombra empaquetar y reempaquetar activos de distinta calidad en un proceso llamado titulización. Esos productos fueron vendidos, calificados, respaldados con activos y asegurados mediante una cadena de clientes cada vez más larga. Al final, “la cadena que unía esos productos con una persona ‘real’ estaba tan enredada que resultaba casi imposible que una persona pudiera asimilar todo eso en un solo mapa cognitivo, ya se tratara de un antropólogo, economista o genio del crédito” (Tett, 2009: 299). La opacidad y la evasión regulatoria dieron lugar a un aumento de la incertidumbre y la fragilidad.

Los tradicionales cortafuegos institucionales y de mercado se han destruido en aras de la competencia, la eficiencia y la innovación. Pero el objetivo principal de la innovación financiera que tuvo lugar a partir de la década de 1970 ha sido apartar aún más la generación de crédito del alcance de los reguladores. Los bancos comenzaron a utilizar sus facultades de préstamo para dedicarse a crípticas actividades de especulación. A medida que la innovación financiera avanzaba a buen ritmo y se reducían las posibilidades de supervisión y gestión del Estado, los mercados financieros especulativos florecieron a expensas del crédito dirigido al sector productivo.

La pérdida de control de los reguladores ha sido especialmente marcada en las economías en desarrollo, que abrieron sus mercados financieros a

inversionistas no residentes, bancos extranjeros y otras instituciones financieras. Hay indicios de que la parte de los mercados de acciones y de deuda soberana que está en manos de inversionistas no residentes es mucho mayor en las economías emergentes que en las economías desarrolladas, lo cual las hace vulnerables a cambios en el apetito de riesgo global, en las condiciones de liquidez y las posiciones de las políticas (Akyüz, 2017).

Todas esas tendencias juntas han debilitado las relaciones tradicionales entre banco y cliente, el incentivo para aplicar la diligencia debida en el análisis de riesgos y la supervisión reguladora de los organismos estatales. En su lugar se ha instalado una red de complejas transacciones financieras basadas en el mercado, generalmente de corta duración, a menudo transfronterizas y, en su mayoría, de carácter muy opaco. Como consecuencia, se ha desarrollado un sistema profundamente frágil, muy vulnerable a las crisis y episodios de contagio. Las crisis financieras eran una constante de la mal llamada era de la “gran moderación”, pero al final bastó que se derrumbara una parte relativamente pequeña del mercado de la vivienda de los Estados Unidos para que se activara una reacción en cadena que puso a todo el sistema financiero al borde del colapso (Admati y Hellwig, 2013; Tooze, 2018).

La crisis financiera y sus secuelas deberían haber refutado el argumento de que las fuerzas de mercado competitivas, los flujos financieros liberalizados y la innovación financiera ofrecen el mejor mecanismo para financiar la producción, la inversión de capital y la transformación económica. La crisis puso de manifiesto de una vez por todas que, si se los deja actuar por su cuenta, los mercados financieros distan mucho de ser perfectamente eficientes. La desregulación financiera no puede utilizarse para generar crédito con el que financiar actividades productivas sin comprometer la integridad del propio sistema financiero. La titulización había “asegurado” una ingente cantidad de beneficios extraordinarios para unos pocos, pero no había logrado reducir el riesgo que suponía la innovación financiera para muchos. Sin embargo, esta misma fórmula es el eje de las propuestas de ceder a los mercados financieros el cumplimiento de los ODS, como se percibe en el entusiasmo que suscitan la “titulización”, las “nuevas clases de activos” y la “innovación financiera”.

D. Dinero, bancos y movilización de recursos: la función oculta del Estado

Dado que la financierización se ha presentado al público como un proceso natural e inevitable, hemos dejado de preguntarnos cuál es la función que deberían desempeñar el dinero y el crédito en una economía productiva. El dinero es una entidad de múltiples facetas, que funciona como medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor. La mayoría de las versiones ortodoxas del sistema monetario se basan en el “mito del trueque”, que prima los dos primeros usos en detrimento del tercero. Según esta versión, los sistemas primordiales de trueque evolucionan y se convierten en sistemas de pago, que a su vez dan lugar al sistema bancario moderno. La función de esos sistemas bancarios consiste en hacer de intermediarios entre ahorradores y prestatarios mediante “fondos que se pueden prestar”¹³.

Ahora bien, el mito del trueque no es más que un mito. Como vienen recordando con insistencia los antropólogos económicos desde hace tiempo, el dinero, el crédito y la deuda han estado estrechamente interrelacionados durante siglos. El dinero moderno surgió de los sistemas utilizados para saldar las deudas nacionales e internacionales¹⁴; por lo tanto, el dinero y el crédito son fundamentales para el funcionamiento de cualquier economía comercial, ya que proporcionan una base estable para los contratos y, por lo tanto, para la producción y la inversión.

En la actualidad, los bancos no se limitan a hacer de intermediarios entre ahorradores y prestatarios, sino que también pueden crear dinero nuevo emitiendo moneda en forma de crédito. La capacidad de los bancos de crear dinero es un privilegio que les concedió el Estado, cuya solvencia crediticia sostiene el valor de la moneda. Dado que los depósitos se originan cuando los bancos aceptan esta deuda, la oferta monetaria es en esencia el resultado de las decisiones de préstamo de los bancos. Aunque se solía decir que los bancos esperaban que hubiera depósitos para después asignarlos en forma de préstamos (intermediación financiera), ahora se acepta que los préstamos aparecen antes (McLeay *et al.*, 2014; Pettifor, 2016). Es decir, que la oferta monetaria es endógena (puesto que depende de las decisiones de préstamo de los bancos) en lugar de exógena (fijada por el banco central).

Los bancos centrales no solo regulan la estabilidad de los precios al fijar los tipos de interés (o los objetivos operacionales de esos tipos), sino que también gestionan la liquidez y, por lo tanto, la estabilidad financiera, cuando esta última no es consecuencia directa de la primera. Promueven el desarrollo financiero estructural y respaldan las necesidades de financiación del Estado en tiempos de crisis (Goodhart, 2010). Los bancos centrales cuentan con una serie de herramientas para salvaguardar la estabilidad de las relaciones financieras tanto nacionales como internacionales, a través de las relaciones que mantienen con otros bancos centrales y reguladores financieros. Estas herramientas son, entre otras, los impuestos al sector bancario, el uso de sanciones y de mecanismos de resolución a fin de someter a un régimen de disciplina las conductas del sector privado que sean incompatibles con la estabilidad financiera nacional o mundial, la gestión de la deuda pública (y la deuda garantizada por el Estado) y la fijación de las tasas de interés del banco central. Como custodios de la estabilidad financiera, los bancos centrales desempeñan una función esencial para determinar si los sistemas financieros están al servicio de la sociedad, o si es la sociedad quien está al servicio de los sistemas financieros. No obstante, últimamente los bancos centrales han abjurado de su cometido de promover la estabilidad financiera, centrándose sobre todo en fijar los objetivos de inflación.

Los modelos de banca tradicional se regían por el principio de crear préstamos y mantenerlos en el balance (el modelo “*originate and hold*”), según el cual los bancos utilizaban su ventaja comparativa en el aseguramiento de la solvencia para conceder préstamos y conservarlos hasta su vencimiento. Se planteaba el problema del descalce de vencimientos, ya que los bancos toman prestado de depositantes por plazos cortos, al tiempo que prestan dinero con plazos de vencimiento mucho más largos. La base del sistema es la confianza en que, a pesar de eso, los bancos podrán cumplir con sus obligaciones de pago, pero cuando esta confianza se evapora, se producen retiradas masivas de depósitos de los bancos. Dejar que los mercados resuelvan el problema solo serviría para empeorar la situación. Los ciudadanos confían en que el Estado respaldará a los bancos proporcionándoles activos seguros (saldos en el banco

central, bonos del Estado, etc.) que puedan mantener; regulando, supervisando y vigilando a los bancos para asegurarse de que administran las carteras con prudencia; y proporcionándoles liquidez actuando como prestamista de último recurso en caso de que surjan dificultades imprevistas (que se resolverán cuando termine el riesgo de retiradas de depósitos por episodios de pánico). Al haber desregularizado los bancos comerciales, la oferta de crédito —y por lo tanto, la oferta monetaria— ha aumentado considerablemente.

La desregulación financiera hizo que los bancos cambiaran sus prioridades y abandonaran el modelo de “crear préstamos y mantenerlos en el balance” para centrarse en el de “crear préstamos para traspassarlos (el modelo conocido como “*originate to distribute*”), a medida que fueron convirtiendo sus activos en valores financieros que podían negociarse en los mercados financieros y, a su vez, podían utilizar como garantía para nuevos préstamos. Los bancos creaban con frecuencia entidades bancarias en la sombra, independientes del propio banco, para mantener los valores que estaban creando “fuera de su balance” y aislarlos de la supervisión reguladora. Aunque en algunos círculos se ha alabado estos procesos, tomándolos como prueba del poder de la innovación financiera, en la práctica estos productos han demostrado ser un factor que agrava la inestabilidad (Carney, 2015). En concreto, cuando se crea crédito para comprar activos financieros, que son a su vez utilizados como garantía para solicitar más préstamos a fin de comprar más activos financieros, puede surgir la inestabilidad financiera, ya que los inversores buscan activos de menor calidad, y al final se produce una oleada de impagos y una espiral de “deflación de la deuda”. Cuando se produce una crisis de este tipo, queda patente cómo el dinero y el

crédito dependen de la función del Estado, ya que el Estado se ve obligado a rescatar a las instituciones financieras para mitigar los daños de la economía real.

Para administrar debidamente el sistema financiero hay que reconocer la función procíclica de creación de crédito que tienen los bancos e imponer frenos anticíclicos para mitigar esas tendencias. A falta de tales salvaguardas, puede surgir lo que *The Economist* (2012) denomina “el corazón podrido de las finanzas” en forma de conducta irresponsable o predatoria de algún tipo. Disponer de una regulación financiera adecuada es algo que solo está al alcance de los Estados que gozan de una situación financiera sólida, es decir, aquellos Estados que tienen la necesaria capacidad de generar ingresos públicos para emitir su propia deuda y hacerse cargo de su servicio (Greenspan, 1997; McLeay., 2014). Los Estados que gozan de una situación financiera sólida deben velar por que su base imponible se amplíe y que al tiempo las oportunidades productivas se financien con crédito y gasto público directo. Las economías cuyas finanzas públicas afrontan mayores limitaciones son las más abiertas desde el punto de vista financiero y las que tienen menos riqueza interna acumulada. En ocasiones, estos Estados corren el peligro de entrar en un círculo vicioso, pues la debilidad de las finanzas públicas merma la confianza en la deuda soberana interna y, por ende, en el sistema financiero interno, lo cual hace que aumente la preferencia por la liquidez, se fomenten las salidas de capital y se desalienten las entradas de capital, e inhibe aún más los esfuerzos por gestionar el crédito. En algunos casos esto puede degenerar en una situación perversa como es que las economías en desarrollo (incluso las menos desarrolladas) se conviertan en prestamistas internacionales netos (véanse los capítulos I y V).

E. Embaucados

Hace algún tiempo, el economista Jagdish Bhagwati (1998) se quejó de que “utilizando la nebulosa de afirmaciones inverosímiles que rodean la defensa de la libertad de movimientos de los capitales [...] nos han embaucado para que celebremos el nuevo mundo en que billones de dólares cambian de manos diariamente en un mundo sin fronteras”. Ahora, esos billones de dólares interesan a los encargados de formular políticas con la esperanza de poder cumplir los ODS¹⁵. Pero esos responsables de las políticas

también han tendido a no tener en cuenta la dependencia de los mercados financieros contemporáneos del acceso al crédito barato, la fragilidad de los activos que sustentan el sistema crediticio, la perversidad de ciertos incentivos y la excesiva toma de riesgo que asumen muchos agentes financieros, y de la consiguiente falta de consistencia de todo el sistema financiero. Confundir la acumulación de deuda con la acumulación de capital no es una forma adecuada de cumplir los ODS.

La prueba de que se pasa por alto el potencial desestabilizador de la integración financiera está en la actitud de los encargados de formular políticas hacia la gestión de la cuenta de capital en el mundo en desarrollo. Los economistas llevan decenios sosteniendo que “abrir” los mercados financieros de un país al resto del mundo es un elemento esencial del desarrollo sostenible, pero no es sólida la evidencia en la que se basan esas afirmaciones.

La liberalización financiera no ha generado sistemáticamente más crédito para la inversión productiva (Alper y Hommes, 2013). Es más, en períodos de euforia financiera, el hecho de tener más acceso al crédito ha potenciado las actividades especulativas, en lugar de la inversión productiva. Incluso cuando el crédito de los bancos se ha extendido a empresas no financieras, se ha utilizado para financiar actividades (como fusiones y adquisiciones y recompras de acciones) que no han generado nueva capacidad productiva (Durand, 2017: 4; *TDR 2015*). Si bien algunas de estas actividades estimulan el crecimiento económico en períodos de alza de los precios de los activos —a través del “efecto riqueza” que da lugar a un mayor gasto en bienes y servicios— también reducen el ritmo de crecimiento a largo plazo de la producción y la productividad (Cecchetti y Kharroubi, 2012, 2015; Borio *et al.*, 2016; Jordà *et al.*, 2017; Comin y Nanda, 2019).

La aparición del sistema de crédito privatizado ha permitido que el sector financiero realice cada vez más transacciones consigo mismo, y esto ha creado una compleja red de relaciones entre deudores y acreedores estrechamente interconectados que no se puede rediseñar fácilmente para dar cabida a las inversiones productivas (tanto privadas como públicas) sin llevar a cabo una reorganización fundamental del sistema financiero. Al mismo tiempo, esos flujos han generado un entorno muy inestable, caracterizado por la negociación especulativa a corto plazo, ciclos de expansión y contracción, así como unos patrones muy desiguales de distribución del ingreso. Cuando los precios, inevitablemente, caen, los ciclos expansivos dejan tras de sí un elevado sobreendeudamiento que retrasa la recuperación de la economía real, en ocasiones durante décadas.

Además, abunda la evidencia empírica de que la financiación pública de los bienes públicos nacionales, en particular la infraestructura, resulta más barata, sostenible y propicia a la estabilidad financiera. No es sorprendente, ya que el tipo de inversión

a largo plazo necesaria para financiar grandes proyectos de infraestructura no resulta atractivo para los inversionistas privados, dados los altos riesgos y los rendimientos económicos relativamente bajos. Las oportunidades de acometer proyectos de infraestructura puramente comerciales son escasas, y las pocas que hay suelen necesitar inversión pública complementaria (*TDR 2018*; Griffiths y Romero, 2018).

También la evidencia es concluyente en cuanto al hecho de que los incentivos públicos destinados a fomentar la inversión privada en infraestructuras en los últimos años (por ejemplo, mediante subvenciones y garantías de riesgo) y los esfuerzos por combinar los recursos públicos y privados (mediante la alianza público-privada [APP] y la financiación combinada) no han conseguido desbloquear los fondos disponibles de capital privado (*TDR 2015*; Eurodad, 2018; Unión Europea, 2018). En la encuesta que realizó el Foro Económico Mundial a 40 grandes agentes de las infraestructuras se puso de manifiesto la clara falta de entusiasmo que suscitan los instrumentos de distribución de riesgos: menos de un 20 % de los encuestados consideraba que los instrumentos de mitigación de riesgos de los bancos multilaterales de desarrollo consiguieran resultados satisfactorios tanto para los asociados públicos como para los privados en los proyectos de infraestructura (Lee, 2017: 13). Por lo tanto, en el mundo de hoy, que presenta un alto grado de financierización, parece poco probable que la expansión de tales instrumentos vaya a dar más frutos, especialmente en los entornos que se consideran de mayor riesgo (como los países menos adelantados o las cuestiones relacionadas con el clima). Incluso en el mejor de los casos, seguramente esos instrumentos solo aumenten la financiación de los “megaproyectos”, pero no de los proyectos más pequeños, inclusivos y ambientalmente sostenibles.

La financiación público-privada de proyectos de infraestructura suele ser más cara que la financiación exclusivamente pública. Así pues, las subvenciones y garantías de riesgo para inversionistas privados pueden agotar los escasos recursos de los bancos multilaterales de desarrollo o de los Estados de los países receptores. En muchos casos, el sector público y el Estado del país receptor se han visto obligados a asumir los riesgos que en teoría corresponderían a los inversionistas privados, lo cual crea un problema de riesgo moral (Griffiths y Romero, 2018). A menudo los Estados han tenido que hacer frente a obligaciones financieras vinculantes incluso cuando el sector

público tuvo que volver a asumir la titularidad de asociaciones público-privadas (APP) en quiebra (*TDR 2015*).

El Banco Mundial ha reconocido que, a pesar de sus esfuerzos, las asociatividad público-privada es una modalidad que ha atraído muy poca inversión privada. Incluso en los casos en que han tenido más éxito, por lo general asumieron los riesgos el Banco y los Estados de los países receptores (GEI del Banco Mundial, 2014). Además, tratándose de proyectos de infraestructura, este tipo de asociaciones han socavado la transparencia y la obligación de rendir cuentas del sector público, puesto que suelen figurar como operaciones “extracontables”. La infraestructura es un bien público que debe tener una gran accesibilidad, pero una infraestructura accesible e inclusiva puede entrar en conflicto con los objetivos de los inversionistas privados que tratan de recuperar los costos iniciales de la inversión a través de las tarifas abonadas por los usuarios y otros cargos. La financiación combinada introduce otros costos de oportunidad. Cada vez se está utilizando más para la asistencia, que suele favorecer a los socios privados de los países donantes, al tiempo que se rige por el ánimo de lucro más que por el interés público (*The Economist*, 2016).

La participación privada en la infraestructura no solo es costosa, sino que presenta una alta concentración geográfica y sectorial. Se concentra en sectores y países atractivos desde el punto de vista comercial que tienen más probabilidades de ofrecer lo que se denominan oportunidades “financiables” (rara vez en países de ingreso bajo) (Tyson, 2018: 11; *TDR 2018*). Los países de ingreso mediano recibieron aproximadamente el 98 % de toda la financiación privada en proyectos de infraestructura entre 2008 y 2017 y, de ese importe, el 63 % en países de ingreso medianos-alto (Tyson, 2018: 11). En el último decenio, en los países de ingreso bajo, que son los que más necesitan desarrollar su infraestructura, la inversión privada supuso menos del 2 % de la financiación de los proyectos de infraestructuras (*ibid.*: 12). Desde

2011 a 2015, los países de la Asociación Internacional de Fomento (AIF) recibieron menos del 4 % de la inversión destinada a proyectos de infraestructura en países en desarrollo sufragados con capital privado (Lee, 2017: 7).

La financiación privada de las infraestructuras también ha acusado una marcada concentración en determinados sectores: el energético y el de información y comunicaciones recibieron el 37 % y el 30 %, respectivamente, de los flujos de financiación totales entre 2008 y 2017 (Tyson, 2018: 11). En cambio, en esos diez años solo se destinó a agua y saneamiento el 7 % de la financiación privada total (*ibid.*: 12). Lo mismo puede decirse en el caso de la red vial en los países en desarrollo, donde los inversionistas privados han sido mucho menos activos que en otras áreas. El número de APP del sector de la energía eléctrica ha llegado a triplicar el de las APP del sector del transporte; de hecho, la inversión privada en la red vial ha caído al nivel más bajo en diez años y está muy concentrada en países de ingreso mediano. En los países de ingreso bajo, la participación privada no alcanzó siquiera el 1 % de todos los proyectos de infraestructura vial (Pulido, 2018).

El optimismo que suscita el capital privado —que se percibe, por ejemplo, en el informe del Grupo de Personas Eminentes del G20 sobre la Gobernanza Financiera Global de 2018— parece reflejar, en parte, las condiciones que imperaban en el mundo después de la crisis cuando la “búsqueda de rentabilidad” llevó a los inversionistas a los países en desarrollo. En el singular entorno del período de 2008 a 2014, la financiación privada destinada a infraestructuras promedió los 150.000 millones de dólares anuales (Tyson, 2018: 12). Ahora que la política monetaria de las economías pudientes (y en especial en los Estados Unidos) se ha “normalizado”¹⁶, los inversionistas han dado la espalda a los mercados de los países en desarrollo (incluida su infraestructura, que pasó a recibir la mitad, una media de 75.000 millones de dólares al año) (*ibid.*)¹⁷.

F. Hacer que las finanzas funcionen para todos: una perspectiva desarrollista

Como dejó claro la crisis mundial, la desregulación y la integración de las finanzas pueden causar gran fragilidad al sistema financiero. Estas tendencias también pueden inhibir la transparencia y frustrar los

intentos de medir el riesgo del sistema financiero. Las crisis que inevitablemente ocasiona la liberalización de los mercados financieros sirven para recordar la frecuencia y la brusquedad con que puede evaporarse

el valor de estos activos¹⁸. Los rescates que suelen producirse tras las crisis tienen resultados perversos desde el punto de vista de la distribución, ya que obligan al conjunto de la sociedad a asumir el riesgo privado. Este análisis debería plantear serias dudas sobre la primordial conveniencia de la financiación privada como mecanismo para alcanzar los ODS.

No obstante, es indiscutible que, si se quiere que la Agenda 2030 pase de las palabras a los resultados, urge reformar los regímenes multilaterales del comercio, la inversión y el sistema monetario. Hace diez años, en la reunión del G20 celebrada en Londres, ya se prometieron reformas. En cambio, como ha reconocido Martin Wolf (2018), “hasta la fecha la mayor parte de las iniciativas se han guiado por un deseo de volver a un pasado mejor; el debate sobre las políticas está dominado por las bajadas de impuestos y la desregulación del mercado de trabajo, el crecimiento sigue condicionado por el creciente endeudamiento y el alza de los precios de los activos, el monopolio y las actividades de ‘suma cero’ son omnipresentes. Pocos dudan que se avecina otra gran crisis”.

Además, la respuesta a la crisis ha acentuado aún más la disparidad de los ingresos. La austeridad fiscal ha tenido un efecto desproporcionado en los programas de bienestar social, al tiempo que las políticas monetarias expansivas concebidas para mitigar los efectos del endeudamiento elevado han impulsado los precios de los activos y, con ellos, el patrimonio de quienes ya eran ricos (*TDR 2017*; Stiglitz, 2019). A pesar de que el desempleo ha disminuido, los salarios reales se han mantenido estancados en unos mercados de trabajo flexibles. Los bancos que eran “demasiado grandes para quebrar” son todavía más grandes (aunque algo mejor capitalizados), mientras que los servicios financieros se han convertido en un reducto reservado para unos pocos gigantes de la gestión de activos, la calificación crediticia, la contabilidad, la consultoría de empresas, etc. En estas circunstancias, cuesta imaginar la manera en que ampliar la opción del mercado podría traer resultados más inclusivos y sostenibles.

La idea de dar marcha atrás en el proceso de financierización se suele descartar por considerarla “anticuada” o “retrograda”, incompatible con las oportunidades tecnológicas que ofrece el siglo XXI. No obstante, el mundo hiperglobalizado no es un producto inevitable del progreso tecnológico o de unas fuerzas del mercado desconocidas, sino que es fruto de la persuasión ideológica, de la reforma de

las instituciones y de las políticas que se ha decidido aplicar. Las mismas presiones que se utilizaron en el pasado para fomentar la financierización deben utilizarse ahora para revertirla, a fin de forjar un *new deal* global que pueda frenar el colapso ambiental y la polarización económica, y establecer un nuevo contrato social que gire en torno al desarrollo sostenible.

El *New Deal*, emprendido en los Estados Unidos en la década de 1930 y replicado de distintas maneras en otras partes del mundo industrializado supuso desmontar las políticas del modelo de *laissez-faire* de los años de entreguerras y, al hacerlo, instauró un nuevo contrato social que propició décadas de crecimiento igualitario y sostenible. Este contrato se centraba en cuatro grandes componentes: medidas para corregir el desempleo masivo, una recuperación económica sostenida, la regulación del sector financiero y la redistribución del ingreso. Estos elementos eran coherentes con las prioridades más específicas de las políticas, adaptadas a unas circunstancias económicas y políticas particulares. Con todo, las políticas del *New Deal* del período de posguerra propiciaron un círculo virtuoso de creación de empleo, expansión de las inversiones productivas, crecimiento más rápido de la productividad y alza de los salarios.

Con la internacionalización del *New Deal* a través del régimen de Bretton Woods solo se pretendía resolver parcialmente los problemas de desarrollo y ambientales, desde luego no con la urgencia ni la magnitud que hacen falta hoy en día. El *New Deal* verde global debe aprender de los errores —y también de los aciertos— de su antecesor (Gallagher y Kozul-Wright, 2019).

Con el *New Deal* verde global, los Estados tendrán más espacio para aplicar políticas públicas proactivas que impulsen la inversión y eleven el nivel de vida. Ese espacio de políticas también es indispensable para alentar a los Estados a que cedan, cuando sea necesario, soberanía a los órganos internacionales para crear normativas internacionales y actuar de manera colectiva para apoyar el procomún global. Para establecer este *New Deal* verde global y hacer realidad los ODS, es preciso que la participación de los países en desarrollo en la toma de decisiones internacionales sea mucho mayor de la que fue en Bretton Woods.

Como en la anterior ocasión, el impulso del *New Deal* verde global vendrá dado por la

ampliación del espacio para la acción pública, en “un intento pragmático y no ideológico de restablecer el equilibrio entre el Estado, los mercados y la sociedad civil, sobre la base de un nuevo contrato social entre votantes y representantes electos, entre trabajadores y empresas, y entre ricos y pobres” (Stiglitz, 2019). La reforma del sector financiero será fundamental para ese proyecto. Como vaticinó James Tobin (1984) hace más de 30 años, la desconexión entre las retribuciones privadas de muchas actividades financieras y su productividad social no solo ha despojado al sector financiero de su propósito de utilidad, sino que ha dado lugar a propósitos improductivos y en algunos casos depredadores que producen crisis recurrentes y dañinas.

La intención que subyace al objetivo de reavivar la opción pública en las finanzas no es acabar con la financiación privada, sino encontrar formas pragmáticas de conseguir que vuelva a servir al interés público (TDR 2017; Foroohar, 2019). La desfinancierización adoptará distintas formas en distintos países, pero el objetivo fundamental es “un sistema de servicios financieros más pequeño y sencillo que esté mejor adaptado a las necesidades de la economía no financiera” (Kay, 2015: 306). Regular los flujos financieros privados será esencial para orientar la financiación privada hacia objetivos sociales; asimismo, restringir las prácticas comerciales abusivas y restrictivas será fundamental para controlar el rentismo y reforzar la inversión privada en actividades productivas, incluida la economía verde. Otro elemento igual de importante será promover mecanismos alternativos que proporcionen una financiación que apoye una senda de crecimiento más inclusiva y sostenible.

Para acometer este programa de reformas es indispensable contar con una economía mundial que goce de buena salud, y este elemento no se puede dar por sentado. En el capítulo III se repasa el estado de la economía mundial y se recalca que el efecto combinado de un menor gasto público, la reducción del peso de los salarios y la financierización han frenado la inversión privada, la creación de empleo y el desarrollo económico. Como alternativa, en el capítulo se propone una estrategia de estímulo público de la economía coordinada a nivel mundial, centrada en el desarrollo y la recuperación del medio ambiente, en la que el sector público desempeña un papel fundamental. Un patrón de gasto público significativo, bien planificado y estable puede ejercer un efecto duradero y positivo en la inversión privada (efecto de atracción o *crowding-in*), apoyar la creación

de empleo, unas condiciones de trabajo y salarios decentes, y desencadenar avances tecnológicos para una transformación productiva “verde”. Es más, contar con un sector público que funciona puede ayudar a eliminar las restricciones de la oferta, especialmente en las economías en desarrollo, y hacer que la generación de crédito y las condiciones financieras estén al servicio de la economía real, y no al revés. La coordinación de las políticas es indispensable para realizar los ajustes necesarios que permitan compaginar los objetivos de crecimiento, la estabilidad financiera y la protección del medio ambiente, y para evitar que se adopten políticas nacionales que puedan desencadenar una competencia reguladora a la baja.

Dado que el crédito será esencial para respaldar semejante impulso a la inversión, la sostenibilidad de la deuda soberana será un elemento fundamental para alcanzar un mayor equilibrio en la economía. Como se expone claramente en el capítulo IV, si la comunidad internacional se toma en serio el cumplimiento a tiempo de los ODS, habrá que resolver satisfactoria y rápidamente las dificultades que plantea actualmente la sostenibilidad de la deuda externa aumentando la asistencia oficial para el desarrollo y reestructurando la deuda. En el capítulo se muestra que en el plazo disponible no cabe la opción “privada”, de hecho, si se insiste en reducir o eliminar el riesgo (*derisking*) solo se conseguirá ahondar las vulnerabilidades actuales de la deuda externa. A más largo plazo, los países en desarrollo deben seguir reforzando su capacidad para registrar y supervisar la deuda nacional, por lo que deberán poner en común su experiencia en gestionar un sistema monetario y financiero internacional fragmentado y cada vez más privatizado, reforzando los sistemas públicos regionales con el fin de facilitar los pagos transfronterizos y la provisión de liquidez. También pueden adquirir más conocimientos técnicos para afrontar de manera colectiva los procesos de reestructuración de la deuda soberana, en lugar de caso por caso.

En vista de su carácter procíclico, de la volatilidad inherente a los mercados financieros y la conducta predatoria de las instituciones financieras, los flujos de capital privado pueden extraer recursos de la economía productiva con la misma facilidad con que los aportan. Los países en desarrollo son más vulnerables que los países desarrollados a esos resultados, pero ninguno está exento de esa amenaza. En el capítulo V se trata el tema de la mitigación de este peligro y el establecimiento de un régimen a más largo plazo y unos flujos más estables. Para mitigar

esos riesgos, muchos países en desarrollo han acumulado grandes reservas de divisas. Esta estrategia entraña un elevado costo de oportunidad, ya que ocasiona una transferencia de recursos de los países en desarrollo a los desarrollados y amplía la brecha de financiación, en lugar de reducirla. Además, los Estados han perdido cuantiosos “flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones tributarias” debido a que las empresas multinacionales reducen la cuota que deben abonar en concepto de impuesto de sociedades trasladando sus beneficios a filiales situadas en paraísos fiscales o aprovechando las lagunas de la legislación tributaria nacional o de los tratados internacionales en esta materia. Esas pérdidas se han incrementado aún más con la digitalización de las transacciones económicas, que hacen que las normas actuales del impuesto de sociedades resulten cada vez menos adecuadas para determinar dónde se crea el valor imponible y cómo medirlo y repartirlo entre países. Si se revisaran por completo estas normas, la capacidad de los países para movilizar recursos internos podría mejorar significativamente.

Hace falta un programa ambicioso de reformas financieras para dejar de centrarse en la especulación financiera y fijarse como objetivo la financiación de las inversiones productivas. Al contar con un marco financiero más estable, el Estado podría gestionar el crédito de distintas formas. Los controles directos del crédito dejaron de estar de moda en la era de los “mercados eficientes”. No obstante, los incentivos (por ejemplo, efectuar depósitos del Estado) y los desincentivos (por ejemplo, restricciones a las carteras) pueden ser efectivos para dirigir el crédito hacia las oportunidades de inversión más productivas. Los Estados pueden conseguirlo incluso por vías más directas como crear sus propios bancos de desarrollo, que tendrían más capacidad que los bancos minoristas para conceder “préstamos pacientes”. Al mismo tiempo, los Estados pueden fomentar activamente diversas alternativas a la banca tradicional para aprovechar las nuevas oportunidades de desarrollo, al tiempo que promueven un desarrollo más equitativo. Esas opciones se analizan en el capítulo VI. ■

Notas

- 1 Las instituciones financieras internacionales ya han hecho propuestas similares para financiar los ODS (véase Banco Mundial, 2015); la OCDE, 2018, y numerosos centros de estudio (véase Lee, 2017).
- 2 Aunque las instituciones financieras internacionales no han tenido una postura constante desde la crisis financiera, las medidas para liberalizar los mercados financieros —mediante la transparencia, la titulización, la liberalización de la cuenta de capital, la asociatividad público-privada, etc.— pasaron a formar parte del consenso de Washington en los dos últimos decenios o incluso antes. Para profundizar en cómo ha evolucionado el binomio continuidad y discontinuidad en el enfoque de la financiación para el desarrollo de las instituciones financieras internacionales, véanse Gabor, 2010; Helleiner, 2014, y Gabel, 2017.
- 3 Acerca de los diversos orígenes ideológicos del neoliberalismo, véanse Turner, 2008, y Slobodian, 2018; acerca de su extensión a las finanzas, véanse Shaxson, 2018, y Storm, 2018.
- 4 En 2017 el Banco Mundial emitió sus primeros “bonos para casos de pandemia”, con los que captó 320 millones de dólares de inversionistas privados en una operación con la que se pretendía ayudar a los países en desarrollo que afrontaban brotes graves de enfermedades infecciosas. El Sr. Kim, ex-Presidente del Banco, dijo que los bonos eran una forma de “sacar provecho de nuestra experiencia en los mercados de capitales [...] y ponerla al servicio de las personas más pobres del mundo”. Acerca de esto y de la tendencia general de sustituir la ayuda en casos de desastre por financiación privada, véanse Ralph, 2018; Keucheyan, 2018, y Allen, 2019. Sobre las limitaciones y los peligros del microcrédito, véanse las distintas publicaciones en Bateman *et al.*, 2018..
- 5 En el discurso que pronunció en su toma de posesión en 1933, el Presidente Franklin Roosevelt había insistido en que “las prácticas de los cambistas sin escrúpulos han sido denunciadas ante el tribunal de la opinión pública, rechazadas por la compasión y la razón de los hombres”. Un decenio más tarde, en Bretton Woods, Henry Morgenthau, Secretario del Tesoro de Roosevelt, dejó claro que el cometido de la conferencia consistía en sacar a “los usureros del templo de las finanzas internacionales”. Con un espíritu similar, aunque más crudo, Keynes ya había pedido antes que se diseñara una política monetaria que llevara a la “eutanasia del rentista” y no dejó ninguna duda en Bretton Woods de que sus propuestas tenían por propósito terminar la tarea a nivel internacional.
- 6 Para leer un relato realista de las negociaciones de Bretton Woods, véase Conway, 2014.
- 7 El ex Economista jefe del Fondo Monetario Internacional Simon Johnson, 2009, ha descrito esta captura política del gobierno como un “golpe tranquilo”.

- 8 Como señala Glyn (2006: 65) “De los países de la OCDE, en 1976 el FMI clasificó a 5 de 19 como países con mercados de capitales abiertos, entre ellos los Estados Unidos y Alemania. En 1980 se habían sumado el Reino Unido y el Japón; para 1988, solo un país de la OCDE aplicaba controles en una de las cinco categorías más importantes, mientras que en 1973 lo hacían la mitad de los países. A finales de la década de 1980 y principios de la década de 1990, el resto de la OCDE se liberalizó y Noruega, el último reducto socialdemócrata, sucumbió en 1995”.
- 9 Como dijo Volcker más tarde, en el nuevo régimen internacional, las “restricciones a la financiación exterior eran algo de lo que tenían que preocuparse los países ordinarios, no el líder indiscutible del mundo libre, cuya moneda quería el mundo entero”, citado (en inglés) en Varoufakis, 2013: 102.
- 10 Esas subidas de los tipos de interés causaron grandes daños a los países en desarrollo muy endeudados y a los países satélites de la Unión Soviética y trajeron profundas consecuencias en el plano geopolítico, ya que hicieron descarrilar la agenda de un nuevo orden económico internacional, sentaron las bases para el auge del consenso de Washington y abrieron más espacio económico para la movilidad del capital internacional; véase UNCTAD, 2014.
- 11 A mediados de la década de 1970, los Gobiernos latinoamericanos del Cono Sur adoptaron políticas acordes con la agenda neoliberal, pero sus resultados fueron malos; véase Alejandro-Díaz, 1985, y *TDR 1991*.
- 12 Aunque el término no se acuñó hasta 2007, las prácticas que describe se remontan a mucho antes. Según Bernanke, 2013, la “banca en la sombra, según su definición habitual, abarca un conjunto diverso de instituciones y mercados que, de forma colectiva, llevan a cabo funciones tradicionales de banca, pero lo hacen fuera del sistema tradicional de las instituciones de depósito reguladas, o de formas que guardan una vinculación muy vaga con ese sistema. Algunos ejemplos de componentes importantes del sistema bancario en la sombra son los vehículos de titulización, sociedades instrumentales de valores comerciales garantizados con activos, fondos del mercado monetario, mercados para acuerdos de recompra, bancos de inversión y empresas hipotecarias”.
- 13 La mayoría de los modelos económicos convencionales dividen el mundo en los componentes monetarios y reales, esta separación suele defenderse como una táctica metodológica útil para llegar a “los fundamentales”. Aunque nunca ha sido un razonamiento muy convincente, en el mundo altamente financierizado de hoy en día, es un enfoque decididamente irreal que no solo dejó perplejos a los economistas cuando golpeó la crisis, sino que los ha incapacitado para participar en las políticas de recuperación efectivas (véase Galbraith, 2014). No obstante, como reconocieron Stiglitz, 2017, y otros, la integración de esos componentes ha resultado una ardua tarea.
- 14 En este sentido, Ferguson define acertadamente el dinero como “la relación cristalizada entre acreedor y deudor” (2008: 30).
- 15 La OCDE, por ejemplo, estima que los inversionistas institucionales de los países miembros poseen activos globales por valor de 92,6 billones de dólares (Lee, 2017: 8) y que “invirtiendo solo el 1 % de esos fondos en proyectos de infraestructura en países en desarrollo se conseguirían importantes resultados” (*ibid.*). Asimismo, se calcula que el sector empresarial dispone, en todo el mundo, de montañas de dinero en efectivo que no utiliza —más de 2 billones de dólares, según S&P Global— que también podrían aprovecharse para ayudar a cubrir el déficit de financiación (Global Finance, 2018).
- 16 En marzo de 2019, el Banco Central Europeo se apartó de la normalización monetaria al anunciar la vuelta a la política expansiva.
- 17 De hecho, la infraestructura con participación privada sigue una tendencia descendente desde 2012, cuando la participación privada en infraestructura se valoraba en 210.600 millones de dólares; en 2013 eran 155.000 millones de dólares; en 2014, 165.800 millones de dólares; en 2015, 117.800 millones de dólares; y en 2016, cayó a 76.000 millones de dólares (Lee, 2017: 8).
- 18 Se estima que durante la debacle financiera de 2008 y 2009 la pérdida de valor de mercado de los activos se elevó a 50 billones de dólares.

Referencias

- Admati A and Hellwig M (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It?* Princeton University Press. Princeton, NJ.
- Ahmed S (2018). *Ruling or Serving Society? The Case for Reforming Financial Services*. Palgrave Macmillan. Cham.
- Akyüz Y (2017). *Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*. Oxford University Press. Oxford.
- Alejandro-Díaz C (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*. 19(1/2):1–24.
- Allen K (2019). World Bank's “pandemic bonds” under scrutiny after failing to pay out on Ebola. *Financial Times*. 20 February. Available at <https://www.ft.com/content/c3a805de-3058-11e9-ba00-0251022932c8> (accessed 17 June 2019).

- Alper OPA and Hommes M (2013). Access to credit among micro, small, and medium enterprises. August. The World Bank. Washington, D.C. Available at <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/1f2c968041689903950bb79e78015671/AccessCreditMSME-Brochure-Final.pdf?MOD=AJPERES> (accessed 17 June 2019).
- Bateman M, Blankenburg S and Kozul-Wright R, eds. (2018). *The Rise and Fall of Global Microcredit: Development, Debt and Disillusion*. Routledge. Abingdon.
- Bernanke BS (2013). The crisis as a classic financial panic: A speech at the Fourteenth Jacques Polak Annual Research Conference. Washington, D.C. 8 November. Speech 614, Board of Governors of the Federal Reserve System (US). Available at <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgsq/614.html> (accessed 17 June 2019).
- Bhagwati JN (1998). The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*. May/June. Available at <https://www.foreignaffairs.com/articles/asia/1998-05-01/capital-myth-difference-between-trade-widgets-and-dollars> (accessed 17 June 2019).
- Borio C, Kharroubi E, Upper C and Zampolli F (2016). Labour reallocation and productivity dynamics: Financial causes, real consequences. Working Papers No. 534. Bank for International Settlements.
- Carney M (2015). Fortune favours the bold. Lecture to honour the memory of the Honourable James Michael Flaherty. 28 January. Dublin. Iveagh House. Available at <https://www.youtube.com/watch?v=z-GfZxgzPBjg> (accessed 17 June 2019).
- Cecchetti SG and Kharroubi E (2012). Reassessing the impact of finance on growth. Working Papers No. 381. Bank for International Settlements.
- Cecchetti SG and Kharroubi E (2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth? Working Papers No. 490. Bank for International Settlements.
- Comin D and Nanda R (2019). Financial development and technology diffusion. *IMF Economic Review*. 67(2):395–419.
- Conway E (2014). *The Summit – Bretton Woods 1944: J.M. Keynes and the Reshaping of the Global Economy*. Pegasus Books. New York, NY.
- Durand C (2017). *Fictitious Capital: How Finance Is Appropriating Our Future*. Verso. London.
- EPG-GFG (2018). *Making the Global Financial System Work for All: Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance*. October. Available at <https://www.globalfinancialgovernance.org> (accessed 17 June 2019).
- Eurodad (2018). *History RePPPeated: How Public Private Partnerships Are Failing*. Eurodad. Brussels. Available at <https://eurodad.org/HistoryRePPPeated> (accessed 17 June 2019).
- European Union (2018). *Special Report 09/2018 – Public Private Partnerships in the EU: Widespread Shortcomings and Limited Benefits*. European Court of Auditors. Luxembourg.
- Ferguson N (2008). *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Penguin. New York.
- Foroohar R (2019). Old economists can teach us new tricks. *Financial Times*. 2 June. Available at <https://www.ft.com/content/ece567f4-83c1-11e9-b592-5fe435b57a3b> (accessed 17 June 2019).
- Gabor D (2010). The International Monetary Fund and its new economics. *Development and Change*. 41(5):805–830.
- Galbraith JK (2014). *The End of Normal: The Great Crisis and the Future of Growth*. Simon & Schuster. New York, NY.
- Gallagher KP and Kozul-Wright R (2019). *A New Multilateralism for Shared Prosperity: Geneva Principles for a Global Green New Deal*. Boston University Global Development Policy Center and UNCTAD. Available at <http://www.bu.edu/gdp/a-new-multilateralism-for-shared-prosperity/> (accessed 17 June 2019).
- Giridharadas A (2018). *Winners Take All: The Elite Charade of Changing the World*. Allen Lane. New York, NY.
- Global Finance (2018). The world's richest companies 2018: Global finance cash 25. 1 September. Available at <https://www.gfmag.com/magazine/september-2018/global-finance-cash-25-2018> (accessed 17 June 2019).
- Glyn A (2006). *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization and Welfare*. Oxford University Press. Oxford.
- Goodhart CAE (2010). The changing role of central banks. Working Papers No. 326. Bank for International Settlements.
- Grabel I (2017). *When Things Don't Fall Apart: Global Financial Governance and Developmental Finance in an Age of Productive Incoherence*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Greenspan A (1997). Globalization of Finance. Remarks at the 15th Annual Monetary Conference of the Cato Institute, Washington, D.C. 14 October. Available at <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19971014.htm> (accessed 17 June 2019).
- Griffiths J and Romero MJ (2018). Three compelling reasons why the G20's plan for an infrastructure asset class is fundamentally flawed. European Network on Debt and Development. Available at <https://eurodad.org/asset-class-report> (accessed 17 June 2019).
- Guttmann R (2018). The transformation of banking. In: Nesvetailova A, ed. *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*. Routledge. Abingdon: 25–39.
- Helleiner E (2014). *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*. Oxford University Press. Oxford.
- IEG of the World Bank (2014). *World Bank Group Support to Public-Private Partnerships: Lessons From Experience in Client Countries FY2002–12*. Independent Evaluation Group, World Bank. Washington, D.C.

- IPCC (2018). *Global warming of 1.5°C: An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty*. Intergovernmental Panel on Climate Change. Geneva. Available at <https://www.ipcc.ch/sr15/> (accessed 25 June 2019).
- Johnson S (2009). The quiet coup. *The Atlantic*. May. Available at <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/307364/> (accessed 17 June 2019).
- Jordà Ò, Schularick M and Taylor AM (2017). Macrofinancial history and the new business cycle facts. *NBER Macroeconomics Annual*. 31(1):213–263.
- Kay J (2015). *Other People's Money: The Real Business of Finance*. Profile Books. London.
- Keucheyan R (2018). Insuring climate change: New risks and the financialization of nature. *Development and Change*. 49(2):484–501.
- Lee N (2017). Billions to trillions? Issues on the role of development banks in mobilizing private finance. Center for Global Development. Washington, D.C. 17 November. Available at <https://www.cgdev.org/publication/billions-trillions-issues-role-development-banks-mobilizing-private-finance> (accessed 12 March 2019).
- Mazower M (2012). *Governing the World: The History of an Idea, 1815 to the Present*. Penguin. New York, NY.
- McKinsey Global Institute (2017). Bridging infrastructure gaps: Has the world made progress? October. Available at <https://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/bridging-infrastructure-gaps-has-the-world-made-progress> (accessed 17 June 2019).
- McLeay M, Radia A and Thomas R (2014). Money in the modern economy: An introduction. *Bank of England Quarterly Bulletin*. 54(Q1):4–13. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-in-the-modern-economy-an-introduction> (accessed 17 June 2019).
- Nesvetailova A, ed. (2018). *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*. Routledge. Abingdon.
- Nesvetailova A and Palan R (forthcoming). *Sabotage: The Business of Finance*. Penguin. London.
- OECD (2018). *Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2019: Time to Face the Challenge*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris.
- Pettifor A (2016). *The Production of Money: How to Break the Power of Bankers*. Verso. London.
- Pulido D (2018). Maximizing finance for safe and resilient roads. World Bank Transport for Development. Blog. 27 March. Available at <https://blogs.worldbank.org/transport/maximizing-finance-safe-and-resilient-roads> (accessed 12 March 2019).
- Ralph O (2018). Catastrophe bond losses force investors to reassess risk. *Financial Times*. 28 November. Available at <https://www.ft.com/content/9dc2441c-f23a-11e8-9623-d7f9881e729f> (accessed 17 June 2019).
- Shaxson N (2018). *The Finance Curse: How Global Finance Is Making Us All Poorer*. Bodley Head. London.
- Shiller RJ (2012). *Finance and the Good Society*. Princeton University Press. Princeton, NJ.
- Slobodian Q (2018). *Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*. Harvard University Press. Cambridge, MA.
- Stiglitz J (2017). Where modern macroeconomics went wrong. Working Paper No. 23795. National Bureau of Economic Research.
- Stiglitz J (2019). Public options are the key to restoring the middle-class life. *Financial Times*. 7 May. Available at <https://www.ft.com/content/42915ad4-6cc3-11e9-9ff9-8c855179f1c4> (accessed 17 June 2019).
- Storm S (2018). Financialization and economic development: A debate on the social efficiency of modern finance. *Development and Change*. 49(2):302–329.
- Tett G (2009). *Fool's Gold: How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*. Little, Brown. London.
- The Economist* (2012). The rotten heart of finance. 7 July. Available at <https://www.economist.com/briefing/2012/07/07/the-rotten-heart-of-finance> (accessed 17 June 2019).
- The Economist* (2016). Trending: Blending. 23 April. Available at <https://www.economist.com/finance-and-economics/2016/04/23/trending-blending> (accessed 17 June 2019).
- The Economist* (2019). Deaths of despair, once an American phenomenon, now haunt Britain. 14 May. Available at <https://www.economist.com/britain/2019/05/14/deaths-of-despair-once-an-american-phenomenon-now-haunt-britain> (accessed 17 June 2019).
- Tobin J (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyds Bank Review*. 153:16.
- Tooze A (2018). *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. Viking. New York, NY.
- Turner RS (2008). *Neo-liberal Ideology: History, Concepts and Ideology*. Edinburgh University Press. Edinburgh.
- Tyson JE (2018). Private infrastructure financing in developing countries: Five challenges, five solutions. Overseas Development Institute. Working Paper No. 536. Available at <https://www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/resource-documents/12366.pdf> (accessed 17 June 2019).
- UNCTAD (2014). *World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan*. (United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.1. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 1991). *Trade and Development Report, 1991*. (United Nations publication. Sales No. E.91.II.D.15. New York and Geneva).

- UNCTAD (TDR 2015). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2017). *Trade and Development Report, 2017: Beyond Austerity: Towards a Global New Deal*. (United Nations publication. Sales No. E.17.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- Varoufakis Y (2013). *The Global Minotaur: America, Europe and the Future of the Global Economy*. Zed Books. London.
- Wolf M (2018). Why so little has changed since the financial crash. *Financial Times*. 4 September. Available at <https://www.ft.com/content/c85b9792-aad1-11e8-94bd-cba20d67390c> (accessed 17 June 2019).
- World Bank (2015). From billions to trillions: Transforming development finance post-2015 financing for development: Multilateral development finance. Development Committee Discussion Note. July. World Bank. Washington, D.C. Available at [https://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/23659446/DC2015-0002\(E\)FinancingforDevelopment.pdf](https://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/23659446/DC2015-0002(E)FinancingforDevelopment.pdf) (accessed 17 June 2019).

UNA HOJA DE RUTA PARA EL CRECIMIENTO GLOBAL Y EL DESARROLLO SOSTENIBLE



A. Introducción

En el presente capítulo se expone una estrategia macroeconómica para reactivar el crecimiento mundial y fortalecer al mismo tiempo la industrialización en el Sur y reducir las emisiones de carbono, las desigualdades y la inestabilidad. Se basa en el potencial —aún en gran medida sin aprovechar— de la coordinación internacional para ampliar las opciones de políticas de los países y para encarrilar a la economía global, a la vista de lo que indican los análisis empíricos, por una senda de sostenibilidad económica, social y ambiental. En el capítulo, antes

que formular propuestas de políticas concretas, se incide en la orientación macroeconómica que cualquiera de esas propuestas deben apoyar a fin de lograr un crecimiento globalmente sostenible. Comienza señalando los problemas estructurales que enfrenta la economía globalizada y seguidamente se examinan los cambios necesarios en determinados ámbitos de las políticas que son cruciales y el “dividendo” que devenga la coordinación internacional. Por último, un análisis empírico traza una serie de rutas realistas a escala global para la culminación de la Agenda 2030.

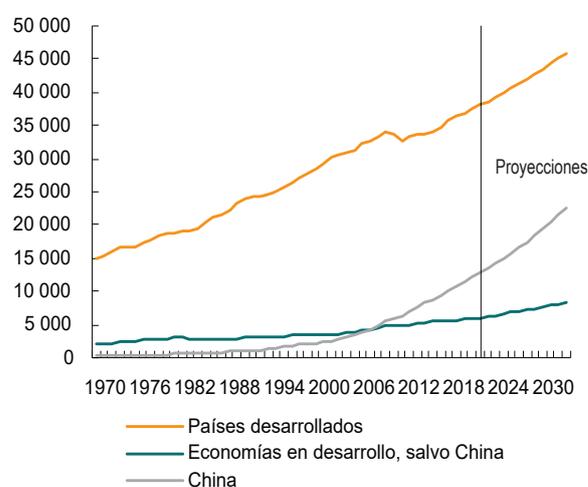
B. Tendencias regresivas de la economía globalizada

“La economía globalizada no trata a todos por igual. Con la actual configuración de las políticas, las normas, las dinámicas del mercado y el poder empresarial, es probable que se ensanchen las brechas económicas. A nivel global, no solo los niveles del PIB per cápita de los países desarrollados casi sextuplican en promedio los niveles de los países en desarrollo, sino que en la mayoría está aumentando la brecha de ingreso en términos absolutos (*TDR 2016: 2*) Existen excepciones a esta tendencia, por cuanto China fue el único con capacidad para afectar los promedios de los países en desarrollo, pero es evidente que el patrón del crecimiento a escala global sigue siendo muy desigual (gráfico 3.1).

Lograr el crecimiento mundial, la convergencia del ingreso y el desarrollo a escala global requiere abordar los problemas estructurales subyacentes. Sin embargo, se observa una gran división de opiniones en cuanto al carácter de estos problemas. En muchos debates sobre políticas, estos problemas a largo plazo se encasillan de una manera un tanto restrictiva como rigideces del mercado, mientras que a las “reformas estructurales” se las equipara con una mayor liberalización de los mercados de trabajo y

de bienes y de los mercados financieros (Lin, 2012; OECD, 2017b). Sin embargo, este enfoque pasa por alto aspectos de las estructuras económicas nacionales —como la composición de la demanda y

GRÁFICO 3.1 PIB per cápita en países desarrollados y países en desarrollo
(En dólares constantes de 2005, ppa)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas.

Nota: ppp = paridad de poder adquisitivo.

la producción agregadas, la debilidad de las instituciones del mercado de trabajo, el poder de mercado derivado de los activos intangibles y los efectos de la distribución del ingreso en la demanda— así como las limitaciones que provoca la inserción asimétrica de los países en el comercio internacional y los sistemas financieros. Esta conjunción de circunstancias ha propiciado cuatro grandes tendencias mundiales que están obstaculizando la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible: la caída de la participación de los ingresos laborales en el ingreso mundial, la erosión del gasto público, el debilitamiento de la inversión productiva y el aumento insostenible de dióxido de carbono en la atmósfera.

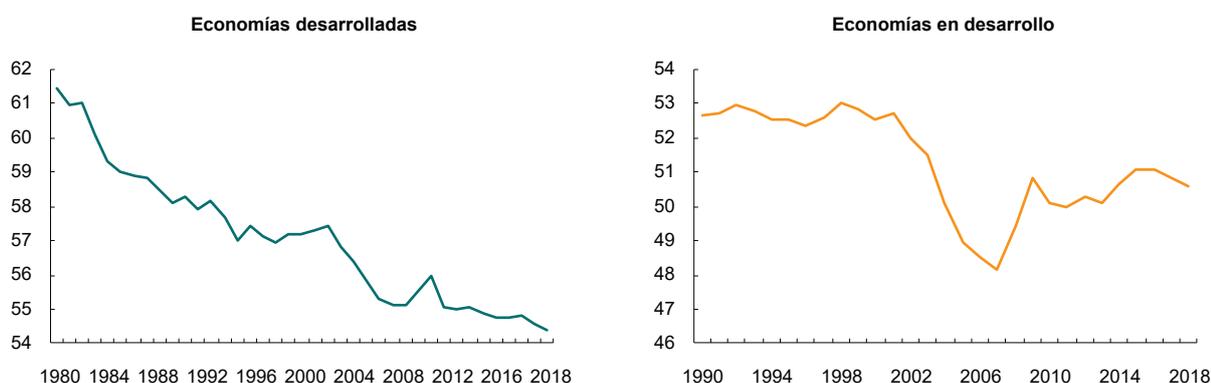
1. La caída de la participación de los ingresos laborales

Pocas tendencias mundiales son tan evidentes como el sesgo en la distribución del ingreso: desde la década de 1980, en todas las regiones y en casi todos los países, ha disminuido la proporción de las retribuciones laborales en el ingreso nacional con el consiguiente incremento de la parte correspondiente a los beneficios (gráfico 3.2). En los países desarrollados, esta redistribución en general ha sido mayor y en algunas ocasiones incluso extrema (en Australia, Italia y el Japón se ha transferido un 10 % del PIB, a veces incluso más, de los rendimientos del trabajo a los rendimientos del capital), aunque esta tendencia también se ha evidenciado en los países en desarrollo, lo que es indicativo de una espiral descendente en el costo de la mano de obra. La causa inmediata ha sido la depresión de los salarios, que ha provocado que los salarios no hayan podido seguir el ritmo del costo de la vida y

los incrementos de productividad. Entre los factores más profundos y fundamentales figuran reducción de las tasas de sindicalización, la erosión de la seguridad social, el crecimiento de la concentración del mercado y la propagación de la externalización a través de las cadenas de valor mundiales (Izurieta *et al.* 2018; *TDR 2017*; *TDR 2018*), todo lo cual ha mermado la capacidad de negociación de los trabajadores¹.

Los trabajadores, además de haber obtenido una parte cada vez menor del ingreso total, también han tenido que enfrentar una mayor inseguridad. En los países desarrollados, la pérdida de capacidad de negociación ha propiciado la proliferación de contratos de trabajo precarios. En muchos países en desarrollo, la desindustrialización y la presión para liberalizar el mercado laboral han debilitado las perspectivas del empleo a tiempo completo y regulado (UNIDO, 2013). El resultado ha sido que una parte creciente del gasto de los hogares se ha financiado mediante el crédito y no con ingresos reales. En general, el consumo y la inversión de los hogares se han desacelerado, lo que ha perjudicado a la demanda agregada y ha acarreado consecuencias negativas para la inversión empresarial y el crecimiento de la productividad, fortaleciendo así las presiones bajistas sobre los salarios y el crecimiento del empleo. La crisis financiera de México, Asia Oriental, la Federación de Rusia, Turquía, la Argentina, América del Norte y Europa, que se sucedieron de mediados de los años noventa del siglo pasado, han socavado aún más la proporción de las retribuciones laborales en el ingreso, ya que ha deprimido el empleo y al mismo tiempo ha allanado el camino a la adopción de políticas orientadas a la exportación como única estrategia para el crecimiento a largo plazo, propiciando con ello una nivelación a la baja de los salarios.

GRÁFICO 3.2 Participación de los ingresos laborales
(Ingresos laborales como porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas.

2. La erosión del gasto público

En la mayoría de los países, se ha aplicado durante décadas una política fiscal restrictiva o contractiva. El cambio de dirección de unas tendencias de acusada reducción del gasto público tuvo lugar después de la recesión superficial que experimentó los Estados Unidos a principios del siglo XXI y de manera más acusada con la Crisis Financiera Global. Cuando apareció la Gran Recesión, varios países inmediatamente adoptaron medidas de estímulo fiscal, que dejaron bruscamente de aplicarse en 2010 (Devries *et al.*, 2011). La contracción del gasto público, que ha adoptado la forma tanto de recortes (gráfico 3.3) como de aumentos de los impuestos sobre el valor añadido, perseguía el objetivo de reducir la deuda pública en relación con el PIB. En la mayoría de los países, los recortes han tenido repercusiones muy negativas en los sistemas de protección social (OIT, 2017) y la inversión pública (Oxford Economics, 2017; OECD, 2017a); Bhattacharya *et al.*, 2019) y han resultado perjudiciales al acarrear unas mayores desigualdades (Popov y Sundaram, 2015; OHCHR, 2013; Perugini *et al.*, 2019), una mayor inseguridad y peores perspectivas de crecimiento futuro (Ostry *et al.*, 2016).

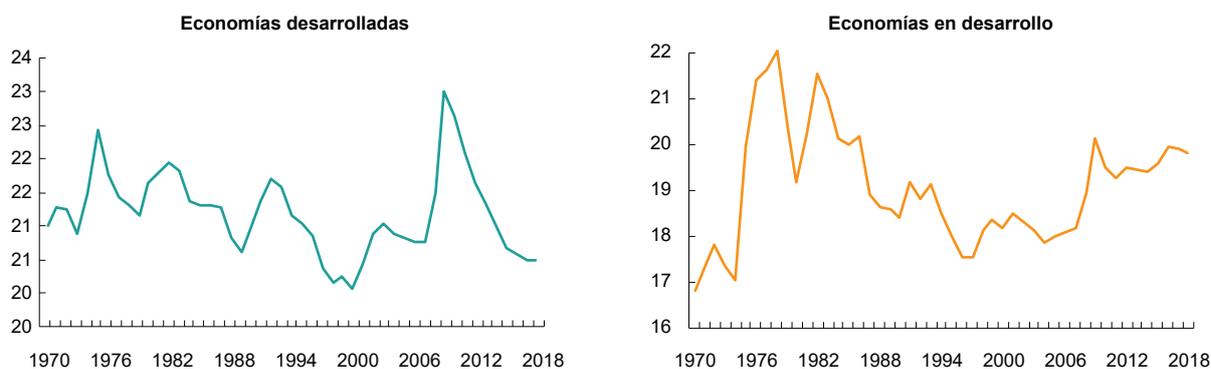
Aunque el gasto público en los países desarrollados y los países en desarrollo registró una clara tendencia a la baja hasta 2008, su composición ha cambiado (Ortiz *et al.*, 2015). Su peso se ha desplazado desde las transferencias sociales (que no se reflejan en el gráfico 3.3) y la inversión pública al servicio de la deuda en un esfuerzo generalizado de “consolidación” fiscal. Después de una breve interrupción en 2008-2012, cuando el gasto aumentó a causa de las

medidas de estímulo, los estabilizadores automáticos y los rescates de empresas y bancos (Acharya *et al.*, 2014; Balteanu y Erce, 2017), la tendencia a reducirlo parece haber vuelto a imponerse rápidamente, sobre todo en las economías desarrolladas.

3. Debilidad del crecimiento de la inversión

Por lo menos desde los años ochenta del siglo pasado, la expansión del crédito en muchos países ha tenido lugar sin la correspondiente acumulación de capital fijo (gráfico 3.4), a veces durante largos períodos de tiempo antes de calmarse por una contracción del crédito. Esta tendencia se manifiesta en la mayoría de los países desarrollados y los países en desarrollo y es particularmente evidente en Australia, el Canadá, los Estados Unidos, México y el Reino Unido, así como en la Arabia Saudita, Sudáfrica y la región del Caribe. Este hecho significa que, en los períodos de expansión, tanto entidades financieras como empresas no financieras han utilizado el crédito para financiar actividades especulativas (Schularick y Taylor, 2012; *TDR 2015: 2*). La inversión productiva se ha visto afectada de dos maneras. Puesto que las empresas no financieras pudieron utilizar el crédito para financiar operaciones financieras, estas tuvieron importantes alicientes para apartarse de la inversión productiva, debido a su largo período de maduración, su escasa liquidez y a menudo su menor rentabilidad. Al mismo tiempo, la acumulación de grandes pasivos financieros, alimentada por el crédito, acarreó crisis financieras y recesiones que desalentaron la inversión productiva. En general, la inversión productiva no se

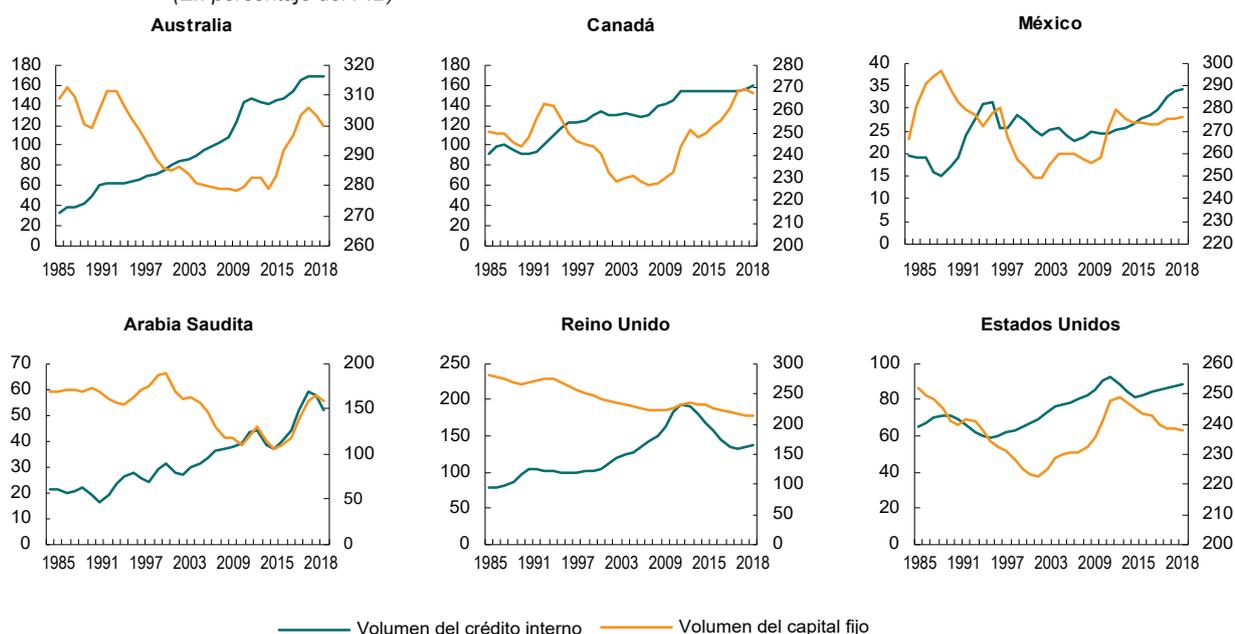
GRÁFICO 3.3 Gasto público en bienes y servicios (incluida la inversión)
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas.

GRÁFICO 3.4 Financiación y capital fijo

(En porcentaje del PIB)


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas.

ha disparado a escala mundial, a pesar de los repetidos episodios de expansión del crédito, el aumento de la proporción de los beneficios y las rebajas del impuesto de sociedades en las economías desarrolladas y emergentes. Con la única excepción de Chile, los tipos del impuesto de sociedades ahora son más bajos que en 2000 en todos los países de la OCDE, con reducciones que van desde los 3 puntos porcentuales en la República de Corea a los 22 puntos en Alemania (gráfico 3.5).

La inversión en infraestructura, que tiene menores rentabilidades y un mayor período de maduración, es la que sobre todo se ha visto afectada (Bhattacharya *et al.*, 2019), surtiendo además efectos negativos en la industrialización de los países en desarrollo y el crecimiento de la productividad en todo el mundo. Los datos indican que, si bien la expansión del crédito prosigue en todo el mundo, en muchos países se ha contraído la inversión en capital fijo. Esta situación es muy evidente en las economías desarrolladas, como el Reino Unido y los Estados Unidos, pero también lo es en otros países desarrollados y en desarrollo (gráfico 3.4).

4. La creciente acumulación de dióxido de carbono en la atmósfera

Los datos indican que el volumen de dióxido de carbono en la atmósfera (CO₂), que es el causante del

calentamiento de la atmósfera, sigue aumentando, por lo que es preciso poner freno al aumento de las temperaturas y revertir cuanto antes este proceso para que no llegue a ser autosostenido (IPCC, 2018). Abundan las soluciones tecnológicas (Steffen *et al.*, 2018), pero su adopción a una escala que sea lo suficientemente grande choca con los modelos imperantes de crecimiento económico. Hasta ahora, han fracasado los intentos para encontrar soluciones basadas en el mercado para que resultasen más costosas las inversiones que generasen grandes cantidades de carbono que las ecoinversiones (Storm, 2017b).

Se observa una aceleración de las emisiones anuales de carbono en los países en desarrollo, mientras que en los países desarrollados parecen haberse estabilizado (gráfico 3.6). A primera vista, este hecho parecería indicar que ahora es a los países en desarrollo a quienes correspondería adoptar las normas necesarias, especialmente en materia de eficiencia energética, para parar el cambio climático. Sin embargo, tras una lectura más atenta de los datos no se puede asumir esta conclusión. Por una parte, si se tiene en cuenta el tamaño de la población, los países en desarrollo producen mucho menos CO₂ que los desarrollados, esto es, una producción per cápita menor en un 80 % aproximadamente. Por otra parte, la intensidad de carbono del PIB y la elasticidad del crecimiento de estas emisiones son un indicio de que los países en desarrollo no cesan de mejorar su eficiencia en la utilización

de la energía de carbono. Asimismo, las mejoras de eficiencia en los países desarrollados no implican una verdadera transformación hacia un modelo de consumo e inversión que no genere emisiones de carbono. Por el contrario, estas mejoras son resultado de decenas de años de externalización de actividades industriales hacia países en desarrollo (Schröder y Storm, 2018). A través del comercio internacional y la globalización de las cadenas de valor, los países desarrollados han podido mantener sus pautas de consumo, desplazando al tiempo partes de la producción y de las emisiones hacia los países en desarrollo. Es evidente que la disociación entre las pautas de consumo y la disponibilidad de recursos no renovables también persiste en los países desarrollados.

Además, no es posible pasar por alto, por muy complejo que resulte, el vínculo entre el aumento de la desigualdad y el incremento de las temperaturas. La amenaza de una subida de las temperaturas por los altos niveles de carbono en la atmósfera obedece en gran parte a las emisiones del 10 % más rico de la población mundial. A nivel de empresa, la huella de carbono de un puñado de grandes empresas ha sido el factor predominante del aumento de las emisiones en las últimas décadas. También es abrumadora la evidencia de que es preciso sumar el cambio climático al conjunto de factores anteriormente examinados que han propiciado un empeoramiento de las desigualdades; la subida de las temperaturas ya están castigando a los países más pobres y a las personas más pobres aun con mayor intensidad (Diffenbaugh y Burke, 2019).

GRÁFICO 3.5 Rebajas del impuesto de sociedades en 2000-2019
(Diferencias en 19 años de los tipos impositivos)



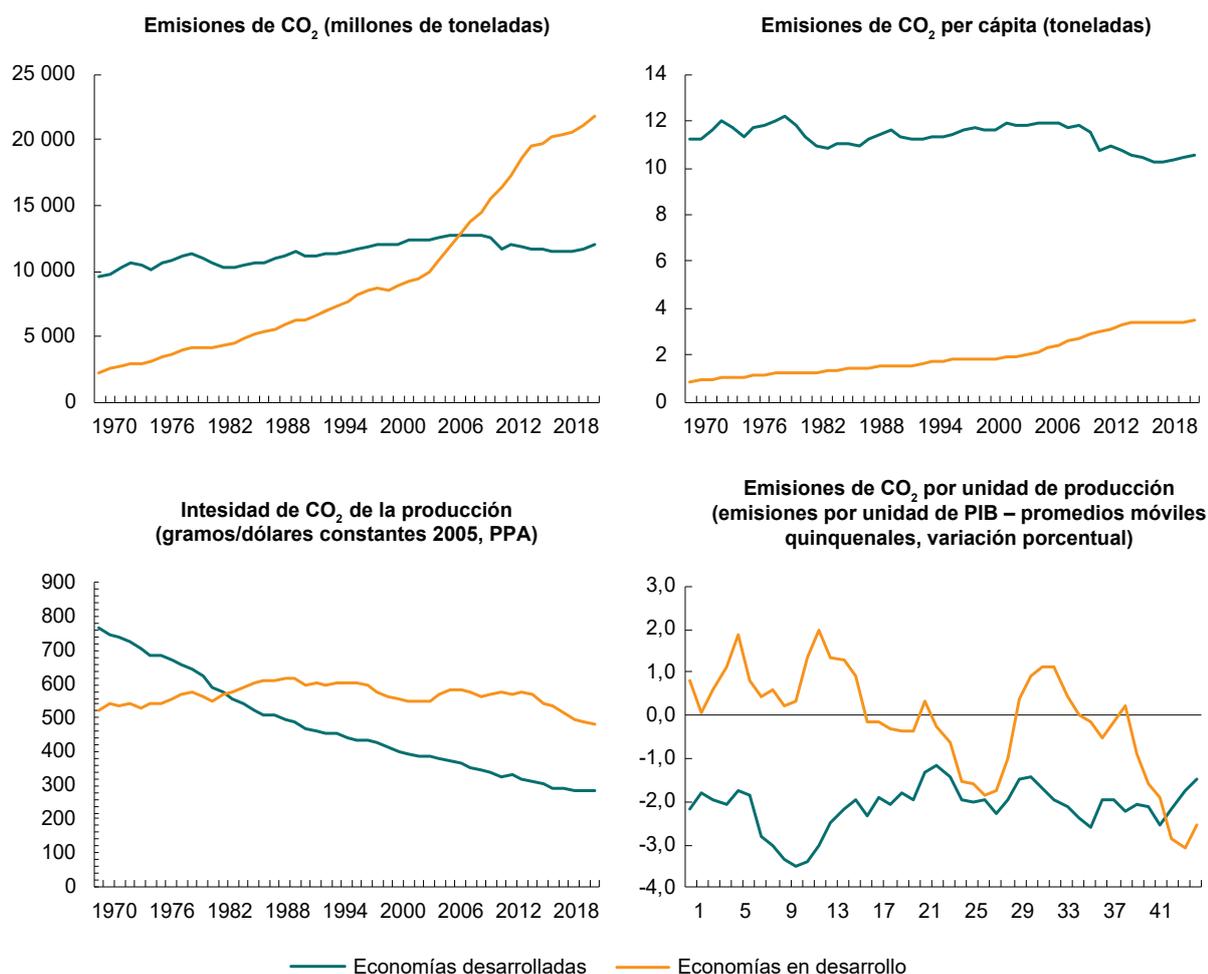
Fuente: OCDE, base de datos *OECD Tax Database*, Corporate Income Tax rates, Cuadro II.1.

C. Principales consideraciones en el diseño de un marco estratégico

Los problemas estructurales a los que se enfrenta la economía global tienen su origen en un problema común: las expectativas poco realistas de los responsables de la formulación de políticas acerca de la capacidad del sector privado para lograr un crecimiento y un desarrollo sostenibles. Después de 30 años de reformas políticas que se han concentrado en la “estabilidad de los precios”, el “libre comercio” y la “libre empresa”, la evidencia muestra que la estrategia no ha conseguido que se materializaran los resultados esperados (Glyn, 2007; Palma, 2009; Storm y Naastepad, 2012: 1). El crecimiento mundial no ha vuelto a alcanzar las cotas de la época de

posguerra, pues en la gran mayoría de los países, el crecimiento ha seguido un rumbo errático, han persistido las crisis económicas y financieras, se ha estancado la inversión productiva y han aumentado las desigualdades. En los países desarrollados, para muchos trabajadores la inseguridad económica se ha convertido en la norma; entretanto, en los países en desarrollo la industrialización se ha estancado en la mayoría de ellos e incluso en algunos se ha observado una desindustrialización prematura. China ha sido el único país que ha nadado contracorriente gracias a que ha sabido proteger su espacio para que el Estado pudiese intervenir activamente.

GRÁFICO 3.6 Emisiones de dióxido de carbono en 1970-2018



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

En este sentido, es esencial que los gobiernos de todo el mundo recuperen su espacio de política y puedan tomar medidas para potenciar la demanda agregada. A tal fin, debe ponerse al frente de un esfuerzo coordinado de impulso de la inversión, basado tanto en la inversión directa (por medio de las entidades del sector público) como en la creación de las condiciones que favorezcan la inversión productiva del sector privado. Al mismo tiempo, los gobiernos deben abordar los desafíos que plantean la inclusividad y la sostenibilidad mediante una redistribución del ingreso que permita potenciar el crecimiento y perseguir directamente el logro de resultados en materia social a través de medidas de empleo, planes de trabajo digno y la ampliación de la seguridad social.

Sea como fuere, pese a las variaciones que existan a nivel nacional según cada contexto, se requerirá

un conjunto muy diverso de instrumentos de política, como políticas fiscales, políticas industriales, políticas de crédito, regulación financiera y políticas sociales, así como políticas en materia de comercio e inversión internacional (*TDR 2016*). La coordinación internacional es, en este sentido, un imperativo si se pretende contrarrestar la influencia negativa de la movilidad del capital (que puede socavar toda estrategia de expansión adoptada de manera aislada), contener los actuales desequilibrios de la balanza por cuenta corriente y apoyar la transición hacia una economía de bajas emisiones de carbono, especialmente en los países en desarrollo.

No son sostenibles unos desequilibrios mundiales de gran envergadura y prolongados porque comportan la acumulación de deuda externa, que es un proceso que a menudo provoca crisis monetarias y que los

gobiernos a menudo intentan o no tienen más remedio que solventar unilateralmente mediante un recorte del gasto nacional. Antes o después es posible reducir el déficit exterior, pero a costa de una recesión, que puede acarrear consecuencias duraderas en los países afectados y en la demanda global, en particular cuando se produce el contagio. La otra posibilidad es la coordinación: se mantiene el nivel de gasto interno en todos los países, pero se acelera más rápidamente en los países con superávit. Con esta alternativa se puede lograr un reequilibrio a un costo nacional y mundial limitado (UNCTAD, 2014).

Por otra parte, hasta la fecha las políticas de emisiones de carbono que no estaban coordinadas no han logrado estabilizar el clima (IPCC, 2018). Los países en desarrollo con abundantes reservas de combustibles fósiles continuarán explotándolas si las prioridades del desarrollo obligan a su extracción y si se cobran a los usuarios precios de mercado (según lo establecido en acuerdos comerciales internacionales) por tecnologías más limpias. Solo la coordinación multilateral permite sacar el máximo partido de la estabilización del clima, al promover la transferencia de tecnología y la inversión para la transición hacia una senda de crecimiento con bajas (o nulas) emisiones de carbono.

1. Política fiscal: gasto público y tributación

Pese a los intentos de muchos países por seguir una senda de austeridad, desde principios de la década de 1980, no se ha conseguido reducir los ratios de endeudamiento porque el PIB se ha contraído a un ritmo tan rápido como el de la deuda o incluso mayor. Este hecho pone de relieve el papel crucial que desempeña la política fiscal en el proceso de crecimiento económico.

Los dos argumentos principales a favor de la austeridad fiscal, la “contracción expansiva” y los “umbrales de la deuda”, han resultado ser indefendibles, al quedar desacreditados por basarse en unas premisas sobre los mercados financieros y el efecto del gasto público en la economía que eran erróneas (Boyer, 2012; Skidelsky y Fraccharoli, 2017). El argumento a favor de la “contracción expansiva” se basa en la premisa de que los recortes del gasto público propician una bajada de los tipos de interés al reducir la demanda de fondos en los mercados de deuda y que, a su vez, la reducción de los tipos

de interés genera una mayor inversión privada². Además, también asume como premisa que los recortes del gasto público tienen un efecto relativamente poco nocivo en la demanda agregada. En realidad, los tipos de interés no son tan sensibles a la demanda de fondos (Taylor, 2017) y la inversión tampoco es muy sensible a la evolución de los tipos de interés (Levrero, 2019; Storm, 2017a). Entretanto, el efecto directo del gasto público en la producción ha resultado ser mayor de lo previsto (Blanchard y Leigh, 2013; IMF, 2012; Guajardo *et al.*, 2011; TDR 2011; TDR 2017; UN DESA, 2008, 2011: 42-43), especialmente en los momentos de recesión y bajo la presión de la hiperglobalización (Capaldo e Izurieta, 2013). El argumento del “umbral”, que ha sido muy popular entre los responsables de la formulación de políticas y los analistas de mayor renombre de los medios de comunicación (*Financial Times*, 2010), defiende que existe un ratio universal de deuda/PIB, que, de superarse, abocaría a los países a un aumento de los tipos de interés, una creciente inestabilidad y la recesión. Sin embargo, aunque es posible que se manifiesten simultáneamente una recesión, una subida de tipos de interés y un elevado nivel de endeudamiento, sus causas pueden ser muy diversas (Irons y Bivens, 2010), por lo que los intentos por establecer el supuesto umbral se han visto empañados por errores y un uso selectivo de los datos (Herndon *et al.*, 2014; IMF, 2010b). Las expectativas de los tenedores de bonos y las opciones de cartera se ven afectadas por una amplia gama de tipos de información, entre los que pueden figurar o no los ratios deuda/PIB.

La persistente debilidad del crecimiento mundial y los defectos de los argumentos a favor de la austeridad exigen, pues, un cambio de rumbo. De hecho, la evidencia que desacredita la contracción expansiva también sirve para fundamentar la adopción de una auténtica política fiscal expansiva. En esa expansión, el gasto público y la tributación asumirán funciones diferentes.

El gasto público en bienes y servicios es uno de los principales componentes de la demanda agregada y su valor promedia el 20 % del PIB en los países tanto desarrollados como en desarrollo. Para hacerse una composición de lugar de lo que supone esta cifra, el promedio del consumo privado y la inversión, que son los otros dos componentes de la demanda interna, representan entre un 55-60 % y un 18-25 % del PIB, respectivamente. Al estimular la demanda de bienes y servicios, incluidos los producidos o

prestados por empleados públicos, el gasto público contribuye a la demanda agregada tanto o más que la inversión privada.

Toda vez que los impuestos reducen el ingreso disponible que afecta al consumo y la inversión privados, la tributación a la larga acaba ocasionando una “fuga” del potencial de gasto de la economía (*TDR 2018*). Los ingresos privados que podrían gastarse o ahorrarse se transfieren al Estado y el efecto de esa transferencia en la demanda agregada depende de la forma en que este utilice el dinero. Si lo gasta íntegramente en bienes y servicios no se produce ninguna merma en la demanda agregada. La demanda agregada podría incluso aumentar si los rendimientos gravados se destinaran al ahorro y el gasto público resultante supusiese un gasto extraordinario por parte del sector privado. Sin embargo, si el Estado ahorra esos ingresos tributarios (como lo hace, por ejemplo, cuando compra acciones en el marco de planes de rescate de empresas) o los utiliza para pagar su deuda, no hay gastos adicionales en bienes y servicios para compensar la pérdida de ingresos tributarios. En estos casos, la demanda agregada no necesariamente se incrementa.

Al evaluar si la política fiscal contribuye o no a un crecimiento estable de la demanda agregada, un elemento clave es la evaluación de los efectos multiplicadores de diversas formas de gasto público y movilización de ingresos (Mittnik y Semmler, 2012; Blanchard y Leigh, 2013; Kraay, 2014). El gasto que propicia un aumento de los ingresos de los grupos de ingresos más bajos (con el consiguiente aumento de la propensión al consumo), así como la demanda de bienes de las empresas nacionales, es el que surte mayores efectos. Las decisiones de inversión pública también pueden contribuir al fomento de la capacidad productiva y a la mejora de la eficiencia general, fomentando así la actividad privada. La tributación es el elemento que tiene mayores posibilidades de contribuir al crecimiento de la demanda y a la estabilidad económica cuando se focaliza en los ingresos elevados (de los que una gran parte se dedica al ahorro) y las actividades especulativas. Los impuestos indirectos, especialmente el impuesto sobre el valor agregado, tienen por lo general un efecto negativo en la demanda agregada porque pesan mucho en la parte de los ingresos dedicada al gasto (como así ocurre con los ingresos de los grupos más pobres) y no sobre la parte destinada al ahorro (como en el caso de grupos de mayor riqueza).

Además, la política fiscal es fundamental para determinar dos características importantes de la economía: la amplitud de los vaivenes de la actividad económica (incluida la duración y la profundidad de las recesiones) y el comportamiento del crecimiento a largo plazo. La política fiscal estabiliza las fluctuaciones de la demanda mediante estabilizadores automáticos y medidas discrecionales de gasto. En la mayoría de los casos, la recuperación económica tras una recesión no sería posible sin estas medidas de apoyo (Boyd *et al.*, 2005; Cerra y Saxena, 2008). Los estabilizadores “automáticos” son los impuestos y las prestaciones económicas (como el seguro de desempleo y otras prestaciones de protección social) que actúan de forma anticíclica. Cuando la economía se contrae como consecuencia de una recesión, la recaudación tributaria disminuye y aumentan las prestaciones sociales. Este aspecto reviste una particular importancia en los países desarrollados, donde se aplica por lo general un régimen de impuesto sobre el rendimiento de las personas y los sistemas de protección social son relativamente extensos. El gasto público —en adquisición y producción de bienes o en planes de empleo (Wray, 2007)— puede tener una función estabilizadora (como así ocurrió, por ejemplo, en China, así como en Alemania y los Estados Unidos durante la Gran Recesión) o puede ser contraproducente (como en la Argentina, España, Grecia, Italia y otros países después de 2012), ya que su efecto general tiene lugar a través de canales reales y financieros (Boushey *et al.*, 2019). Desde un punto de vista financiero, los déficits públicos durante las recesiones suponen un apoyo a los flujos de tesorería de las empresas, pues impiden que estas pierdan (parcial o totalmente) el acceso al crédito y reduzcan la inversión, efecto que es más acusado en los países en los que la financiación de las inversiones se basa más en la deuda. Además, la deuda pública proporciona a los ahorradores unos activos financieros relativamente seguros, lo que propicia una mayor liquidez del sistema financiero. Como dijo Hyman Minsky, “se puede cuestionar la eficiencia de un Estado abultado, pero de lo que no cabe duda es de su eficacia para evitar que el cielo se hunda” (Minsky, 2008: 34).

Igualmente importante, aunque subestimado en los debates públicos, es el efecto de la política fiscal en la evolución del crecimiento de la economía a largo plazo, no solo a través de un apoyo continuo a la demanda agregada, sino también de las decisiones de inversiones estratégicas. El apoyo a la demanda agregada para propiciar un crecimiento del empleo es la base sobre la que descansa la expansión de los

mercados de bienes de consumo y de inversión, lo que permite a las empresas explotar las economías de escala estáticas y dinámicas. Este apoyo conlleva un crecimiento sostenido de la productividad, que es el factor determinante más inmediato del crecimiento económico a largo plazo (Storm, 2017a). Sin embargo, para que este proceso sea sostenible, es preciso que las ganancias generadas por el crecimiento de la productividad se distribuyan adecuadamente, como se explicará más adelante. Al mismo tiempo, el Estado ocupa una posición única para acometer las inversiones estratégicas que son cruciales para el crecimiento a largo plazo, como las inversiones en infraestructura física, educación, salud pública y otras inversiones en protección social. Estas inversiones suelen ser diferentes en los países desarrollados y en desarrollo, pero cuando se adaptan adecuadamente a las necesidades del país, una política fiscal expansiva puede ser un poderoso instrumento de crecimiento en todos los países.

Una cuestión que se plantea inmediatamente es si un país puede o no “permitirse” una política expansionista. Debe quedar claro que el espacio fiscal no puede determinarse en ninguna economía como un nivel preestablecido de recursos. Más bien, depende de las opciones de política fiscal tomadas en el pasado y el presente, como la magnitud del gasto público, sus ahorros y el nivel de su deuda en relación con el PIB. Lo más importante es el flujo de ingresos obtenidos por el Estado durante un período de tiempo como resultado de los cambios en los impuestos y el gasto y su ulterior impacto en el PIB por efecto de los multiplicadores fiscales³. Si bien es cierto que en este sentido el espacio fiscal es “endógeno”, aún puede verse materialmente restringido por las limitaciones de la capacidad productiva, que puede evolucionar dinámicamente con el tiempo. Si no es posible ampliar la producción, a pesar de la existencia de desempleo, generalmente como consecuencia de cuellos de botella (que se analizan más adelante) en otros factores de producción o en la financiación, el impacto de la política fiscal en la demanda agregada consiguientemente se encontrará con límites.

Por ello, la adopción de una política fiscal expansiva obliga a estudiar detenidamente su enfoque. Cuando se utiliza plenamente la capacidad productiva o cuando las empresas se enfrentan a limitaciones externas (como la escasez de divisas), las inyecciones de gasto derivadas directa o indirectamente del aumento del gasto público pueden provocar una presión inflacionista y una redistribución del ingreso real que vaya en

detrimento de los salarios y favorezca los beneficios⁴, lo que puede acarrear consecuencias negativas para el gasto privado⁵. Otro motivo que invita a la cautela es la rápida acumulación de deuda soberana, que puede propiciar unos problemáticos efectos de realimentación, subidas de los tipos de interés, elevados costos del servicio de la deuda y elevados niveles de endeudamiento (véase el capítulo IV).

Estos riesgos pueden reducirse cuando la política fiscal expansiva forma parte de una estrategia coordinada a nivel mundial (o regional), como se examinará más adelante. La coordinación contribuye a la consecución de los objetivos nacionales al paliar los factores limitadores externos y permitir al mismo tiempo la adopción de una estrategia en su política fiscal que refleje la especificidad estructural de cada economía.

La coordinación fiscal reviste una especial importancia tratándose de la financiación del desarrollo. Los instrumentos de los que disponen los países en desarrollo para obtener fondos para favorecer la industrialización y la expansión del bienestar social —principalmente la tributación de las empresas extranjeras y de los ingresos elevados, así como los ingresos de exportación— no pueden funcionar eficazmente si otros países no cooperan; por ejemplo, renunciando a competir en niveles impositivos, compartiendo datos, concediendo acceso a sus mercados y favoreciendo la financiación a largo plazo. Sin embargo, la principal medida consiste en que cada país apoye la expansión de su propia demanda interna, por cuanto puede generar un fuerte crecimiento de la demanda mundial.

Sin embargo, los países desarrollados y en desarrollo difieren significativamente en su capacidad para contribuir a un estímulo fiscal y monetario a escala mundial centrado en el gasto público. Es obvio que las economías avanzadas que disponen de una moneda ampliamente aceptada (especialmente los Estados Unidos, que gozan del “privilegio exorbitante” del patrón dólar) están en mejores condiciones que la mayoría de los países en desarrollo para financiar el estímulo fiscal. Este particular plantea el interrogante de si la teoría de las “finanzas funcionales” (y por extensión de la “teoría monetaria moderna”, TMM) pueden o no constituir un marco útil para promover una estrategia de expansión del gasto público. Esta cuestión se examina de manera sucinta en el recuadro 3.1.

RECUADRO 3.1 Gastar o no gastar, ¿es esa la cuestión? Dinero endógeno, teoría monetaria moderna y déficit público

La teoría monetaria moderna (en los sucesivos, TMM) es una ampliación de la idea de que la oferta monetaria es endógena al modo de funcionamiento del sistema económico y las políticas del Estado. Amplía los argumentos sobre las “finanzas funcionales” desarrollados inicialmente por Abba Lerner (1943). En su forma más sencilla, la TMM sostiene que la existencia misma del dinero *fiat* en el fondo es posible por el aval de Estados que exigen el pago de obligaciones tributarias y otros impuestos en esa moneda. Por ello, los ingresos públicos no son simplemente un medio de financiar el gasto público; por el contrario, el superávit o el déficit público es un instrumento de política que pueden utilizarse para regular los niveles de empleo e inflación, por cuanto los Estados puedan financiar todo incremento del gasto público por el mero hecho de emitir dinero. No se generará inflación a menos que existan limitaciones de oferta que impidan que aumente la producción para satisfacer un incremento de la demanda. Esta característica es directamente relevante cuando el objetivo de la política es propiciar una expansión de la economía real, en términos de crecimiento del empleo y los ingresos. Se trata de un buen antídoto contra el excesivo hincapié en la austeridad fiscal preconizada por los “halcones” del déficit. Además, apunta claramente a la posibilidad de adoptar una serie de medidas que pueden ser muy diferentes de las que están de moda actualmente, cuyo objetivo es estimular la economía creando liquidez con medidas de flexibilización cuantitativa, pero que suelen aplicarse en conjunción con otras medidas de austeridad fiscal o de flexibilización del mercado de trabajo que cuando son simultáneas debilitan la demanda agregada.

Las propuestas básicas de la TMM son en gran medida coherentes con el proceso de creación de dinero en una economía moderna y la función atribuida a la política fiscal. Asimismo, la teoría reitera la importante observación que hay mucho más espacio financiero para adoptar planteamientos fiscales proactivos del que se percibe en general. De hecho, los economistas keynesianos llevan sosteniendo desde hace mucho tiempo que el déficit público puede y debe utilizarse para combatir las situaciones de recesión, la financiación de infraestructuras e incluso sufragar algunos de los gastos corrientes que se consideran socialmente valiosos. Por ello, se puede defender abiertamente la ejecución de un plan de finanzas funcionales de este tipo en los Estados Unidos, donde esta posibilidad ha sido preconizada vehementemente (Bell, 1998; Wray, 1998, 2015; Mosler, 2004; Tymoigne, 2014; Mitchell, 2016; J. Nersisyan y Wray, 2019). Esa estrategia es especialmente adecuada para los Estados Unidos, al ser un emisor de moneda de reserva mundial; obviamente, para ello es necesario que el dólar estadounidense siga siendo aceptado como tal para que la demanda adicional de importaciones creada por la expansión interna puede ser satisfecha sin dificultades. En los Estados Unidos son motivo de preocupación además otras cuestiones que será preciso solventar, como los límites autoimpuestos en materia de deuda pública, las pretensiones de independencia del banco central y las tensiones en la distribución del ingreso entre trabajo y el capital que puede generar un patrón de gasto público adicional. Algunos autores han cuestionado algunos aspectos de la TMM (López-Gallardo y Reyes-Ortiz, 2011; Lavoie, 2013; Taylor, 2019), como ciertas cuestiones institucionales y ciertos factores reales que limitan los recursos, entre ellos, las posibilidades de que aparezcan cuellos de botella en la oferta en determinados sectores con potenciales consecuencias inflacionistas. Aun reconociendo estos problemas, lo cierto es que, en los Estados Unidos, puede adoptarse una estrategia financiera funcional para el logro del pleno empleo o un “*New Deal* verde”. Toda vez que este plan sería un importante factor para favorecer la demanda global, también sería una gran ayuda para un estímulo fiscal global. Si al mismo tiempo el gasto público se focaliza en la transformación hacia una economía verde, aparecerán entonces efectos de difusión, como transferencias de tecnología a otros países y economías de escala.

Sin embargo, en otros contextos económicos, este tipo de planes de gasto público basados en la creación de dinero pueden enfrentar problemas sumamente difíciles de superar. Otras economías avanzadas no disfrutan del mismo grado de aceptación de su moneda como el que tiene el dólar estadounidense, por lo que esa estrategia de finanzas funcionales exigirá una coordinación mucho más estrecha entre bancos centrales para impedir ataques especulativos y drásticas fluctuaciones del tipo de cambio. Los problemas son más graves en el caso de los países en desarrollo, pues por lo general se encuentran mucho más limitados por factores externos y por una estructuras productivas y financieras nacionales que son sumamente dependientes del resto del mundo. No es realista esperar que el aumento de la demanda financiada mediante emisión de dinero soberano pueda ser absorbida íntegramente por el empuje de la oferta interna. Las elasticidades de las importaciones suelen ser elevadas en los países en desarrollo y además para la industrialización se precisan unas importaciones de equipo de capital y unos conocimientos especializados que no pueden pagar en su moneda nacional. Toda vez que una expansión financiada con este tipo de dinero generaría mayores déficits comerciales, los aumentos de la deuda externa que comportaría provocaría una mayor vulnerabilidad de esos países. Además, las potenciales dinámicas inflacionistas desencadenadas por las posibles limitaciones de la oferta o depreciaciones inducidas

complicarían los conflictos de distribución del ingreso y dificultarían mejorar el estado de bienestar. En estos países, financiar una parte considerable del déficit mediante una reestructuración de los sistemas tributarios con arreglo al principio de progresividad (en particular, gravar a los pudientes y los beneficios de las empresas del sector extractivo) sería más coherente ante un reto como es el de mejorar el estado de bienestar. Además, es más coherente tratándose de un plan de transformación estructural basarse en la obtención de divisas ampliando las posibilidades de acceso a los mercados de exportación y, de manera complementaria, creando sistemas unitarios de compensación regional u otras formas de cooperación financiera (véase el capítulo IV). Por último, una de las premisas del razonamiento de los partidarios de la TMM es que la soberanía monetaria solo puede mantenerse con tipos de cambio flexibles. Se trata de un precio demasiado alto que la mayoría de los países en desarrollo no están en condiciones de pagar hoy por hoy. Estos países con demasiada frecuencia tienen que sufrir la doble conmoción que suponen la vorágine de la relación de intercambio y del tipo de cambio, factores ambos principalmente exógenos y que superan su capacidad de intervención. En estos países, los controles de capital y la regulación de los tipos de cambio permiten ejercer de una manera mejor y efectiva la soberanía sobre sus políticas que aplicar una política combinada de tipos de cambio flexibles y finanzas funcionales.

Además, hay que tener presente una cuestión más general como el hecho de que tanto la tributación como las medidas de gasto público tienen importantes resultados desde el punto de vista de la distribución del ingreso que no pueden separarse de objetivos sociales más generales, como los que figuran en un *New Deal* verde. Lo ideal sería que esa estrategia contemplase un conjunto sólido de medidas de distribución del ingreso, donde se realizase la función de la tributación progresiva, tanto de los ingresos como del patrimonio, en la reducción de la desigualdad, y se definiesen los tipos de gasto con mayores probabilidades de conseguir resultados más sostenibles y equitativos.

2. Política de inversión y política industrial

Si bien el gasto público puede calibrarse para que tenga efectos anticíclicos, es frecuente que la inversión privada amplifique el ciclo económico, lo que puede surtir efectos especialmente negativos durante una recesión. Por ello, una política activa de inversión es un elemento fundamental de toda estrategia de crecimiento económico y el desarrollo, como así se ha analizado ampliamente en anteriores ediciones del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo* (1994, 1996, 2003, 2007, 2016). Sin embargo, las políticas de inversión de los países tanto en desarrollo como desarrollados se han venido centrado cada vez con mayor frecuencia en crear posibilidades para la inversión privada y en la captación de financiación exterior. Esta postura ha contribuido a la omnipresencia de la fijación de objetivos de inflación como eje de las políticas macroeconómicas con la expectativa de que la estabilidad de los precios y unos bajos tipos de interés creen un entorno propicio para la acumulación de capital privado. Además, también se contemplan medidas de acompañamiento destinadas a reducir el costo de las actividades económicas (doing business) mediante, entre otras cosas, la desregulación, la reducción de los impuestos sobre sociedades, la privatización de activos del Estado o la firma de los tratados de inversión.

Estas políticas generalmente han logrado su objetivo inmediato de aumentar la rentabilidad de capital privado, pero no han logrado movilizar la inversión productiva a un nivel como el alcanzado en décadas anteriores y ni mucho menos en el volumen necesario para lograr el pleno empleo y el cambio estructural (UNCTAD, 2018). Por el contrario, han permitido que cada vez fluyan más beneficios hacia el sector financiero, lo que confirma las advertencias de los críticos, que ya alertaron que el sólido nexo entre beneficios e inversión sería desbancado por el auge del comportamiento rentista (*TDR 2003; TDR 2016; TDR 2017*)⁶. Se haya hecho caso omiso de la lección de que el crecimiento sostenido y el cambio estructural necesitan del “empuje direccional” del Estado (Wade, 2014) a través de la inversión pública y la regulación de la inversión privada. Estas dos actividades son cruciales para favorecer la diversificación productiva y el progreso técnico (IMF, 2018).

Una dilatada tradición de estudios empíricos han demostrado que no todos los sectores económicos tienen el mismo potencial de generar mayores ingresos y mejorar los niveles de vida, especialmente en los países en desarrollo. Las experiencias positivas de desarrollo de las primeras décadas de la posguerra y las negativas de las “décadas perdidas” de 1980 y 1990, han confirmado, en particular, la función

primordial que cumple el sector industrial debido a las extensas concatenaciones, tanto progresivas como regresivas, que establece con el resto de la economía⁷. La expansión del sector de los servicios, aunque es también una de las características de las economías contemporáneas exitosas, es a menudo más un indicio del desarrollo que una de sus causas, puesto que la demanda del sector industrial suele impulsar su crecimiento, incluso en casos como el auge de los servicios digitales en la India (Ghose, 2014).

La experiencia real de la industrialización (y de la desindustrialización prematura) han puesto de relieve la función que cumple el Estado en la concepción de una política industrial que le permita resolver toda una serie de problemas cruciales (Storm y Naastepad, 2005; *TDR 2016*). Entre ellos figuran la lista habitual de problemas de coordinación como consecuencia de los fallos del mercado y la falta de conexión entre rendimientos privados y sociales; la incapacidad para sacar provecho de los beneficios dinámicos vinculados a los rendimientos crecientes de escala, los daños por el despilfarro de recursos debido a una competencia excesiva que provoca guerras de precios, quiebras y una reasignación de recursos socialmente onerosa, así como la amenaza de esclerosis como consecuencia de la resistencia a los cambios, lo que provoca desempleo temporal y lucro cesante.

La inversión agregada genera los recursos que requiere al provocar un aumento del ingreso y los beneficios agregados y, por ende, del ahorro agregado⁸. No se ve constreñida por el flujo de ahorro existente en la economía, pero sí necesita que se pueda disponer de antemano de futuros ahorros, lo que puede lograrse mediante la creación de crédito u otras formas de financiación. Aunque el ahorro agregado responde al gasto de inversión, es importante el grado y la manera en que los hogares, las empresas, el Estado y los recursos externos contribuyen a ese ahorro, por lo que ambos aspectos tienen consecuencias tanto para el crecimiento como para la distribución del ingreso. Asimismo, la forma en que el sistema financiero canaliza el crédito hacia las inversiones productivas y de otro tipo puede ser un aspecto decisivo, sobre todo cuando se trata de inversiones a largo plazo (capítulo VI). Sin embargo, establecer opciones de financiación que favorezcan una inversión a largo plazo que sea innovadora y productiva implica regular los tipos de interés, la asignación del crédito y los flujos de inversión extranjera directa (IED), aspectos todos ellos que obligan a imponer cierto grado de control de capitales y la regulación de los tipos de cambio

(capítulos IV y V). Dada la gran dependencia de todas las economías de los mercados internacionales de capitales, para que la política industrial pueda orientar el crecimiento hacia una senda sostenible es necesario que la política financiera sea la adecuada.

La inversión en capacidad industrial debería ir acompañada de la inversión en infraestructura. Debido a su gran escala y al efecto de “atracción” que ejerce sobre otro tipo de inversiones (es decir, su efecto estimulante de nuevas actividades económicas y de expansión de las ya existentes), la inversión pública en infraestructura desempeña un papel importante en todas las economías⁹. La función estratégica y el valor social de la inversión en infraestructura dificulta que inversores individuales se apropien de todos los ingresos que esta genera, por lo que es necesaria la participación del Estado para que el nivel de dicha inversión sea el adecuado (Aghion y Howitt, 2006). Sin embargo, en las últimas décadas el gasto en infraestructura ha sido insuficiente en muchos países (*TDR 2018*). Una de las razones ha sido la insuficiencia de la financiación adecuada, especialmente cuando los gobiernos enfrentan presiones para que recorten sus presupuestos y se cuestiona su soberanía sobre sus políticas. A la hora de movilizar capital privado, la mayoría de los países han experimentado con diversas formas de asociatividad entre el sector público y el privado, pero, como se examinó en el capítulo anterior, muchas de ellas entrañan una distribución desequilibrada de los ingresos y los riesgos, ya que en su mayor parte son los inversores privados quienes se quedan con los ingresos mientras que los Estados son principalmente quienes asumen los riesgos. Las posibilidades de financiación fuera del mercado, como los préstamos a largo plazo de los bancos nacionales de desarrollo, son más eficaces a la hora de financiar inversiones de importancia estratégica que redunden en beneficio del desarrollo sostenible (véase el capítulo VI).

3. Invertir en la transición verde

La inversión en infraestructura ofrece una oportunidad única para la transición a una economía global menos intensiva en carbono, o “descarbonizada”. La protección del clima requiere una nueva oleada masiva de inversiones, que no se concentre solo en la infraestructura, para reinventar lo antes posible el sector de la energía y otros sectores emisores de carbono (Steffen *et al.*, 2018); IPCC, 2018). Hay que crear, instalar y mantener nuevas tecnologías

de bajas emisiones de carbono en todos los países (Bovari *et al.*, 2018; Millar *et al.*, 2017; Geels *et al.*, 2017; Steffen *et al.*, 2018; Fankhauser y Jotzo, 2018), especialmente dada la presencia de cadenas de valor globalizadas intensivas en carbono¹⁰.

Existen numerosas oportunidades de inversión en eficiencia energética y suministro de energía renovable, muchas de ellas ya rentables a los precios actuales¹¹ y muchas que aún no se han comercializado, pero que son igual de necesarias para la completa descarbonización de la economía global¹².

En el caso de los países en desarrollo, la inversión verde plantea tanto retos como oportunidades que no existían para los países desarrollados cuando llevaron a cabo su industrialización. Aunque todos los países tienen que instalar nuevas infraestructuras, es probable que la mayoría de los países desarrollados tengan instaladas infraestructuras anticuadas e ineficientes. En cuanto a la infraestructura energética, dos ejemplos destacados son las instalaciones para picos y la transmisión de electricidad a larga distancia.

El aumento de los ingresos implica un cambio hacia modelos residenciales de demanda de electricidad en zonas urbanas de gran densidad, donde se concentrará la mayor parte del crecimiento de la población, los ingresos y la infraestructura en este siglo. Tanto el aire acondicionado como la iluminación exigen un considerable aumento de la generación eléctrica en las últimas horas del día, lo que se consigue con centrales “de picos” que permanecen inactivas la mayor parte del tiempo. En general, los países de ingreso alto han superado la fase de construcción de suficientes centrales de picos suficientes para satisfacer la demanda máxima experimentada en la red eléctrica. En cambio, muchos países en desarrollo, todavía están planificando y creando sus sistemas energéticos. El resultado es que el ahorro de recursos que pueden conseguirse utilizando fuentes de energía limpia es mayor en algunos países en desarrollo; en los países desarrollados, la adopción de una nueva tecnología, como las bombillas energéticamente eficientes permite que las instalaciones de punta existentes puedan ahorrarse los costos de combustible, pero no los del capital. En los países en desarrollo, la misma opción tecnológica puede permitir que las nuevas instalaciones de picos eviten tanto los costos del capital como del combustible.

El suministro de energía a poblaciones alejadas a través de una red nacional articulada en torno a las zonas urbanas entraña un gasto considerable en líneas de

transmisión de larga distancia. Una vez más, muchos países desarrollados, entre ellos el Canadá y los Estados Unidos, ya han invertido en este tipo de conexiones de larga distancia. En este sentido, la energía no contaminante puede evitar los costes de combustible y las emisiones derivadas del uso de combustibles fósiles, pero no el costo del capital (ya costado a fondo perdido) que supone el funcionamiento de líneas que se adentran tan lejos en el interior de un territorio. En el caso de poblaciones geográficamente alejadas que carecen de conexión a la red eléctrica, las economías pueden ser aún mayores. Si bien los llamados sistemas de “microrredes”, que utilizan una serie de fuentes de generación de energía eléctrica a pequeña escala para atender la demanda de la clientela local, ofrecen unos mejores servicios comunitarios de energía, no están pensados para acometer grandes inversiones como las que se necesitan para conectarse a una red nacional unificada (IRENA, 2018a)

De hecho, el sistema energético óptimo para un país grande puede basarse en una estructura de microrredes, independientemente de cual sea su densidad o su ingreso. En este caso, los países en desarrollo pueden saltarse la costosa fase de crear una única red nacional y dar un salto hacia adelante y adoptar una estructura distribuida basada en microrredes. Al igual que la tecnología de telefonía celular ha permitido a países en desarrollo “saltarse” la fase de creación de una red de telefonía fija y el gasto que supone (Aker y Mbiti, 2010), la tecnología de microrredes les permite evitar el gasto de crear y ampliar una red nacional unificada.

Este empuje de la inversión “verde” es una oportunidad para un “*new deal* verde global”, que traslada la política distintiva de la época de la Depresión a una escala mundial con la posibilidad además de generar un crecimiento de los ingresos y el empleo, así como de conseguir una estabilización del clima, un aire más limpio y otros beneficios para el medio ambiente. La distribución del ingreso también mejorará, pues muchos de los puestos de trabajo creados por la inversión verde tienen el carácter inherentemente local de la zona donde se realiza la inversión (ILO, 2018). Este proceso puede propiciar que los países desarrollados se aproximen a una situación de pleno empleo y contribuir al logro de mejores condiciones de trabajo en los países en desarrollo.

Se observan variaciones en las estimaciones del impacto de la transición verde en el empleo y una serie de análisis muy exhaustivos señalan un incremento neto de 18 millones de puestos de trabajo en

todos los sectores, después de tener en cuenta tanto la creación como la destrucción de empleo (ILO, 2018). El sector de la energía, en particular, es probable que sea un importante motor de creación de empleo. El empleo mundial en los sectores de las energías renovables se elevó a 10,3 millones en 2017 (IRENA, 2018b). Hubo numerosas oportunidades para un mayor crecimiento del empleo, ya que los puestos de trabajo existentes se concentran en la minoría de países que hasta la fecha han promovido las fuentes de energía renovables. Y aún puede hacerse más para aumentar el uso de la energía no contaminante y el empleo, incluso en países que ya han comenzado a adoptar las renovables. En la Unión Europea, el tránsito hacia el uso de fuentes de energía no contaminantes creó entre 1995 y 2009 unos 530.000 nuevos puestos de trabajo, aunque su distribución por países es desigual; un tercio de los nuevos puestos de trabajo creados se debió a los efectos transfronterizos de las políticas de un país de la Unión Europea sobre otro (Markandya *et al.*, 2016).

El empleo creado por la energía limpia incluye tanto la mano de obra necesaria para la construcción y la instalación como los empleos en las industrias de materiales básicos que abastecen al sector energético (Pollin, 2015). En un estudio realizado en 2011 se estimaron las necesidades de materiales para que los Estados Unidos pudiesen generar en 2030 el 20 % de su electricidad a partir de la energía eólica y concluía afirmando que era necesario para ello un incremento del consumo anual cifrado en 6,8 millones de toneladas en el caso del cemento y en 1,8 millones de toneladas en el del hierro y el acero (Wilburn, 2011).

La eficiencia energética crea puestos de trabajo a través de un mecanismo diferente. Cuando las medidas de eficiencia reducen o suprimen el consumo de energía suele reducirse el gasto en energía de los hogares. En todos los hogares, excepto en los de mayores ingresos, la mayor eficiencia energética permite utilizar parte de ellos para aumentar el gasto en otros bienes y servicios, creándose así de manera indirecta puestos de trabajo en muchos sectores de la economía.

Los análisis de insumo-producto revelan que tanto la energía de fuentes renovables como la eficiencia energética crean muchos más puestos de trabajo que los sectores de combustibles fósiles: casi tres veces más empleos por millón de dólares de gasto, según un estudio reciente (Garrett-Peltier, 2017). En el caso de los Estados Unidos, la ineficiencia del actual sistema energético y el desplome de los costos de la energía

no contaminante suponen la posibilidad de lograr una reducción del 80 % de las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) de aquí a 2050 y ello sin propiciar un aumento neto de los costos de la energía, aunque sí un incremento considerable del empleo (Ackerman *et al.*, 2015). De los 550.000 nuevos empleos netos que se crearían en ese escenario, más de tres cuartas partes se generarían en los sectores de la construcción y la industria manufacturera. Un análisis insumo-producto de África, basado en datos más fragmentados, pone de manifiesto un potencial similar de creación de empleo con la energía limpia, aunque con escenarios más ambiciosos de reducción de gases de efecto invernadero donde se contempla la creación de puestos de trabajo a un menor costo unitario (Cantore *et al.*, 2017).

Dado que las iniciativas de energía limpia y las políticas de reducción de gases de efecto invernadero entrañan una creación de un gran número de puestos de trabajo, puede caerse en la tentación de considerarlas como posibles bases de un desarrollo industrial local. La India, por ejemplo, adoptó el sector de la energía solar en 2011 y estableció una serie de incentivos para la generación nacional. Sin embargo, quebrantó las normas de la Organización Mundial del Comercio, que prohíben las ayudas en favor de los productores nacionales. Si las normas del comercio internacional siguen teniendo preeminencia con respecto a las cuestiones relacionadas con el medio ambiente y el desarrollo, será difícil materializar todas las posibilidades para adoptar un *New Deal* verde global. Los componentes transables de la inversión verde, como las células y los módulos fotovoltaicos, pueden ser monopolizados y exportados por productores de bajo costo, como es el caso de China en la actualidad. Sin embargo, gran parte del empleo creado gracias a la energía limpia es intrínsecamente local, ya sea porque se trata de obras de construcción e instalación que no se pueden contratar fuera, o de la fabricación de componentes de gran volumen, como las turbinas eólicas, cuyos costos de transporte de larga distancia son prohibitivos (ILO, 2018).

4. Financiación de la inversión: creación de crédito, regulación financiera y seguros climáticos

La disociación entre la creación de crédito y la inversión productiva es indicativa de que el aumento de este tipo de inversión obliga a adoptar una rigurosa regulación del crédito, con el fin de apoyar las

actividades productivas y al mismo tiempo evitar alimentar las desestabilizadoras.

La inversión productiva, especialmente en infraestructura, es primordialmente una inversión a largo plazo que requiere que el sistema financiero adelante de manera fiable los ahorros futuros, especialmente en forma de crédito a largo plazo¹³. Las necesidades financieras pueden ser considerables. Así, por ejemplo, algunos estudios señalan que una descarbonización rápida de la economía requeriría inversiones adicionales durante varias décadas, que podrían situarse entre el 1 % y el 2 % del PIB (Williams *et al.*, 2014; Ágora Energiewende, 2018; Pollin, 2018). Se trata de una módica cantidad si se considera que sería un seguro contra pérdidas desastrosas (Ackerman, 2017), aunque lo bastante elevada como para sobrecargar los balances de las empresas y de los Estados de muchos países. Aunque detener el cambio climático no tiene un costo real, ya que prolongaría y mejoraría indefinidamente la vida productiva de la economía mundial (Rezai *et al.*, 2012), la insuficiencia de financiación puede impedir que se lleven a cabo las inversiones necesarias (Baer *et al.*, 2009; Mazzucato y Semieniuk, 2018)¹⁴.

En general, las estrategias de financiación exitosas requieren cierto grado de planificación. Como se explica en el capítulo VI, los bancos nacionales de desarrollo y otras entidades de crédito directo suelen estar en mejores condiciones para apoyar la financiación a largo plazo. Los bancos centrales pueden ayudar actuando como prestamistas de último recurso y supervisando el apalancamiento y las prácticas de préstamo de la banca (incluidos los objetivos de préstamo).

Si se pretende que el crecimiento mundial sea sostenible es preciso que los reguladores financieros, incluidos los bancos centrales y las autoridades de los mercados financieros, pongan freno a los cabalaches financieros desestabilizadores y restituyan a las finanzas su utilidad social, que no es otra que cumplir su función de financiar la inversión productiva (Storm, 2018). Desde el punto de vista de la implementación, como se verá también en capítulos posteriores, la dificultad estriba en que este enfoque “productivista” de las finanzas exige tomar medidas complementarias en muchos frentes, como los controles internacionales de capital (IMF, 2010a, 2011), la regulación de los tipos de cambio, la sujeción de las fusiones bancarias a la estabilidad financiera y el establecimiento de protocolos internacionales para

resolver las crisis de la deuda soberana con el fin de evitar conductas financieras depredadoras.

En resumen, las políticas crediticias correctas son las que estimulan la inversión al mitigar sus riesgos. Sin embargo, hay factores de incertidumbre que estas políticas por sí solas no pueden despejar. El tipo de cambio es uno de los principales, especialmente en el caso de los países en desarrollo, donde la fabricación manufacturera requiere la importación de materias primas y productos intermedios. En estos países, la cobertura contra el riesgo cambiario puede ayudar a reducir el descalce de moneda y, si el crecimiento de la demanda es fuerte, puede impulsar la inversión. Sin embargo, cuando la demanda agregada flaquea ningún instrumento financiero por sí solo puede estimular la inversión. Aunque las políticas crediticia y cambiaria pueden solventar cuellos de botella críticos, cuando la economía sufre a causa de la insuficiencia de la demanda agregada la única manera de estimular el crecimiento es recurrir directamente a una fuente de gasto real (TDR 2015).

5. Redistribución del ingreso

La distribución del ingreso entre salarios, beneficios (y rentas) e impuestos es el resultado de un proceso de negociación moldeado e impulsado por las políticas de los gobiernos¹⁵. Es clave para el crecimiento económico por dos razones. En primer lugar, determina el peso de los rendimientos salariales en relación con los rendimientos por beneficios y rentas. Como las tasas de ahorro de los trabajadores son más bajas que la de los capitalistas y los rentistas, la redistribución en favor del factor trabajo generalmente potencia el gasto en consumo. En principio, puede que propicie o no un mayor crecimiento y empleo, en función de cómo sea el entramado de interrelaciones dinámicas entre la demanda y la distribución del ingreso. En la práctica, dada la insuficiencia de la demanda de la economía desde hace al menos diez años, es necesario reactivar el crecimiento y crear más puestos de trabajo. En segundo lugar, los salarios no solo son un factor primordial que determina los costos de producción, sino que también influyen en el progreso técnico, pues la participación de los ingresos laborales es de hecho el costo unitario promedio del factor trabajo para las empresas de un país. Cuando los costos laborales unitarios son elevados las empresas tienen un potente incentivo para invertir en tecnologías que economizan en factor trabajo —lo que permite por un cierto tiempo un mayor peso de los beneficios hasta

que se cierre una nueva negociación salarial— y en tipos de productos de gama más alta que ofrecen unos mayores márgenes de beneficio (Storm y Capaldo, 2018). Así pues, a medio plazo, la redistribución del ingreso puede desencadenar una dinámica positiva que elimine los factores limitadores de la oferta impuestos por fronteras técnicas preexistentes.

En los países en desarrollo, en particular, los factores constrictores de la oferta (que guardan relación con la escasez de factores de producción) son un obstáculo de primer orden para la expansión de la producción y las estrategias de cambio estructural. Sin embargo, las respuestas focalizadas en la oferta que procuran paliar esa restricción ampliando la disponibilidad del factor escaso pueden resultar contraproducentes debido a sus efectos desfavorables en la distribución del ingreso. Los precios relativos, en particular la relación de intercambio entre los productos manufacturados y los básicos, así como los precios relativos de los bienes transables y no transables, son de suma importancia en el proceso de desarrollo. Todo cambio de estos precios operado de manera no coordinada puede restringir el gasto de uno o más grupos de trabajadores, construyendo así la demanda agregada o generando espirales inflacionistas o ambas cosas a la vez. La dificultad estriba en que en estos casos las políticas fiscal y monetaria no ofrecen soluciones y, por tanto, para restaurar o aumentar la demanda agregada al nivel necesario para conseguir el pleno empleo sería necesario solventar los problemas estructurales subyacentes (Ros, 2013: 259).

6. Acuerdos internacionales de comercio e inversión

El comercio internacional puede ser un poderoso motor del desarrollo económico. Los tratados internacionales pueden ayudar a liberar este potencial. Sin embargo, si están mal diseñados pueden ser también perjudiciales para el crecimiento, el empleo y el medio ambiente (Capaldo, 2015; Capaldo e Izurieta, 2018; Izurieta *et al.*, 2018; Kohler y Cripps, 2018). En última instancia sus efectos dependerán de si se consiguen mejorar los canales a través de los cuales el comercio es un apoyo para el desarrollo o si los flujos comerciales quedan subordinados a los flujos de inversión extranjera y los mercados internacionales de capital.

En la Carta de La Habana, que proponía una organización internacional del comercio para regular el comercio internacional en el mundo de la posguerra, se consideraba que este desempeñaba un papel fundamental como instrumento de industrialización y generación de empleo. Las exportaciones contribuyen al desarrollo económico a través de dos canales principales: propician la expansión de la demanda agregada, con las consiguientes mejoras de la productividad debido a las economías de escala y de alcance, así como a la innovación, y proporcionan una fuente de divisas, que permite adquirir bienes de capital, materias primas e insumos intermedios en el extranjero; en su defecto, la inversión podría encontrarse con cuellos de botella. Sin embargo, el enfoque más reciente ha sido adoptar un planteamiento monotemático del crecimiento impulsado por las exportaciones y de las ventajas que pueden percibirse de la liberalización del comercio para justificar una serie de cambios regulatorios en el comercio exterior, así como en la inversión y la financiación. Esto se refleja en la tendencia actual a celebrar acuerdos comerciales “integrales” de carácter bilateral y plurilaterales¹⁶ que incluyen capítulos sobre la inversión, las actividades financieras y los derechos de propiedad intelectual, así como sobre normas en materia de salud, trabajo y medio ambiente. Estas disposiciones socavan la soberanía de las políticas nacionales al limitar las opciones de los gobiernos en materia de política industrial, inversión pública, regulación financiera y otras esferas de las políticas fundamentales (*TDR 2014*). Los acuerdos internacionales con los que se pretende que ampliar el crecimiento y el desarrollo a través del comercio internacional pueden, de hecho, ponerles freno debido a sus efectos negativos en la distribución del ingreso y el espacio de políticas. También desvían la atención de aspectos importantes de la regulación del comercio, como la definición de barreras comerciales aceptables. La insatisfacción de la opinión pública con los resultados generados por esos acuerdos ha dado lugar a una oposición creciente (por ejemplo, en el caso de la Asociación Transpacífica (TPP) en los Estados Unidos, del Acuerdo Económico y Comercial Global (CETA) en Bélgica y de la Asociación Transatlántica de Comercio e Inversión (TTIP) en la Unión Europea). Un enfoque más sensato para sacar provecho del comercio internacional y contener sus riesgos es negociar acuerdos comerciales que se ocupen exclusivamente de las disposiciones comerciales, principalmente los aranceles, las ayudas estatales, los contingentes y las compras en condiciones

preferenciales y dejar que sean la inversión y las actividades financieras materia de otros acuerdos distintos. En estos acuerdos se tendrían en cuenta la especificidad de las necesidades sociales, económicas y de desarrollo de socios comerciales con distintos niveles de ingreso per cápita y diversificación del empleo.

La inversión internacional puede ser una fuente de divisas y una vía de transferencia de tecnología con efectos positivos en la industrialización. Sin embargo, las negociaciones de acuerdos integrales a menudo exageran esas ventajas y minimizan los riesgos. Por ejemplo, los países que buscan acceso a los mercados extranjeros para sus exportaciones e intentan paliar las limitaciones cambiarias pueden acordar medidas de liberalización financiera que de otro modo no aceptarían. No obstante, esa liberalización puede debilitar los sectores que las negociaciones comerciales pretenden reforzar y con la posibilidad añadida de que esto ocurra sin que llegue la IED esperada. En la práctica, la IED ha resultado ser, en el mejor de los casos, una discreta fuente de divisas y ello, al menos, por dos motivos. En primer lugar, los pagos realizados para establecer nuevas actividades a menudo adoptan la forma de créditos de una empresa filial ya presente en el país, lo que no implica ninguna transferencia de divisas. En segundo lugar, la IED que entra para poner en marcha explotaciones industriales al final también supone una salida de divisas, debido a las importaciones de productos intermedios, regalías y honorarios por asesoramiento técnico, así como a la repatriación de beneficios (Ocampo *et al.*, 2009: 3).

7. Coordinación internacional para favorecer el crecimiento, la industrialización y la respuesta a crisis

Las estrategias de estímulo no pueden funcionar según lo previsto sin una coordinación internacional explícita. Mientras que las políticas no coordinadas no tienen en cuenta los efectos de la agregación mundial y se enfrentan a múltiples limitaciones (como unos déficits exteriores insostenibles y la acuciante disyuntiva entre la reducción de las emisiones y las prioridades de desarrollo), la coordinación puede ampliar el espacio de políticas y alinear los incentivos a los que se enfrentan los distintos países.

En cambio, un crecimiento directamente impulsado por las exportaciones se presenta como una solución fácil para solucionar los problemas. La reducción de los costes laborales unitarios es hoy por hoy el principal instrumento que se recomienda a todos los países. Esta estrategia puede ser rentable a medio plazo, pero a costa de que a la larga aparezcan otros problemas. Reducir los costes laborales unitarios supone socavar el crecimiento de los salarios reales y, a la postre, debilitar la demanda agregada. Aun en el caso de que un país lograra en un primer momento aumentar sus exportaciones y el empleo orientado a la exportación, el estancamiento salarial supone que la demanda interna no podrá seguir el mismo ritmo, lo que propiciará que el crecimiento dependa de la constante expansión de los mercados extranjeros. Asimismo, esta estrategia provoca reacciones competitivas de otros países en una carrera mundial hacia el abismo. Con la progresiva reducción mundial de los costos laborales, resultará cada vez más difícil encontrar mercados en expansión que permitan sostener el crecimiento. Puede que los países consigan aumentar su cuota exportadora o no, pero lo que es seguro es que incurrirán en costos muy elevados en términos de una redistribución del ingreso favorable a los beneficios en detrimento de los salarios, un crecimiento más lento, una mayor inestabilidad y unas peores expectativas de industrialización.

Los beneficios a medio plazo tampoco son una posibilidad automáticamente asegurada, ya que la estrategia del crecimiento impulsado por las exportaciones en un régimen de apertura a la competencia de otros países no puede cuestionarse en estos tiempos de neoliberalismo imperante. Los beneficios a corto plazo derivados de la explotación de las ventajas comparativas estáticas solo están al alcance de los países cuyos sistemas productivos no necesitan los insumos sujetos a las restricciones establecidas por el vigente marco jurídico internacional en materia de comercio e inversión, como la transferencia de tecnología y la inversión pública en infraestructura. Además, la volatilidad de los movimientos transfronterizos de capitales puede provocar movimientos no deseados de los tipos de cambio que sean contraproducentes para el logro de los objetivos a medio plazo de las actividades de promoción de las exportaciones. Con el vigente marco de normas internacionales, sería extraño que los países con déficit puedan registrar un superávit sin pasar por una recesión. Consiguientemente, los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente tienden a perdurar y a acumularse en deudas externas insostenibles, lo que

supone un problema global recurrente. Por todo ello la coordinación internacional de las políticas es inevitable, pero de una manera perversa, ya que adopta la forma de planes de rescate que imponen condiciones estrictas a esas políticas. Así las cosas, parece razonable que todos los países, pero especialmente los países en desarrollo, inviertan políticamente en el establecimiento de modalidades de coordinación que les permitan conservar la soberanía sobre sus políticas y que al mismo tiempo contribuyan a la demanda agregada y la estabilidad financiera global (Helleiner, 2014, 2019).

Por ello, la coordinación internacional puede desempeñar al menos tres funciones constructivas. En primer lugar, ayuda a contrarrestar la presión que la movilidad internacional del capital ejerce sobre las políticas nacionales. Unas normas acordadas en materia de controles de capital, siempre que su adopción sea amplia, son fundamentales para reducir la fuga de capitales en situaciones de tensión económica y financiera, así como las consiguientes presiones sobre los tipos de cambio. Los mecanismos de coordinación también pueden proporcionar amortiguadores para soportar la presión sobre los tipos de cambio cuando se producen episodios de este tipo. En segundo lugar, y aún más importante, la coordinación internacional puede actuar de protección contra los desequilibrios prolongados de la balanza por cuenta corriente y mantener al mismo tiempo el nivel de la demanda mundial, por ejemplo, mediante mecanismos que, si bien obliguen a todos los países a aumentar el gasto interno, harán que los países con superávit aumenten su gasto con mayor rapidez (Keynes, 1929; UNCTAD, 2014). En el caso de las uniones de compensación, los mecanismos para “reciclar” los superávit exteriores pueden implantarse mediante normas estabilizadoras de los umbrales, monedas nocionales para medir los desequilibrios y mecanismos de préstamo para su compensación. Las uniones de compensación son muy útiles sobre todo para los países en desarrollo, ya que ofrecen una solución eficaz al problema de la financiación de un posible déficit exterior. En tercer lugar, como se señala en el capítulo V, la coordinación de las políticas impositivas puede ser sumamente eficaz para aumentar los ingresos fiscales de todos los países.

La coordinación también es, obviamente, un requisito esencial para el éxito de las políticas de acción en materia de clima. Las políticas ambientales no coordinadas no han logrado y siguen sin lograr

estabilizar el clima o poner freno a la degradación del medio ambiente (IPCC, 2018). A no ser que se disponga de alternativas viables, los países en desarrollo donde abunda la energía generada con fuentes emisoras de carbono seguirán utilizándola cuando tengan que enfrentar las prioridades de desarrollo más acuciantes y otros desafíos más inminentes, como la inseguridad alimentaria. Con arreglo a las normas vigentes de los tratados de comercio internacional e inversión, se considera, por lo general, que la transferencia de tecnología verde vulneran los derechos de licencia, lo que provoca que las negociaciones sobre políticas en materia de clima entren en un punto muerto. Si bien es cierto que han conseguido mejorar su eficiencia energética, muchos países desarrollados siguen apoyando un sistema comercial que suministra (y obliga a suministrar) productos manufacturados de bajo costo y normas poco estrictas (Schröder y Storm, 2018). Es evidente que solo una coordinación explícita puede alinear los incentivos que enfrenta cada país sobre la base del apoyo negociado para la adopción de las normas necesarias en el uso de la energía.

Las estrategias nacionales de crecimiento tendrán mayores posibilidades de éxito si son globalmente coherentes. La respuesta a la crisis también será más eficaz y eficiente si está coordinada. Por un lado, las crisis (económica, financiera, ambiental) suelen afectar a países diferentes en momentos diferentes, lo que hace que la respuesta sea más eficaz, en general, en el caso de los países que se han librado de asumir parte de la carga de la respuesta a la crisis. Por ejemplo, las reservas de divisas son una “fuga” de la demanda global, pero también un colchón fundamental en caso de crisis cambiaria o de balanza de pagos. Cuando es posible asumir con credibilidad un compromiso en materia de asistencia cambiaria mutua, por ejemplo, mediante acuerdos oficiales de permutas de divisas o de instituciones que presten o mancomunen reservas, se pueden contener crisis cambiarias con una menor acumulación de reservas y una carga menor para los países en desarrollo (capítulo V) y para la economía global. Esta fue la idea en la que se inspiró el sistema de Bretton Woods. Asimismo, los países desarrollados pueden apoyar la ampliación del espacio de políticas de los países en desarrollo a fin de apoyar su capacidad de invertir en la estabilización climática.

Como mecanismo de apoyo a una estrategia de crecimiento a largo plazo y como instrumento de respuesta a la crisis, la coordinación internacional

es tanto más eficaz cuanto mayor es el número de países participantes. No obstante, en algunos casos los acuerdos de coordinación a una escala menor también son beneficiosos —como así lo demuestran,

por ejemplo, los muchos fondos regionales, sistemas de pagos regionales y acuerdos cambiarios creados para contener los riesgos de fluctuaciones de los tipos de cambio (capítulo IV).

D. Diagramar la estrategia a medio plazo en términos empíricos

A fin de dar una mayor concreción al debate expuesto anteriormente, en esta sección se presenta una evaluación empírica de cómo puede evolucionar la economía mundial de aquí a 2030. En primer lugar, es necesario estudiar adonde nos llevan las políticas actuales basándose en las tendencias observadas. En segundo lugar, pueden describirse los resultados alternativos que reflejen los cambios de política que se describen en la sección B.

Si se mantienen los actuales planteamientos de las políticas, de aquí a 2030 la economía global registrará un crecimiento más lento y tendrá que enfrentarse a una mayor inestabilidad. Mientras en todo el mundo siga reduciéndose la participación de las retribuciones laborales en el ingreso nacional, también se reducirá el gasto de los hogares, lo que templará aún más el aliciente de invertir en actividades productivas. Esta situación comportará, como mínimo, una creación de empleo mediocre y un estancamiento de los salarios en los países desarrollados, así como una expansión lenta (cuando no una contracción) de los mercados internos de los países en desarrollo. Ambas variables empeorarán mientras que los gobiernos sigan empeñados en continuar con la carrera hacia el abismo promoviendo más reducciones de los costos laborales. La expansión de la demanda agregada se ralentizará aún más si los gobiernos siguen reduciendo las prestaciones sociales y se abstienen de invertir en proyectos de infraestructura, lo que agudizará los factores restrictivos de la oferta. Entretanto, la creación descontrolada de crédito privado seguirá alimentando unas transacciones financieras con efectos desestabilizadores mientras siga sin estimularse la inversión productiva privada. Por último, si la inversión es insuficiente y sin un acuerdo internacional sobre transferencia de tecnología, las emisiones de carbono seguirán aumentando y superarán el objetivo de París.

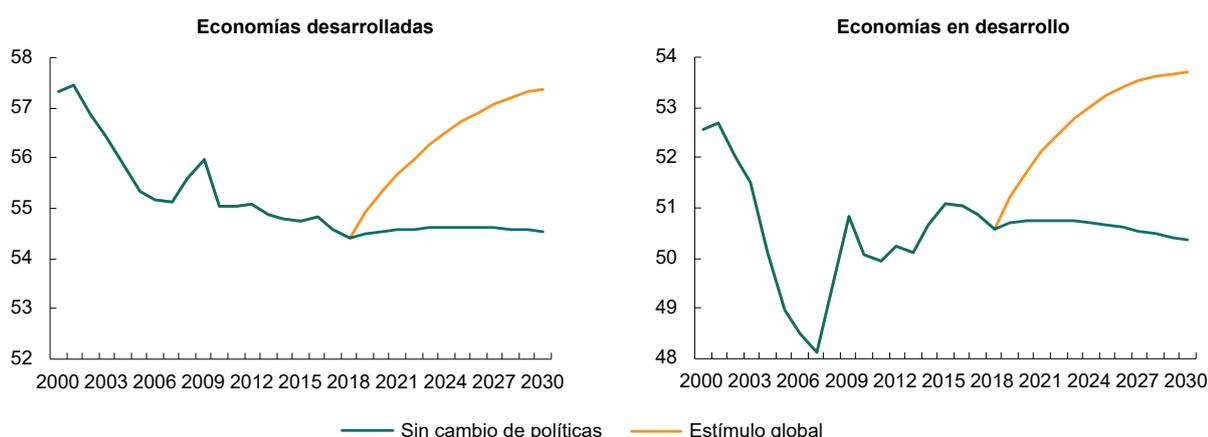
En marcado contraste con las tendencias actuales, en esta sección se examinan los posibles resultados en términos de crecimiento, empleo, ingresos laborales

y emisiones de carbono de un conjunto de políticas coordinadas a nivel internacional que consisten en la redistribución del ingreso, la expansión fiscal y la inversión impulsada por el Estado y centradas en el desarrollo económico, la protección social y la tecnología verde. Los resultados presentados son realistas dentro de la gama de opciones resultantes de estimaciones concluyentes de los efectos de cada política.

1. Redistribución del ingreso

Para invertir la tendencia regresiva en la distribución del ingreso, la proporción de los ingresos laborales tendrá que recuperarse para situarse en los niveles más altos de mediados de la década de 1990. Es posible lograrlo gradualmente a medio plazo mediante una regulación del mercado laboral que apoye la remuneración de los empleados y limite al mismo tiempo los márgenes de beneficio. Los instrumentos primordiales son el aumento de los salarios mínimos, el fortalecimiento de las instituciones de negociación colectiva y el incremento de las cotizaciones de los empleadores a la seguridad social. En la práctica, los datos sugieren que es realista que los trabajadores de los países desarrollados recuperen para 2030 al menos la mitad de la parte del ingreso que se ha perdido desde finales de la década de 1990, mientras que en los países en desarrollo la proporción puede aumentar más rápidamente e impulsar significativamente la demanda interna y minimizar al mínimo la competencia en costos laborales con los países desarrollados (gráfico 3.7).

Como se vio en la sección anterior, el aumento de la proporción de los ingresos laborales impulsará el crecimiento del PIB principalmente al apoyar el gasto de los hogares y, de forma indirecta, la inversión de las empresas. La coordinación internacional es crucial para propiciar que todos los países adopten las políticas necesarias. Sin coordinación, los países en donde aumente la proporción de los ingresos

GRÁFICO 3.7 Participación del trabajo: ingresos laborales como porcentaje del PIB en 2000-2030


Fuente: Cálculos de la secretaria de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

laborales enfrentarían la perspectiva de una reducción de la competitividad, aunque solo fuese en el sentido estricto de los niveles de costes laborales, lo que probablemente bastaría para disuadirlos de adoptar tales políticas.

En el cuadro 3.1 se presentan unas estimaciones realistas, expresadas en coeficientes, de los efectos expansivos del incremento de la participación de los ingresos laborales, que son coherentes con resultados de otros estudios empíricos (Lavoie y Stockhammer, 2013; Stockhammer y Onaran, 2013; Storm y Naastepad, 2012: 5). Los coeficientes indican los incrementos del PIB que se producen tras un aumento del 1 % de la participación de los ingresos laborales, sin tener en cuenta ninguno de los efectos de retroalimentación surtidos por otros países. Así, por ejemplo, se estima que en los Estados Unidos un incremento del 1 % de la participación de los ingresos laborales supondría un aumento del PIB del 0,38 %. La coordinación de las políticas surtiría unos efectos más contundentes que superarían esas cifras.

2. Expansión fiscal

A fin de sostener la demanda global, el gasto público tendrá que seguir aumentando en los países tanto desarrollados como en desarrollo, aunque los componentes del gasto desempeñarán funciones diferentes en contextos diferentes. En general, en los países desarrollados, el gasto en bienes y servicios tendrá que aumentar de forma más significativa para satisfacer las necesidades de inversión pública,

especialmente en infraestructura verde (gráfico 3.8). En la estrategia que aquí se expone se considera que sería plausible un incremento promedio del 2 % del PIB. Las transferencias públicas (como, por ejemplo, las pensiones de los empleados públicos, las prestaciones por desempleo, la financiación de los sistemas públicos de salud, los subsidios a los alimentos o las ayudas públicas a la producción) también tendrán que aumentar para satisfacer las necesidades de poblaciones en fase de envejecimiento (gráfico 3.9). Este panorama es muy diferente del resultante de mantenerse la actual tendencia a la baja de las transferencias públicas. En los países en desarrollo, las transferencias públicas tendrán que aumentar a un ritmo más rápido para compensar la prolongada austeridad y establecer sistemas de protección social más sólidos. En estos países, el gasto en bienes y servicios tendrá que seguir creciendo en términos absolutos, aunque tendrá que disminuir ligeramente en cuanto proporción del PIB, a fin de reducir al mínimo las presiones inflacionistas y las presiones sobre los presupuestos públicos.

Las estimaciones de los multiplicadores del gasto público indican que esta expansión fiscal en parte se sufragaría por sí misma al generar un aumento del PIB y, *ceteris paribus*, unas mayores entradas tributarias (cuadro 3.2). Sin embargo, en todos los países la política tributaria tendrá que desempeñar un papel importante si se pretende apoyar la redistribución del ingreso —a través de unas tasas marginales más elevadas de los impuestos sobre la renta, tanto de las personas físicas como jurídicas— y para conseguir que los déficits públicos sean sostenibles (gráfico 3.10). Las estimaciones de los

CUADRO 3.1 Efectos del incremento de la participación de los ingresos laborales en el PIB en una selección de países
(Variación porcentual en el PIB tras un incremento del 1 % en la participación salarial)

	<i>Imposición directa</i>
Argentina	0,32
Australia	0,30
Brasil	0,34
Canadá	0,28
Caribe	0,28
China	0,26
Francia	0,30
Alemania	0,26
India	0,23
Indonesia	0,29
Italia	0,30
Japón	0,34
República de Corea	0,22
México	0,24
Otros países de la Unión Europea	0,28
Federación de Rusia	0,31
Arabia Saudita	0,21
Sudáfrica	0,25
Turquía	0,21
Reino Unido	0,27
Estados Unidos	0,38
Norte de África	0,19
Otros países africanos	0,23
Otras economías en transición	0,22
Otras economías desarrolladas	0,25
Otros países de Asia Oriental	0,20
Europa no integrada en la Unión Europea	0,25
Otros países de América del Sur	0,32
Otros países de Asia Meridional	0,47
Otros países de Asia Occidental	0,20

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

Nota: Las cifras indican los efectos producidos a lo largo de un año por el aumento de la participación salarial; en el grupo de *Otros países de Asia Oriental* se incluyen Hong Kong (China), Malasia, Mongolia, la República Popular Democrática de Corea y Singapur; en el grupo de *Europa no integrada en la Unión Europea* se incluyen Noruega, Serbia y Suiza; el grupo del *Caribe* incluye a Costa Rica, Jamaica y la República Dominicana y; en el grupo de *Otros países de la Unión Europea* se incluye a Croacia, España, Estonia, Grecia, Noruega, los Países Bajos, Portugal y Suecia; en el grupo de *Otros países de Asia Occidental* figuran los Emiratos Árabes Unidos, el Iraq y el Líbano; en el grupo de *Norte de África* figuran Argelia, Egipto, Libia, Marruecos y Túnez; en *Otras economías en transición* figuran Georgia, Kazajistán y Ucrania; en *Otras economías desarrolladas* figuran Israel y Nueva Zelanda; en *Otros países de América del Sur* figuran Chile, Colombia, el Ecuador y el Perú; en *Otros países de Asia Meridional* están representados el Afganistán, Bangladesh, el Pakistán y la República Islámica del Irán; en el grupo *Otros países africanos* figuran Angola, Kenya, Nigeria, la República Democrática del Congo y los países del África Subsahariana, salvo Sudáfrica.

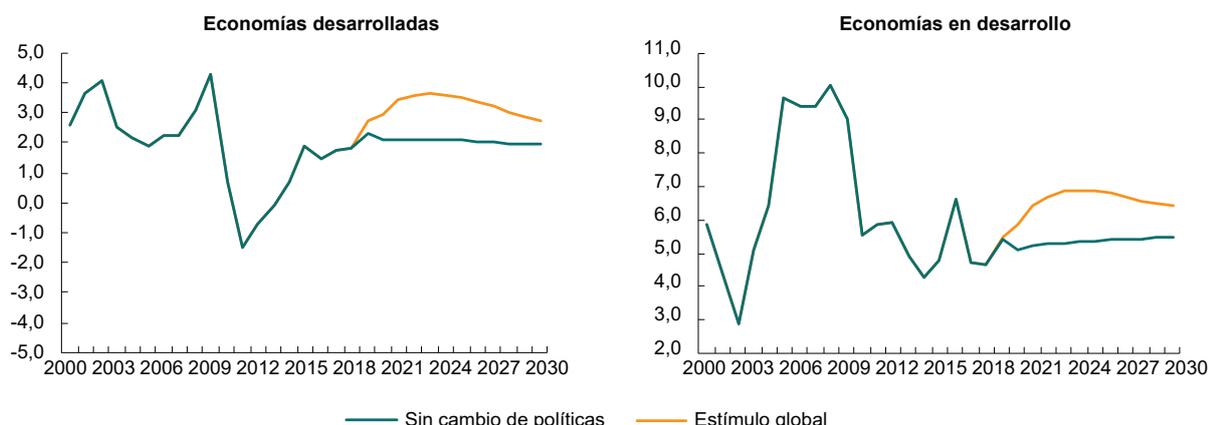
multiplicadores de los impuestos directos (cuadro 3.2) ponen de relieve que un aumento de la progresividad de la tributación tiene unos efectos escasamente negativos sobre la demanda agregada y, al contrario, que los recortes de impuestos tienen pocos efectos positivos (que son despreciables cuando solo redundan en beneficio de las empresas y de las personas adineradas). Por ello, una tributación directa más progresiva es compatible con una expansión del gasto público y una disminución gradual del déficit público en los países tanto desarrollados como en desarrollo. En este ámbito, la coordinación internacional es tan importante como lo es en el caso de las políticas redistributivas, toda vez que la posibilidad de competencia tributaria es un factor que fácilmente puede disuadir a los gobiernos de subir los impuestos directos. Además, como se vio en el recuadro 3.1, los países que emiten monedas de reserva —especialmente los Estados Unidos y, en menor medida, otras economías desarrolladas que emiten monedas importantes (como el Japón y el Reino Unido) pueden conjugar la subida de los tipos impositivos con cierto tipo de “finanzas funcionales” como forma de financiar la expansión del gasto público.

3. Un horizonte más verde

Una serie de objetivos medioambientales hace que el reto de alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible sea sumamente umamente difícil. La agenda de desarrollo que se expone en este capítulo exige un crecimiento sostenido de la producción y la demanda, tanto en las regiones desarrolladas como en desarrollo, lo que implica ingentes incrementos de la demanda de energía y de productos básicos. En este sentido, para lograr metas ambientales es preciso llevar a cabo esfuerzos en tres planos: a) mejoras drásticas de la eficiencia energética que permitan reducir eficazmente la sensibilidad de la demanda de energía respecto al crecimiento económico; b) reducciones en la generación de energía a partir de fuentes emisoras de carbono, que deberían compensarse en parte con una mayor producción de energía a partir de fuentes no emisoras de carbono; c) transferencias tecnológicas y financieras que apoyen la transición energética. Este último aspecto es especialmente importante en el caso de los países en desarrollo, que, según las proyecciones actuales, crecerán más rápidamente que los países desarrollados en los próximos decenios, pero que en general aún andan rezagados cuando se trata de la adopción de tecnologías verdes y además suelen depender de las exportaciones de

GRÁFICO 3.8 Gasto público en bienes y servicios en 2000-2030

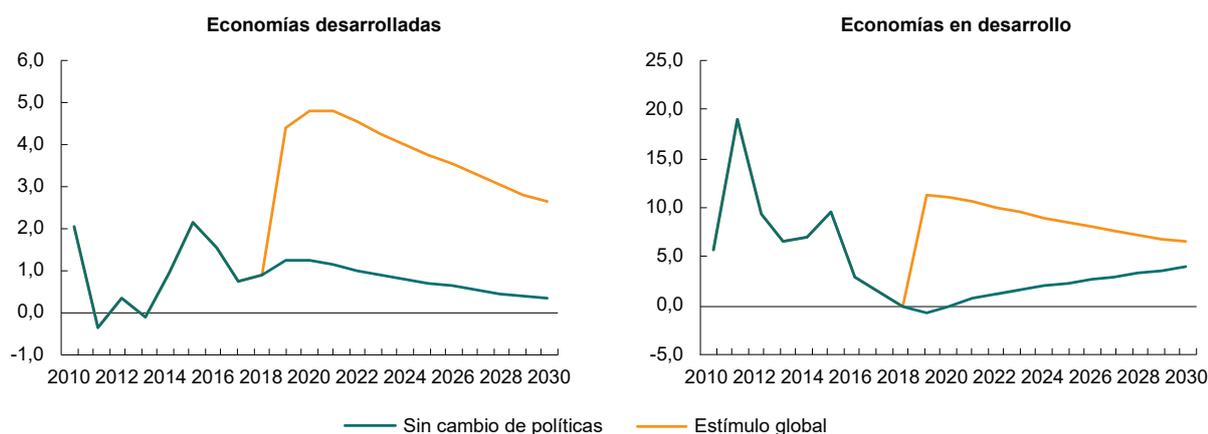
(Dólares constantes de 2005, ppa, porcentaje de variación interanual)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

GRÁFICO 3.9 Gasto público neto en transferencias y otros desembolsos, descontadas ayudas públicas en 2010-2030

(Dólares constantes de 2005, ppa, porcentaje de variación interanual)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

energía generadoras de emisiones de carbono para obtener divisas. La coordinación internacional puede ser crucial para salir de esa situación de dependencia.

a) Demanda de energía

Como porcentaje del PIB mundial, la demanda global de energía lleva reduciéndose a una tasa media anual del 1 % (en términos reales) desde 1970, aunque su nivel ha aumentado. De mantenerse esta tendencia y de evolucionar el crecimiento mundial con arreglo a lo examinado anteriormente, en 2030 la demanda global de energía habrá aumentado en casi un 60 %

respecto a su nivel de 2010. Este incremento supone una superación de las metas medioambientales. De hecho, el peor escenario contemplado por el IPCC parte del supuesto de un aumento de la demanda global de solo el 44 % (IPCC, 2018: 14)¹⁷. Además, todos los escenarios considerados aceptables por el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC) parten del supuesto de que el crecimiento del PIB global será moderado (próximo a la estimación de referencia señalada anteriormente que es de aproximadamente un 3,5 % anual) y no rápido.

CUADRO 3.2 Multiplicadores fiscales (incremento del PIB tras un incremento de 1.000 millones de dólares en el gasto público en bienes y servicios)
(En millones de dólares)

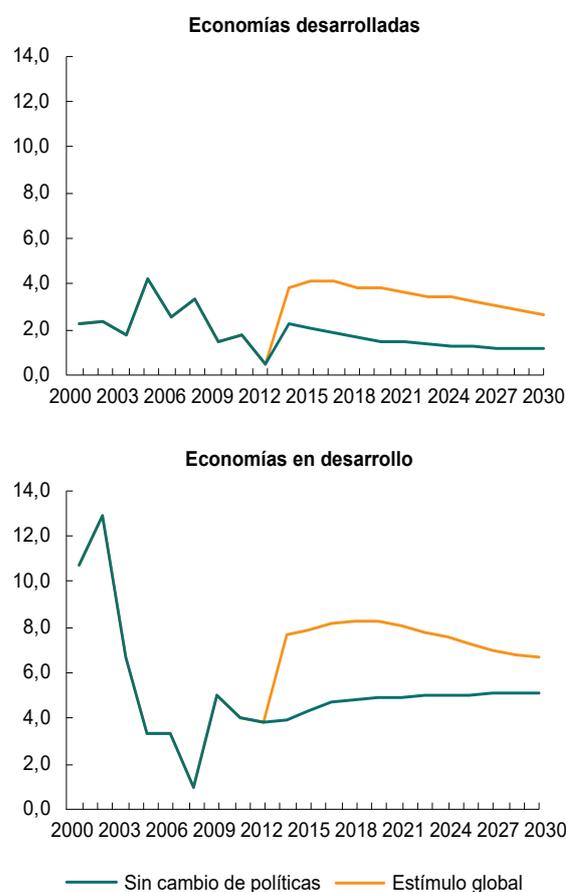
	Gasto del gobierno	Imposición directa
Argentina	1 618	-204
Australia	1 525	-122
Brasil	1 671	-189
Canadá	1 360	-73
Caribe	1 522	-207
China	1 724	-206
Francia	1 340	-80
Alemania	1 291	-85
India	1 505	-223
Indonesia	1 779	-252
Italia	1 408	-154
Japón	1 646	-181
República de Corea	1 315	-129
México	1 428	-212
Otros países de la Unión Europea	1 326	-104
Federación de Rusia	1 602	-145
Arabia Saudita	1 282	-102
Sudáfrica	1 469	-209
Turquía	1 421	-207
Reino Unido	1 374	-119
Estados Unidos	1 752	-218
Norte de África	1 316	-141
Otros países africanos	1 455	-203
Otras economías en transición	1 442	-183
Otras economías desarrolladas	1 391	-124
Otros países de Asia Oriental	1 181	-114
Europa no integrada en la Unión Europea	1 302	-88
Otros países de América del Sur	1 606	-183
Otros países de Asia Meridional	1 489	-192
Otros países de Asia Occidental	1 297	-104

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

Nota: Véase el cuadro 3.1.

GRÁFICO 3.10 Total de ingresos tributarios en 2010-2030

(Dólares constantes de 2005, ppa, porcentaje de variación interanual)

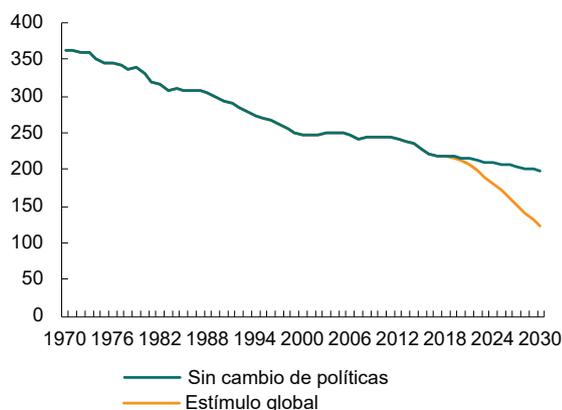


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

La evidencia empírica indica que la estrategia de crecimiento sostenible propuesta en este capítulo es compatible con un aumento de la demanda mundial de energía para 2030, esto es, un 14 % aproximadamente con respecto a 2010. Como la estrategia genera un crecimiento más rápido del PIB (aproximadamente el 4,7 % anual), la demanda de energía por unidad producida tendrá que reducirse en aproximadamente un 4,5 % anual en promedio. En comparación con la tendencia actual del 1 %, es evidente que se trata de un objetivo de reducción muy ambicioso (véase el gráfico 3.11). Pero la evidencia internacional deja entrever que es factible. Por ejemplo, Francia, Japón, Estados Unidos y Alemania Occidental, acuciados por la segunda crisis internacional del petróleo, mejoraron la eficiencia energética en al menos un 4 % anual durante cinco o más años. Algunos países en desarrollo, partiendo

GRÁFICO 3.11 Intensidad en energía de la producción global (volumen) en 1970-2030

(En gramos equivalentes de petróleo)



Fuente: Cálculos de la secretaria de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

de niveles más bajos de eficiencia, también han logrado mejoras sostenidas. Durante las décadas de 1980 y 1990, China mejoró su eficiencia a un ritmo promedio de casi el 6 % anual, y de casi el 7 % anual a partir de 2012. Entretanto, los promedios anuales de la mejoras en la India en la década de 2000, mientras duró el auge de los precios del petróleo, fueron de casi el 3 %.

b) Producción de energía y emisiones de dióxido de carbono

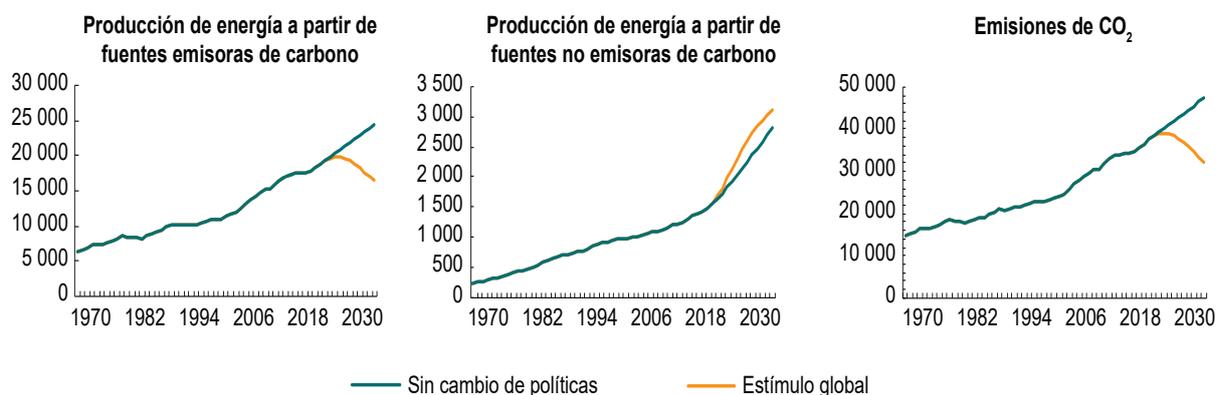
La mejora de la eficiencia energética general es solo una de las dimensiones del problema. Otra es el tránsito de las fuentes de energía generadoras de emisiones de carbono a otras que no lo sean. En la actualidad, la producción total de energía es de unos 20.000 millones de toneladas equivalentes de petróleo, de las que alrededor del 8 % se genera a partir de fuentes renovables. Esta combinación es la causa de que las emisiones brutas de CO₂ se sitúen en el nivel de 36.000 millones de toneladas. Si las pautas de producción actuales se proyectan hacia el futuro, para el año 2030, aun después de tener en cuenta una aceleración moderada de la producción de energía no generadora de emisiones de carbono, las emisiones brutas de CO₂ alcanzarán la cota de los 47.500 millones de toneladas, lo que arroja un total mundial de 24.000 millones y 3.000 millones de toneladas equivalentes de petróleo para las fuentes generadoras y no generadoras de emisiones de carbono, respectivamente. Por el contrario, para alcanzar una meta ambiental mínimamente aceptable

para 2030, el IPCC propone en uno de sus escenarios moderados una reducción de las emisiones brutas de CO₂ del 41 % en 2030 en relación con 2010, junto con un hipotético incremento del 21 % de la producción total de energía. Para ello sería preciso llevar a cabo un tránsito sumamente difícil hacia unas fuentes de energía que no generaran emisiones de carbono. Tras experimentar con diversos escenarios, resulta que solo puede ser ligera la mejora que podría ser congruente con las extrapolaciones realizadas a escala mundial de casos nacionales relativamente satisfactorios en los que una reducción de la producción de energía a partir de combustibles fósiles se vio acompañada de un considerable aumento de la producción a partir de fuentes no generadoras de emisiones de carbono. Concretamente, es posible asumir la hipótesis de una rápida desaceleración y sucesivas disminuciones de la producción de energía a partir de fuentes generadoras de emisiones de carbono, que pasarían de más de 18.000 millones de toneladas en la actualidad a 15.000 millones de toneladas equivalentes de petróleo para 2030, y una aceleración considerable del uso de fuentes de energía renovables, que pasaría de 1.500 millones a unos 3.500 millones de toneladas. Esta combinación de factores entrañaría una reducción de entre 30.000 y 32.000 millones de toneladas de emisiones brutas de CO₂ en el horizonte de 2030 (véase el gráfico 3.12). Esta situación podría coincidir con un escenario que se situaría entre los que el IPCC califica de escenario de “sobregiro nulo o limitado” y de “sobregiro acentuado”. Sin embargo, el alcance del cambio de política necesario para que esto ocurra no es en absoluto nimio.

c) Otras necesidades: hacer frente a los choques en la relación de intercambio, la inversión y la financiación

No se puede exagerar el desafío que plantea una agenda tan transformadora a escala mundial, aunque sea moderada en sus resultados. Las mejoras en eficiencia energética y el tránsito hacia fuentes de energía no emisoras de carbono exigen intercambios de tecnología y apoyos financieros, factores ambos que deben ser la base del empuje de la inversión necesaria, incluida la inversión pública en infraestructura física y social, como se analizó anteriormente. El intercambio de tecnología es esencial porque solo unas pocas economías han avanzado suficientemente en la creación de nuevas formas de generar energía a la escala necesaria para que resulten rentables. En el caso de muchas otras

GRÁFICO 3.12 Producción de energía y emisiones en 1970-2030

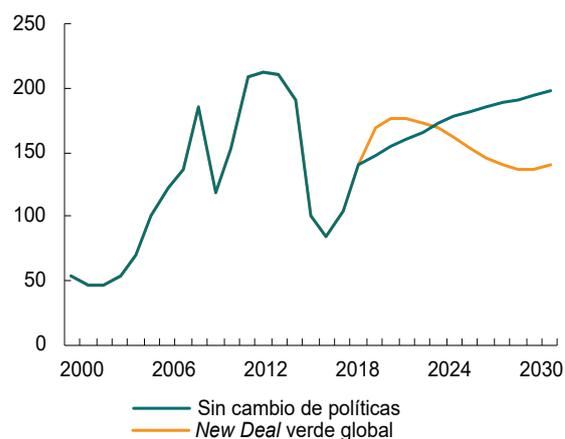


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).
Nota: MTOE = millones de toneladas equivalentes de petróleo.

economías, el listón está demasiado alto, por lo que lo mejor que podrían hacer es adherirse a una agenda “más verde”, pues carecen de la tecnología adecuada y de los recursos financieros para adquirirla. Es más, un tránsito a escala mundial desde la energía generada con combustibles fósiles, junto con la hipotética caída demanda global de energía en relación con la producción, comportará una constante presión a la baja sobre el precio mundial de los productos derivados de los combustibles fósiles, aun cuando inicialmente el estímulo fiscal y el impulso de la inversión a nivel mundial puedan causar un cierto grado de inflación de los precios del petróleo.

En estas condiciones, el precio del petróleo —en comparación con una proyección derivada de las tendencias actuales— puede experimentar una evolución como la que aparece en el gráfico 3.13. En función del grado en el que la agenda ambiental que se abra camino incorpore la mejoras en la producción y la reutilización de otros productos primarios, así como de las tecnologías que mejoren la eficiencia energética, es probable que dicha agenda acarree graves pérdidas en la relación de intercambio de la mayoría de las economías en desarrollo cuyos ingresos en divisas sean sumamente dependientes de los productos primarios. De hecho, los estudios ponen de relieve que el cumplimiento de las metas de emisiones requiere la reducción de la dependencia no solo del petróleo, sino también de los productos primarios (Izurieta y Singh, 2010).

GRÁFICO 3.13 Precio del petróleo en escenarios alternativos (Índice, 2005 = 100)



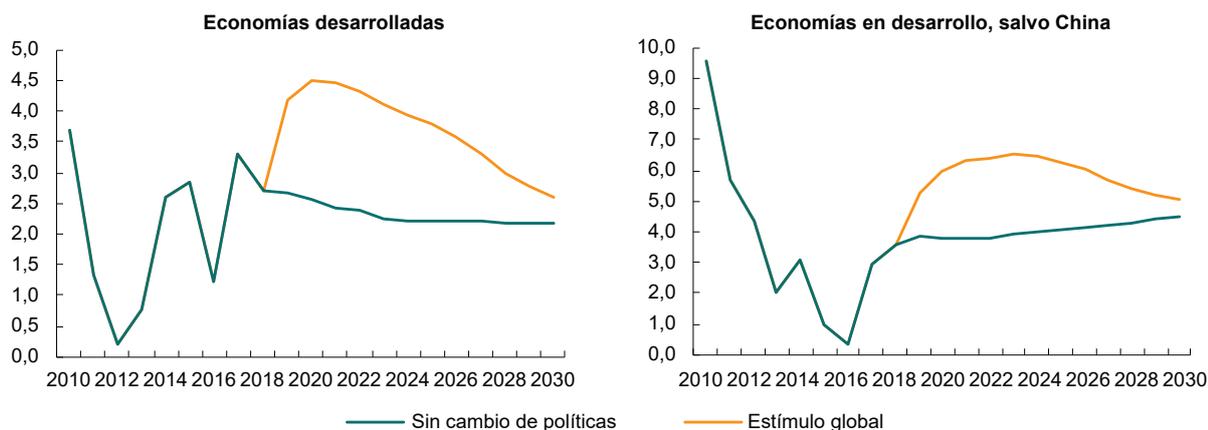
Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

Esto supone que, por un lado, la hipotética estrategia de crecimiento rápido y desarrollo sostenible requiere un impulso descomunal, aunque factible, de la inversión pública y privada en las economías tanto desarrolladas como en desarrollo (véase el gráfico 3.14). Supone también que en ambos grupos de países será considerable la demanda interna de financiación que posibilite un impulso de la inversión a largo plazo.

Por otra parte, las restricciones financieras que experimentan la mayoría de los países en desarrollo

GRÁFICO 3.14 Crecimiento de la inversión total (privada y pública) en 2000-2030

(Dólares constantes de 2005, porcentaje interanual ppa)

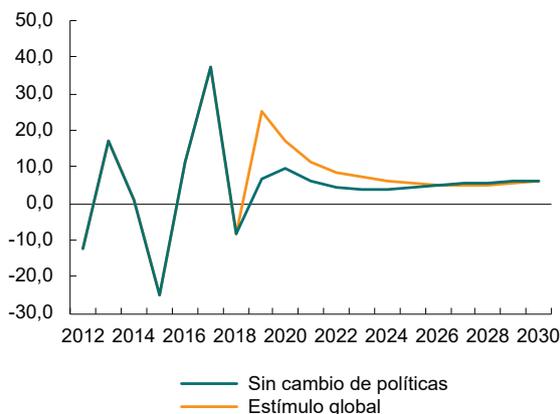


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

pueden resultar muy estrictas. Una agenda coordinada a nivel mundial que favorezca las transferencias tecnológicas necesarias para la mitigación del cambio climático podría flexibilizarlas en parte. También puede considerarse que, a juzgar por las pautas previstas en el precio del petróleo presentadas anteriormente (que también pueden mostrar algunos de los productos primarios que entran en la producción de infraestructura y capital fijo), los países exportadores, al menos inicialmente, podrán contar con fuentes adicionales de divisas. En última instancia, esta estrategia necesitará, no obstante, que se produzca un aumento considerable de la demanda de recursos en los países en desarrollo, tanto en términos de financiación interna como externa, a tasas anuales superiores al 10 %, aproximadamente, en los primeros cuatro o cinco años, que posteriormente caerían hasta el 4-5 % anual (véase el gráfico 3.15). Es cierto que la demanda de financiación también creció considerablemente en el período 2016-2017, pero este aumento obedeció principalmente a la recuperación tras la caída que experimentó tras el episodio de pánico colectivo que tuvo lugar en 2013 cuando la Reserva Federal anunció que iba a reducir su programa de expansión cuantitativa, episodio conocido como taper *tantrum*. Además, en los años 2012 a 2018 el principal motor de la demanda de financiación fue la especulación inducida por la expansión cuantitativa. En cambio, el incremento que generaría una estrategia coordinada a nivel mundial a partir de 2019 sería principalmente consecuencia de la financiación en inversión productiva y en infraestructura.

GRÁFICO 3.15 Necesidades de financiación totales (internas y externas) como proporción del PIB, salvo China, en 2012-2030

(Dólares constantes de 2005, ppa en porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD y Modelo de Políticas Mundiales de las Naciones Unidas (GPM).

Aunque lo expuesto anteriormente son estimaciones empíricas de proyecciones que están condicionadas al conjunto de supuestos de política para dar forma a un verdadero programa de desarrollo sostenible, debe quedar claro que añadir metas ambientales a la que ya de por sí es una exigente estrategia de crecimiento y desarrollo requiere esfuerzos considerables tanto a nivel nacional como internacional. Lo que cabe dilucidar es si los hipotéticos cambios que se requieren para contribuir a mitigar el cambio climático, siquiera sea de manera discreta, también pueden o no contribuir al crecimiento y al empleo.

E. Conclusión: la coordinación es la clave para el crecimiento, el empleo y la estabilidad del clima

Las estrategias hacia el desarrollo sostenible y el crecimiento económico pueden optar por diversas vías, en función de las condiciones estructurales y las limitaciones de cada país. Con todo, los principales factores que cabe considerar pueden derivarse de los análisis de los multiplicadores presentados anteriormente (cuadros 3.1 y 3.2). Si los encargados de formular políticas consiguen lograr que se incremente la proporción de los ingresos laborales hasta niveles cercanos a los registrados en un pasado no muy lejano, el crecimiento experimentará una subida de entre el 0,25 y el 0,75 % anual según el país. Si la totalidad o la mayoría de los países actúan en la misma dirección, los efectos de retroalimentación generarán un crecimiento más rápido y sostenido. La coordinación internacional es crucial para conseguir la implicación de todos los países, así como para facilitar la transmisión de los efectos de la demanda y la productividad mediante el potenciamiento de las redes comerciales y financieras.

Se puede hacer una observación similar en relación con la evaluación de los efectos de un estímulo fiscal financiado con cargo a un incremento de la tributación progresiva y de la creación de crédito. Los multiplicadores del gasto público de determinados países van desde 1,3 a 1,8. En el marco de una agenda coordinada a nivel mundial o regional, esos efectos se amplifican. Reviste una especial importancia saber hasta qué punto la inversión privada se ve estimulada por el impulso fiscal inicial (el efecto de atracción). Considerando la actual debilidad o insuficiencia de la demanda en muchas economías, se espera que el estímulo fiscal se materialice en un aumento considerable de la inversión privada y, por consiguiente, en un crecimiento más rápido de la productividad que el resultante de mantenerse las actuales orientaciones de las políticas.

Una inversión pública significativa en sistemas de transporte y energía limpios es imperativa para establecer unas sendas de crecimiento de bajas emisiones de carbono y operar la transformación de la producción de alimentos que permita atender las necesidades de una población mundial en crecimiento, así como, de manera más general, para hacer frente a los

problemas que ocasionan la contaminación y la degradación del medio ambiente. Ese proceso deberá estar respaldado por políticas industriales eficaces, mediante un *mix* de ayudas públicas, incentivos fiscales, préstamos y garantías en ámbitos específicos y una mayor inversión en investigación, desarrollo y adaptación tecnológica, así como una nueva generación de leyes en materia de propiedad intelectual y concesión de licencias. Se necesitarán medidas y apoyo específicos en los países en desarrollo que les permita avanzar sin tener que transitar por la vieja y polvorienta senda del desarrollo como así lo hicieron en su día las actuales economías avanzadas.

En este caso, la coordinación es decisiva por otros dos motivos. En primer lugar, en muchos países, en particular del mundo en desarrollo, las limitaciones al crecimiento pueden venir, no por el lado de la demanda, sino por los estrangulamientos de la oferta en determinados sectores o por la falta de financiación extranjera. Es preciso, pues, adoptar una estrategia coordinada para garantizar que ninguno de esos choques provoque una fuga de capitales y que el comercio pueda compensar las deficiencias de la oferta interna. En segundo lugar, el estado de la tecnología, los conocimientos técnicos y los equipos de capital complejos pueden ser factores fundamentales que frenen el crecimiento de la productividad en muchos países en desarrollo. En muchos casos, esos países no podrán lograr las condiciones básicas necesarias para su despegue económico y realizar las economías de escala requeridas para ser rentables. La coordinación para apoyar las transferencias de tecnología y el acceso a los mercados es, por ello, fundamental.

Teniendo en cuenta las estimaciones examinadas, y presuponiendo la existencia de un grado efectivo de coordinación internacional en materia de políticas (incluida la cooperación Sur-Sur), parece realista pensar que un conjunto de políticas basadas en la redistribución, la expansión fiscal y el impulso de las inversiones promovidas por el Estado propiciará que las economías desarrolladas puedan registrar unas tasas sostenidas de crecimiento del PIB de entre un 1 y un 1,5 % superiores a las que pueden

experimentarse con los patrones actuales. En el caso de las economías en desarrollo, salvo en China, el aumento de la tasa de crecimiento por encima de la proyección de los patrones actuales puede situarse entre el 1,5 y el 2 % anual. En el caso de China el crecimiento inicialmente previsto tal vez pueda ser más moderado, con lo que podría rondar el 1 % anual.

Basándose en las tendencias actuales de creación de empleo, para que una estrategia de crecimiento mundial de este tipo tenga éxito el empleo tendrá que crecer de aquí a 2030 en aproximadamente 26 millones de puestos de trabajo en los países desarrollados y 146 millones en los países en desarrollo (de los que 40 millones en China). Se trata de cifras relativamente modestas en comparación con una población activa mundial que, según las previsiones, alcanzará los 4.100 millones de personas, máxime

cuando en el pasado el crecimiento económico solía tener un mayor impacto en el empleo. Con todo, es plausible que una estrategia coordinada a escala mundial y que se articule en torno a la inversión y el gasto social impulsado por el Estado tenga un impacto considerablemente mayor que el proyectado en el presente *Informe*, gracias al crecimiento del empleo en el sector de los servicios. Por ello, es natural que las estimaciones previstas del crecimiento y el empleo, así como de los resultados en términos medioambientales, indiquen que es preciso llevar a cabo esfuerzos más decisivos que los explorados en el presente *Informe* si se aspira a lograr a escala mundial un crecimiento y un desarrollo que sean sostenibles en términos económicos, sociales y medioambientales. No obstante, las políticas examinadas en esta sección supondrían un impulso eficaz para que la economía mundial tomase la dirección correcta. ■

Notas

- 1 El programa de reducción de costos se ha promovido como una receta única para el despegue del crecimiento económico y se basa en estudios que sugieren que la regulación del mercado laboral merma el crecimiento económico, mientras que, por el contrario, el recorte de los costos laborales potencia la inversión privada (Besley y Burgess, 2004; Bernal-Verdugo *et al.*, 2012; IMF, 2013a, 2013b; World Bank, 2008, 2019). Engloba el asesoramiento especializado en materia de políticas (FMI, 2013a, 2017), la condicionalidad de la ayuda financiera (Comisión Europea, 2010, 2012, 2015) y clasificaciones de países (Banco Mundial, 2018; World Economic Forum, 2017). Se ha demostrado que la lógica de la flexibilización está sesgada y viciada por fundamentarse en supuestos poco realistas, sobre todo recientemente ante la lentitud de la recuperación tras la Gran Recesión (véase la sección B).
- 2 En política de desarrollo, la idea cobró fuerza en la década de 1950 y fue fuente de inspiración en los comienzos de la práctica de la condicionalidad del FMI (Polak, 1957), y en las décadas de 1980 y 1990 cuando se incorporó al Consenso de Washington, en los programas de “terapia de choque” para las economías en transición (Lipton *et al.*, 1990); *Financial Times*, 1992) y en las respuestas a las crisis financieras de los mercados emergentes (FMI, 1998; World Bank, 1999).
- 3 En el debate sobre políticas el término “espacio fiscal” suele adquirir otra connotación, ya que hace referencia al temor de los responsables políticos a ser penalizados por aquellos inversores nacionales e internacionales que suelen calificar de “irresponsable” o “despilfarradora” toda forma de intervención del sector público. No obstante, no puede ser para los Estados soberanos una guía para la adopción de medidas de política fiscal.
- 4 Un proceso de ajuste conocido como “ahorro forzoso”. Los intentos por aumentar la demanda en presencia de fuertes restricciones (como los cuellos de botella a la inversión o cuando la economía alcanza su plena capacidad) pueden provocar aumentos de precios que reducen los salarios reales e incrementan los beneficios reales, lo que supone una transferencia efectiva de los que obtienen ingresos laborales en favor de los que obtienen rendimientos de capital. Por cuanto estos últimos ahorran una mayor proporción de sus ingresos que los trabajadores, la transferencia provoca una reducción neta del consumo al “forzar” un mayor nivel del ahorro en el ingreso nacional.
- 5 A condición de que los salarios estén indexados, una inflación moderada reduce el valor real de las deudas, lo que supone una redistribución de la riqueza en detrimento de los acreedores y a favor de los deudores. Puede ser un factor muy favorable para promover la actividad de los pequeños y medianos empresarios, que suelen verse limitados en su capacidad de obtener crédito. En estos casos, lo que preocupa, por lo que se refiere a las políticas, es si el empuje expansivo inicial tiene como correlato un aumento de la capacidad productiva que sea lo suficientemente rápido y fiable como para superar los factores

- limitadores. En esas circunstancias, unas tasas de inflación del orden del 10 al 20 % anual pueden ser beneficiosas para favorecer un crecimiento y un desarrollo sostenidos (UN DESA, 2008: cap. 1). Sin embargo, si no aumenta la capacidad, o si la inflación es galopante, el resultado es un círculo vicioso en el que se desencadena una espiral de salarios y precios que engendra inestabilidad y crisis económicas.
- 6 La tesis de que los bajos tipos de interés siempre incentivan la inversión productiva resultó ser equivocada ya en tiempos de la Gran Depresión (Keynes, 1936), pero reapareció en la bibliografía académica en estas últimas décadas, aunque esta vez relacionándola con el argumento de la “gran moderación” (Bernanke, 2004). Aunque la tesis ha sido refutada varias veces antes y después de la Gran Recesión (Godley y Lavoie, 2007; Storm, 2017a; Taylor, 2017), sigue siendo hegemónica.
 - 7 Se ha entablado un debate sobre el dinamismo sectorial (*TDR 2016*). El último “renacimiento industrial” en los análisis de desarrollo vuelve a incidir en las ventajas de la concentración local de empresas industriales. El análisis realizado por Alfred Marshall de los distritos industriales (Marshall, 1920: 222) ha vuelto a hacer su aparición, aunque esta vez modernizado y ampliado, con el concepto de “procomún industrial” (Andreoni y Gregory, 2013; Best, 1999).
 - 8 Como bien señaló, entre otros, Keynes (Keynes, 1936: 84): en términos agregados, el aumento del ahorro comporta una reducción de la demanda y del ingreso. La única manera de aumentar la inversión agregada es reducir el ahorro agregado, lo que exige endeudamiento. Un análisis de estas relaciones en el contexto del sistema financiero actual se presenta en Wray, 2012.
 - 9 Extensa es la bibliografía donde se analiza el efecto de atracción (Erenburg, 1993), incluso tratándose de los países en desarrollo (Taylor, 1994) y se examina la insuficiencia de la inversión privada en relación con el bajo nivel de la inversión pública (una brecha fiscal entre el ahorro público y la inversión pública).
 - 10 Cuando la industria manufacturera está geográficamente fragmentada, los datos sobre las emisiones pueden dar la falsa impresión de que algunas economías desarrolladas han reducido las emisiones cuando, en realidad, lo que han hecho ha sido externalizar principalmente las tareas intensivas en carbono (Peters *et al.*, 2017; Semieniuk, 2018; Schröder y Storm, 2018).
 - 11 Entre los ejemplos más frecuentes se mencionan las medidas de eficiencia energética (Panwar *et al.*, 2011), la energía eólica (Guezuraga *et al.*, 2012; Lazard, 2018), la energía solar (IRENA, 2018a; Bloomberg New Energy Finance, 2018), las nuevas baterías (*Greentech Media*, 2019), los vehículos eléctricos (Hao *et al.*, 2017) y las bombas de calor.
 - 12 Entre otros, figuran los combustibles renovables líquidos o gaseosos, las nuevas fórmulas para la fabricación de cemento y otras tecnologías propias de cada industria para reducir las emisiones de carbono de los procesos de fabricación, la agricultura climáticamente inteligente (de Oliveira Silva *et al.*, 2016) y los nuevos modelos de urbanismo de alta densidad y centrados en el tráfico.
 - 13 El crédito a corto plazo sigue siendo necesario para financiar la nómina de las empresas y el capital circulante (Godley y Lavoie, 2007: 49-51).
 - 14 En el Acuerdo de París, contando los compromisos voluntarios adquiridos por todos los países miembros para la reducción de las emisiones, se pide 100.000 millones de dólares anuales en contribuciones hasta el 2025, con un probable aumento de las contribuciones después de ese año (Meltzer, 2016). Por un lado, se trata de una cifra demasiado pequeña para la estabilización del clima y la sostenibilidad; se necesitarán billones, no miles de millones de dólares al año. Por otra, es más de lo que las partes en el Acuerdo de París han estado dispuestas a aportar en la práctica. En 2014, los gobiernos de los países desarrollados solo pudieron ponerse de acuerdo en unos 10.300 millones de dólares en promesas de contribuciones al Fondo Verde para el Clima (Waslander y Amerasinghe, 2019). Según los cálculos del Instituto de Recursos Mundiales, empleando cinco métodos diferentes para estimar las posibles contribuciones futuras, las cifras se sitúan entre los 14.000 y los 66.000 millones de dólares anuales. La controversia sobre las contribuciones de los países desarrollados refleja, en parte, la responsabilidad histórica asumida con respecto a las etapas iniciales del cambio climático. Varios marcos analíticos han intentado asignar la responsabilidad por las emisiones del pasado y por los elevados niveles de gases de efecto invernadero en la atmósfera. Según las proyecciones de estos marcos Europa y América del Norte, que disfrutaron de una larga ventaja por el desarrollo económico basado en combustibles fósiles, son responsables de muchos más daños climáticos que los causados en su territorio (Baer *et al.*, 2009).
 - 15 Este fenómeno se conoce como distribución “primaria” y los ingresos resultantes (salarios, beneficios e impuestos netos) se conocen como ingresos primarios. Las transferencias en dinero y en especie, excepto las transferencias sociales no pecuniarias, suponen una distribución “secundaria” cuyo resultado son los ingresos “disponibles”. El resto de las transferencias generan el ingreso disponible “ajustado” (Naciones Unidas, 2009).
 - 16 Entre ellos figuran el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), el Tratado Integral y Progresista de Asociación Transpacífico (CPTPP, por sus siglas en inglés), la Asociación Transatlántica de Comercio e Inversión (ATCI), el Acuerdo Económico y Comercial Global (CETA) y la Zona Continental Africana de Libre Comercio (AfCFTA).

17 En 1970, por cada dólar de producción mundial se necesitaban unos 363 gramos de energía “equivalente al petróleo”, mientras que en 2005 la cantidad era 250 gramos (expresando la producción en dólares de los Estados Unidos constantes de 2005). En 2018, la demanda de energía por unidad de producción constante ha caído a unos 218 gramos. Con una densidad media de petróleo crudo de 0,87 gramos/litro,

producir un dólar suplementario de producción equivale actualmente a quemar casi un tercio de litro de petróleo. Por cada 3 dólares (ppa) de ventas, se consume 1 litro de petróleo aproximadamente en algún lugar del mundo. Si la tendencia continúa, en 2030 por cada dólar (dólares de 2005) de producción global se necesitarán aproximadamente 195 gramos de equivalente en petróleo o 0,22 litros.

Referencias

- Acharya V, Drechsler I and Schnabl P (2014). A Pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk. *The Journal of Finance*. 69(6):2689–2739.
- Ackerman F (2017). *Worst-Case Economics: Extreme Events in Climate and Finance*. Anthem Press. London.
- Ackerman F, Comings T and Fields S (2015). *The Clean Energy Future: Protecting the Climate, Creating Jobs, and Saving Money*. Synapse Energy Economics. Cambridge, MA.
- Aghion P and Howitt P (2006). Appropriate growth policy: A unifying framework. *Journal of the European Economic Association*. 4(2/3):269–314.
- Agora Energiewende (2018). Energiewende 2030: The big picture – megatrends, targets, strategies and a 10-point agenda for the second phase of Germany’s energy transition. Berlin. Available at https://www.agora-energiewende.de/fileadmin2/Projekte/2017/Big_Picture/134_Big-Picture_EN_WEB.pdf (accessed 5 July 2019).
- Aker JC and Mbiti IM (2010). Mobile phones and economic development in Africa. *Journal of Economic Perspectives*. 24(3):207–232.
- Andreoni A and Gregory M (2013). Why and how does manufacturing still matter: Old rationales, new realities. *Revue d’économie industrielle*. 144(4):21–57.
- Baer P, Kartha S, Athanasiou T and Kemp-Benedict E (2009). The Greenhouse Development Rights Framework: Drawing attention to inequality within nations in the global climate policy debate. *Development and Change*. 40(6):1121–1138.
- Balteanu I and Erce A (2017). Linking bank crises and sovereign defaults: Evidence from emerging markets. Working Paper Series No. 22. European Stability Mechanism.
- Bell SA (1998). Can taxes and bonds finance government spending? Working Paper No. 244. Levy Economics Institute of Bard College.
- Bernal-Verdugo LE, Furceri D and Guillaume DM (2012). Labor market flexibility and unemployment: New empirical evidence of static and dynamic effects. Working Paper No. 12/64. International Monetary Fund.
- Bernanke BS (2004). The great moderation. Washington, D.C. 20 February. Available at <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/> (accessed 5 July 2019).
- Besley T and Burgess R (2004). Can labor regulation hinder economic performance? Evidence from India. *The Quarterly Journal of Economics*. 119(1):91–134.
- Best MH (1999). Regional growth dynamics: A capabilities perspective. *Contributions to Political Economy*. 18(1):105–119.
- Bhattacharya A, Gallagher KP, Muñoz Cabré M, Jeong M and Ma X (2019). Aligning G20 infrastructure investment with climate goals & the 2030 Agenda: A report to the G20. Foundations 20 Platform. Brookings. Washington, D.C. / Boston University. Boston, MA.
- Blanchard O and Leigh D (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. Working Papers No. 13/1. International Monetary Fund.
- Bloomberg New Energy Finance (2018). *New Energy Outlook 2018*. Bloomberg. New York, NY.
- Boushey H, Nunn R and Shambaugh J, eds. (2019). *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy*. Brookings. Washington, D.C.
- Bovari E, Giraud G and Mc Isaac F (2018). Coping with collapse: A stock-flow consistent monetary macrodynamics of global warming. *Ecological Economics*. 147:383–398.
- Boyd JH, Kwak S and Smith B (2005). The real output losses associated with modern banking crises. *Journal of Money, Credit and Banking*. 37(6):977–999.
- Boyer R (2012). The four fallacies of contemporary austerity policies: The lost Keynesian legacy. *Cambridge Journal of Economics*. 36(1):283–312.
- Cantore N, Nussbaumer P, Wei M and Kammen DM (2017). Promoting renewable energy and energy efficiency in Africa: A framework to evaluate employment generation and cost effectiveness. *Environmental Research Letters*. 12(3):035008. Available at <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1748-9326/aa51da/meta> (accessed 5 July 2019).

- Capaldo J (2015). The Trans-Atlantic Trade and Investment Partnership: European disintegration, unemployment and instability. *Economia e Lavoro*. 49(2):35–56.
- Capaldo J and Izurieta A (2013). The imprudence of labour market flexibilization in a fiscally austere world. *International Labour Review*. 152(1):1–26.
- Capaldo J and Izurieta A (2018). Macroeconomic effects of 21st century trade and investment agreements: The case of the Trans-Pacific Partnership. *Development and Change*. 49(4):951–977.
- Cerra V and Saxena SC (2008). Growth dynamics: The myth of economic recovery. *American Economic Review*. 98(1):439–457.
- Chang HJ (2003). *Rethinking Development Economics*. Anthem Press. London.
- de Oliveira Silva R, Barioni LG, Hall JAJ, Folegatti Matsuura M, Zanett Albertini T, Fernandes FA and Moran D (2016). Increasing beef production could lower greenhouse gas emissions in Brazil if decoupled from deforestation. *Nature Climate Change*. 6(5):493–497.
- Devries P, Guajardo J, Leigh D and Pescatori A (2011). A new action-based dataset of fiscal consolidation. Working Paper No. 11/128. International Monetary Fund.
- Diffenbaugh NS and Burke M (2019). Global warming has increased global economic inequality. *Proceedings of the National Academy of Sciences*. 116(20):9808–9813.
- Erenburg SJ (1993). The relationships between public and private investment. Working Paper No. 85. Levy Economics Institute of Bard College.
- European Commission (2010). The economic adjustment programme for Greece. Occasional Papers No. 61. European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- European Commission (2012). The second economic adjustment programme for Greece. Occasional Papers No. 94. European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- European Commission (2015). Greece: Assessment of the Commission, in liaison with the ECB, of the request for stability support in the form of an ESM loan, in compliance with Art 13 of ESM Treaty. European Commission. Available at https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2015-07-10_greece_art_13_eligibility_assessment_esm_en1.pdf (accessed 11 July 2019).
- Fankhauser S and Jotzo F (2018). Economic growth and development with low-carbon energy. *Wiley Interdisciplinary Reviews: Climate Change*. 9(1):e495.
- Financial Times* (1992). Russia on the brink. 16 October. Available at http://earth.columbia.edu/sitefiles/file/Sachs%20Writing/1992/FinancialTimes_1992_RussiaontheBrink_10_16_92.pdf (accessed 5 July 2019).
- Financial Times* (2010). Maligned Germany is right to cut spending. 24 June. Available at <https://www.ft.com/content/216daeba-7f0c-11df-84a3-00144feabdc0> (accessed 11 July 2019).
- Garrett-Peltier H (2017). Green versus brown: Comparing the employment impacts of energy efficiency, renewable energy, and fossil fuels using an input-output model. *Economic Modelling*. 61:439–447.
- Geels FW, Sovacool BK, Schwanen T and Sorrell S (2017). Sociotechnical transitions for deep decarbonization. *Science*. 357(6357):1242–1244.
- Ghose AK (2014). India's services-led growth. Working Paper No. 01/2014. Institute for Human Development.
- Glyn A (2007). *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization, and Welfare*. Oxford University Press. Oxford.
- Godley W and Lavoie M (2007). *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. Palgrave Macmillan. New York, NY.
- Greentech Media* (2019). Hawaiian Electric announces “mind-blowing” solar-plus-storage contracts. 4 January. Available at <https://www.greentechmedia.com/articles/read/hawaiian-electric-industries-announces-mind-blowing-solar-plus-storage-cont#gs.nm751c> (accessed 5 July 2019).
- Guajardo J, Leigh D and Pescatori A (2011). Expansionary austerity: New international evidence. Working Papers No. 11/158. International Monetary Fund.
- Guezuraga B, Zauner R and Pölz W (2012). Life cycle assessment of two different 2 MW class wind turbines. *Renewable Energy*. 37(1):37–44.
- Hao H, Qiao Q, Liu Z and Zhao F (2017). Impact of recycling on energy consumption and greenhouse gas emissions from electric vehicle production: The China 2025 case. *Resources, Conservation and Recycling*. 122:114–125.
- Helleiner E (2014). Southern pioneers of international development. *Global Governance: A Review of Multilateralism and International Organizations*. 20(3):375–388.
- Helleiner E (2019). Multilateral development finance in non-Western thought: From before Bretton Woods to beyond. *Development and Change*. 50(1):144–163.
- Herndon T, Ash M and Pollin R (2014). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*. 38(2):257–279.
- ILO (2017). *World Social Protection Report 2017/19: Universal Social Protection to Achieve the Sustainable Development Goals*. International Labour Office. Geneva.
- ILO (2018). *World Employment and Social Outlook 2018: Greening with Jobs*. International Labour Office. Geneva.
- IMF (1998). *World Economic Outlook: Financial Turbulence and the World Economy*. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- IMF (2010a). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note SPN/10/04. International Monetary Fund.

- IMF (2010b). *World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing*. International Monetary Fund . Washington, D.C.
- IMF (2011). Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s. Working Papers No. 11/281. International Monetary Fund.
- IMF (2012). *World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth*. International Monetary Fund . Washington, D.C.
- IMF (2013a). Jobs and growth: Analytical and operational considerations for the Fund. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/031413.pdf> (accessed 5 July 2019).
- IMF (2013b). Guidance note on jobs and growth issues in surveillance and program work. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/092713a.pdf> (accessed 5 July 2019).
- IMF (2017). Spain: 2017 Article IV Consultation. Country Report No. 17/319. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/10/06/Spain-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-45319> (accessed 5 July 2019).
- IMF (2018). G-20 Report on strong, sustainable, balanced, and inclusive growth. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/111918.pdf> (accessed 11 July 2019).
- IPCC (2018). Global Warming of 1.5°C: An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty. Intergovernmental Panel on Climate Change . Geneva. Available at: <https://www.ipcc.ch/sr15/> (accessed 25 June 2019).
- IRENA (2018a). *Renewable Power Generation Costs in 2017*. International Renewable Energy Agency. Abu Dhabi. Available at <https://www.irena.org/publications/2018/Jan/Renewable-power-generation-costs-in-2017> (accessed 5 July 2019).
- IRENA (2018b). *Renewable Energy and Jobs: Annual Review 2018*. International Renewable Energy Agency. Abu Dhabi. Available at <https://www.irena.org/publications/2018/May/Renewable-Energy-and-Jobs-Annual-Review-2018> (accessed 5 July 2019).
- Irons J and Bivens J (2010). Government debt and economic growth. Briefing Paper No. 271. Economic Policy Institute.
- Izurieta A and Singh A (2010). Does fast growth in India and China help or harm US workers? *Journal of Human Development and Capabilities*. 11(1):115–141.
- Izurieta A, Kohler P and Pizarro J (2018). Financialization, trade, and investment agreements: Through the looking glass or through the realities of income distribution and government policy? Working Paper No. 18-02. Global Development and Environment Institute.
- Keynes JM (1929). The German transfer problem. *The Economic Journal*. 39(153):1–7.
- Keynes JM (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan & Co. London.
- Kohler P and Cripps F (2018). Do trade and investment (agreements) foster development or inequality? Working Paper No. 18-03. Global Development and Environment Institute.
- Kraay A (2014). Government spending multipliers in developing countries: Evidence from lending by official creditors. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 6(4):170–208.
- Lavoie M (2013). The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critique. *Journal of Economic Issues*. 47(1):1–32.
- Lavoie M and Stockhammer E, eds. (2013). *Wage-Led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*. Advances in Labour Studies. Palgrave Macmillan. Basingstoke.
- Lazard (2018). Lazard’s Levelized Cost of Energy Analysis – Version 12.0. Lazard. November. Available at <https://www.lazard.com/media/450784/lazards-levelized-cost-of-energy-version-120-vfinal.pdf> (accessed 8 July 2019).
- Lerner AP (1943). Functional finance and the federal debt. *Social Research*. 10(1):38–51.
- Leverero ES (2019). Estimates of the natural rate of interest and the stance of monetary policies: A critical assessment. Working Paper No. 88. Institute for New Economic Thinking.
- Lin JY (2012). *New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development and Policy*. World Bank. Washington, D.C.
- Lipton D and Sachs JD (1990). Creating a market economy in Eastern Europe: The case of Poland. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1990(1):75–147. Available at <https://www.brookings.edu/bpea-articles/creating-a-market-economy-in-eastern-europe-the-case-of-poland/> (accessed 8 July 2019).
- López-Gallardo J and Reyes-Ortiz L (2011). Effective demand in the recent evolution of the US economy. Working Papers No. 673. Levy Economics Institute of Bard College.
- Markandya A, Arto I, González-Eguino M and Román MV (2016). Towards a green energy economy? Tracking the employment effects of low-carbon technologies in the European Union. *Applied Energy*. 179:1342–1350.
- Marshall A (1920). *Principles of Economics*. Macmillan & Co. London.
- Mazzucato M and Semieniuk G (2018). Financing renewable energy: Who is financing what and why it matters. *Technological Forecasting and Social Change*. 127:8–22.
- Meltzer JP (2016). Financing low carbon, climate resilient infrastructure: The role of climate finance and green

- financial systems. *Global Economy & Development Working Paper No. 96*. Brookings Institution.
- Millar RJ, Fuglestedt JS, Friedlingstein P, Rogelj J, Grubb MJ, Matthews HD, Skeie RB, Forster PM, Frame DJ and Allen MR (2017). Emission budgets and pathways consistent with limiting warming to 1.5°C. *Nature Geoscience*. 10:741–747.
- Minsky HP (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill. New York, NY.
- Mitchell W (2016). Modern monetary theory – what is new about it? 22 August. Available at <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=34200> (accessed 1 July 2019).
- Mittnik S and Semmler W (2012). Regime dependence of the fiscal multiplier. *Journal of Economic Behavior & Organization*. 83(3):502–522.
- Mosler W (2004). *Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*. Valance Co. Christiansburg, VA.
- Nersisyan Y and Wray LR (2019). How to pay for the Green New Deal. Working Paper No. 931. Levy Economics Institute of Bard College.
- Ocampo JA, Rada C and Taylor L (2009). *Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*. Columbia University Press. New York, NY.
- OECD (2017a). *Investing in Climate, Investing in Growth*. Organisation for Economic Development and Co-operation. Paris.
- OECD (2017b). OECD Technical Report on Progress on Structural Reform Under the G20 ESRA. April. Organisation for Economic Development and Co-operation. Paris.
- OHCHR (2013). *Report on Austerity Measures and Economic and Social Rights*. Office of the United Nations High Commissioner for Human Rights. Geneva.
- Ortiz I, Cummins M, Capaldo J and Karunanethy K (2015). The decade of adjustment: A review of austerity trends 2010–2020 in 187 countries. ESS Working Papers No. 53. Extension of Social Security (ESS).
- Ostry JD, Loungani P and Furceri D (2016). Neoliberalism: Oversold? *Finance and Development*. 53(2):38–41. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/ostry.htm> (accessed 5 July 2019).
- Oxford Economics (2017). *Global Infrastructure Outlook 2017: Infrastructure Investment Needs 50 Countries, 7 Sectors to 2040*. Oxford Economics. Oxford.
- Palma JG (2009). The revenge of the market on the rentiers: Why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature. *Cambridge Journal of Economics*. 33(4):829–869.
- Panwar NL, Kaushik SC and Kothari S (2011). Role of renewable energy sources in environmental protection: A review. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*. 15(3):1513–1524.
- Perugini C, Žarković Rakić J and Vladislavljević M (2019). Austerity and gender inequalities in Europe in times of crisis. *Cambridge Journal of Economics*. 43(3):733–767.
- Peters GP, Andrew RM, Canadell JG, Fuß S, Jackson RB, Korsbakken JI, Le Quéré C and Nakicenovic N (2017). Key indicators to track current progress and future ambition of the Paris Agreement. *Nature Climate Change*. 7(2):118–122.
- Polak JJ (1957). Monetary analysis of income formation and payments problems. *IMF Staff Papers*. 6(1):1–50.
- Pollin R (2015). *Greening the Global Economy*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Pollin R (2018). De-growth vs a Green New Deal. *New Left Review*. 112(July–August):21. Available at <https://newleftreview.org/issues/II112/articles/robert-pollin-de-growth-vs-a-green-new-deal> (accessed 8 July 2019).
- Popov V and Sundaram JK (2015). Income inequalities in perspective. *Development*. 58(2/3):196–205.
- Rezai A, Foley DK and Taylor L (2012). Global warming and economic externalities. *Economic Theory*. 49(2):329–351.
- Ros J (2013). *Rethinking Economic Development, Growth, and Institutions*. Oxford University Press. New York, NY.
- Schröder E and Storm S (2018). Economic growth and carbon emissions: The road to “Hothouse Earth” is paved with good intentions. Working Paper No. 84. Institute for New Economic Thinking.
- Schularick M and Taylor AM (2012). Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008. *American Economic Review*. 102(2):1029–1061.
- Semieniuk G (2018). Energy in economic growth: Is faster growth greener? Department of Economics Working Paper Series No. 208. SOAS University of London.
- Skidelsky R and Fracarroli N (2017). *Austerity vs Stimulus: The Political Future of Economic Recovery*. Palgrave Macmillan. Cham.
- Steffen W, Rockström J, Richardson K, Lenton TM, Folke C, Liverman D, Summerhayes CP, Barnosky AD, Cornell SE, Crucifix M, Donges JF, Fetzer I, Lade SJ, Scheffer M, Winkelmann R and Schellnhuber HJ (2018). Trajectories of the Earth system in the Anthropocene. *Proceedings of the National Academy of Sciences*. 115(33):8252–8259.
- Stockhammer E and Onaran O (2013). Wage-led growth: Theory, evidence, policy. *Review of Keynesian Economics*. 1(1):61–78.
- Storm S (2017a). The new normal: Demand, secular stagnation and the vanishing middle-class. *International Journal of Political Economy*. 46(4):169–210.
- Storm S (2017b). How the Invisible Hand is supposed to adjust the natural thermostat: A guide for the perplexed. *Science and Engineering Ethics*. 23(5):1307–1331.
- Storm S (2018). Financialization and economic development: A debate on the social efficiency of modern finance. *Development and Change*. 49(2):302–329.

- Storm S and Capaldo J (2018). Labor institutions and development under globalization. Working Paper No. 76. Institute for New Economic Thinking.
- Storm S and Naastepad CWM (2005). Strategic factors in economic development: East Asian industrialization 1950–2003. *Development and Change*. 36(6):1059–1094.
- Storm S and Naastepad CWM (2012). *Macroeconomics Beyond the NAIRU*. Harvard University Press. Cambridge, MA.
- Taylor L (1994). Gap models. *Journal of Development Economics*. 45(1):17–34.
- Taylor L (2017). The “natural” interest rate and secular stagnation: Loanable funds macro models don’t fit today’s institutions or data. *Challenge*. 60(1):27–39.
- Taylor L (2019). Macroeconomic stimulus à la MMT. Institute for New Economic Thinking. 30 April. Available at <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/macroeconomic-stimulus-à-la-mmt> (accessed 1 July 2019).
- Tymoigne E (2014). Modern money theory and interrelations between the Treasury and the Central Bank: The case of the United States. Working Paper No. 788. Levy Economics Institute of Bard College.
- UN DESA (2008). *National Development Strategies – Policy Notes*. United Nations Department of Economic and Social Affairs. New York. Available at <https://www.un.org/en/development/desa/policy-notes.html> (accessed 11 July 2019).
- UN DESA (2011). *The World Economic Situation and Prospects 2011*. United Nations Department of Economic and Social Affairs. (United Nations publication. Sales No. E.11.II.C.2. New York and Geneva).
- UNCTAD (2014). Background note: Macroeconomic strategies and trade from a global perspective. UNCTAD contribution to the G20 Framework Working Group. United Nations. New York and Geneva. Available at https://unctad.org/en/Docs/webgds2014_g20d01_en.pdf (accessed 8 July 2019).
- UNCTAD (2018). *World Investment Report 2018: Investment and New Industrial Policies*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 1994). *Trade and Development Report 1994*. (United Nations publication. Sales No. E.94.II.D.26. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 1996). *Trade and Development Report 1996*. (United Nations publication. Sales No. E.96.II.D.6. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2003). *Trade and Development Report 2003: Capital Accumulation, Growth and Structural Change*. (United Nations publication. Sales No. E.03.II.D.7. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2007). *Trade and Development Report 2007: Regional Cooperation for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report 2011: Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. (United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report 2014: Global Governance and Policy Space for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2015). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2016). *Trade and Development Report 2016: Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth*. (United Nations publication. Sales No. E.16.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2017). *Trade and Development Report, 2017: Beyond Austerity: Towards a Global New Deal*. (United Nations publication. Sales No. E.17.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- UNIDO (United Nations Industrial Development Organization) (2013). *Industrial Development Report 2013: Sustaining Employment Growth – The Role of Manufacturing and Structural Change*. (United Nations publication. Sales No. E.13.II.B.46. Vienna).
- United Nations (2009). *System of National Accounts 2008*. (Sales No. E.08.XVII.29. New York).
- Wade RH (2014). “Market versus state” or “market with state”: How to impart directional thrust. *Development and Change*. 45(4):777–798.
- Waslander J and Amerasinghe NM (2019). How much should countries contribute to the Green Climate Fund’s Replenishment? World Resources Institute blog. 3 April. Available at <https://www.wri.org/blog/2019/04/how-much-should-countries-contribute-green-climate-funds-replenishment> (accessed 30 May 2019).
- Wilburn DR (2011). *Wind Energy in the United States and Materials Required for the Land-Based Wind Turbine Industry From 2010 Through 2030*. U.S. Geological Survey. Reston, VA.
- Williams JH, Haley B, Kahrl F, Moore J, Jones AD, Torn MS and McJeon H (2014). *Pathways to Deep Decarbonization in the United States*. The U.S. report of the Deep Decarbonization Pathways Project of the Sustainable Development Solutions Network and the Institute for Sustainable Development and International Relations. Revision with technical supplement, 16 November 2015. San Francisco, CA. Available at <https://usddpp.org/downloads/2014-technical-report.pdf> (accessed 11 July 2019).
- World Bank (1999). *World Development Report 1999/2000: Entering the 21st Century*. Oxford University Press. New York, NY.
- World Bank (2008). *World Development Report 2008:*

- Agriculture for Development*. World Bank. Washington, D.C.
- World Bank (2018). *Doing Business Report 2019: Training for Reform*. World Bank. Washington, D.C.
- World Bank (2019). *World Development Report 2019: The Changing Nature of Work*. World Bank. Washington, D.C.
- World Economic Forum (2017). *The Global Competitiveness Report 2017–2018*. World Economic Forum. Geneva.
- Wray LR (1998). *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Wray LR (2007). Minsky's approach to employment policy and poverty: Employer of last resort and the war on poverty. Working Paper No. 515. Levy Economics Institute of Bard College.
- Wray LR (2012). Money in finance. In: Toporowski J and Michell J, eds. *Handbook of Critical Issues in Finance*. Edward Elgar. Cheltenham: 243–253.
- Wray LR (2015). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Palgrave Macmillan. Basingstoke.

A. Introducción: ¿ataduras del pasado o potencial de futuro?

Como se ha señalado en el capítulo anterior, para lograr la transformación estructural que implica un *New Deal* verde y global y alcanzar los objetivos de la Agenda 2030, los países en desarrollo, con el apoyo de la comunidad internacional, tendrán que incrementar la escala de las inversiones hasta un nivel sin precedentes, tanto en nuevas áreas de actividad productiva como en la dotación de infraestructuras. La creación de crédito y la liquidación de la deuda se sitúan en el centro de cualquier iniciativa de este tipo, ya que pueden aumentar o limitar la movilización masiva de recursos que requieren tanto los agentes públicos como privados.

Los modernos sistemas bancarios y financieros son regímenes contables para la compensación y liquidación de créditos y deudas. En este sentido, el crédito proporciona medios de pago por adelantado y, por consiguiente, poder adquisitivo, respaldados solo por derechos de cobro sobre ingresos actuales y futuros, o una deuda (Schumpeter, 2008 [1934]: 107). Como recalca Keynes, una de las principales funciones del sistema crediticio debería ser aumentar la capacidad productiva de la sociedad: “El crédito es la senda por la que transita la producción, por lo que si los banqueros conocieran bien su obligación facilitarían de diversas maneras ese tránsito justo en la medida necesaria para que las capacidades productivas de una comunidad pudiesen ser empleadas plenamente” (Keynes, 1930: 219-220). Sin embargo, como dio a entender, y como se ha descubierto a un costo considerable en los últimos 30 años, no hay garantía de que los banqueros conozcan sus obligaciones y que, por lo tanto, un sistema de creación de crédito sumamente privatizado y descentralizado contribuya automáticamente a la prosperidad de todos.

Desde la perspectiva del desarrollo económico, son tres las repercusiones principales. En primer lugar,

la función esencial del crédito es liberar la inversión presente de las ataduras del ahorro acumulado previamente, lo que posibilita aumentar la inversión destinada a mejorar la productividad. En segundo lugar, el ritmo y la dirección de la creación de crédito dependen de la confianza de los prestamistas en el reembolso de la deuda y, de manera más general, del valor de los activos financieros y bancarios. Por ello, depende en última instancia de la credibilidad y la eficacia de las estructuras institucionales y regulatorias que rigen la creación de crédito. En tercer lugar, la disociación del crédito y la inversión productiva puede generar patologías económicas que son la antítesis del crecimiento económico sostenible.

Las decisiones de la inversión privada están guiadas por unas expectativas sobre las perspectivas de ventas y sobre beneficios futuros. La expectativa de obtener beneficios elevados incentiva a las empresas a invertir. Toda vez que el conjunto de decisiones empresariales de inversión provoca un incremento de la demanda agregada y hace posible que puedan materializarse las perspectivas de ganancias de las empresas, los beneficios obtenidos también posibilitan que estas tengan mayor capacidad para financiar inversiones futuras a partir de los beneficios no distribuidos (*TDR 2008*: cap. IV, *TDR 2016*: cap. V). Esas mismas expectativas también generan una demanda de crédito para acometer un esfuerzo inversor, que es previo a la obtención de beneficios, lo que alienta a los bancos a conceder ese crédito. Asimismo, las decisiones de inversión pública suelen estar guiadas (o deberían estarlo) no sólo por los beneficios sociales perseguidos, sino también por una expectativa de mayores ingresos en el futuro como consecuencia de esas decisiones, lo que a su vez genera mayores entradas futuras de impuestos y atraen la inversión privada.

Por consiguiente, el éxito de toda movilización de recursos internos, tanto en los países desarrollados como en desarrollo, se basa en conexiones sólidas y fiables entre el crédito, la inversión y los beneficios, en las que estos últimos son “a la vez un incentivo para la inversión, una fuente de inversión y un resultado de la inversión” (Akyüz y Gore, 1996: 461). Este nexo entre beneficios e inversiones es la base para desencadenar ciclos virtuosos de rápido crecimiento de la productividad, obtener mayores ingresos y ampliar mercados, tanto en el propio país como en el extranjero, lo que a su vez comporta mayores niveles de inversión interna y potencia aún más la productividad. La solidez del nexo entre beneficios e inversiones debería suponer que la inversión en los sectores punteros puede financiarse cada vez más con cargo a los beneficios no distribuidos, pero el ritmo acelerado de acumulación de capital en general, la evolución de los sistemas productivos nacionales y su inserción en las cambiantes cadenas de producción internacionales exige que la creación del crédito (o la financiación de la deuda) sea selectiva y siga siendo una constante necesaria y útil en toda la trayectoria de crecimiento y desarrollo de la economía para que sean dinámicos.

Sin embargo, la financiación de la deuda no desempeña esta función dinámica en el desarrollo económico interno como consecuencia de un proceso espontáneo. De hecho, como se señaló en el último capítulo y se examinó exhaustivamente en informes anteriores, en el contexto de la hiperglobalización, el nexo entre los beneficios y la inversión se ha roto en muchos países, pues los beneficios se han utilizado para aumentar los dividendos, recomprar acciones y adquirir otras empresas, a menudo utilizando estructuras financieras opacas para ocultar la forma en que se emplean los beneficios (TDR 2015; TDR 2017; y el capítulo V). Otorgar crédito cuando se ha roto este nexo entre beneficios e inversiones probablemente generará más desigualdad e inestabilidad.

Además, la deuda es una relación social e institucional que se basa en la confianza, así como en la información y las expectativas compartidas entre deudores y acreedores. Por ello, se requiere la confianza, tanto de los prestamistas como de los prestatarios, en la capacidad del sistema bancario y financiero nacional, así como en las autoridades monetarias y el Estado, para cumplir los compromisos, conservar el valor de los activos financieros y bancarios y regular la velocidad y la dirección de la creación de crédito en aras tanto de la estabilidad financiera como de la transformación

estructural. Puede ser una tarea ardua, pues los trastornos sociales y económicos que inevitablemente acompañan a la transformación estructural pueden ir fácilmente en contra de la estabilidad financiera.

Los Estados que han tenido éxito han intervenido habitualmente en la creación de crédito privado mediante la creación de redes sectoriales, regionales y subnacionales de entidades de crédito y bancos —a menudo, aunque no siempre, de propiedad estatal— con el mandato de democratizar el acceso a la financiación con fines sociales y facilitar la financiación de proyectos de inversión transformadora en los que los beneficios sociales a largo plazo eran elevados, aunque en los que la rentabilidad privada era incierta a corto plazo y los riesgos para los participantes del sector privado prohibitivos (véase el capítulo VI). Sin embargo, la capacidad de creación de crédito, que tiene enormes repercusiones en la creación de riqueza, el desarrollo productivo y la equidad social en la economía, por lo general ha sido delegada en unos sistemas bancarios y financieros que son privados y descentralizados. Esta característica ha tenido efectos muy distintos. En ocasiones, ha facilitado la movilización de recursos financieros con fines productivos mediante innovaciones financieras que han permitido un mayor acceso a la deuda a largo plazo en los mercados de capitales y han reducido los riesgos a corto plazo de la inversión privada financiada con deuda. Sin embargo, también ha significado que el crecimiento económico ha estado jalonado por frecuentes crisis bancarias y financieras, por lo general en períodos de gran movilidad de capital y débiles restricciones regulatorias, que dieron lugar a un exceso de creación de crédito privado e “innovación financiera” para obtener beneficios a corto plazo mediante la especulación financiera (Reinhart y Rogoff, 2009: 156; *TDR 2015*).

El principal peligro de unos sistemas bancarios y financieros descentralizados y poco o nada regulados es precisamente que la creación de crédito (y de liquidez) por parte de los bancos comerciales y las entidades financieras privadas no conoce límite y, por tanto, deja de estar vinculada a objetivos económicos sociales o colectivos más amplios para convertirse en “un negocio” en sí mismo al servicio de la rentabilidad privada. No son una novedad los debates sobre la necesidad de un control público de mayor envergadura de lo que es, al fin y al cabo, un bien público: la gestión de la creación de crédito en aras de un desarrollo pleno y equitativo del potencial productivo de una sociedad. Sin embargo, no cabe

sorprenderse por que hayan experimentado un vigoroso resurgimiento desde la crisis financiera global (Pettifor, 2017).

Desde el punto de vista de los países en desarrollo, el principal reto interno de los gobiernos es orientar su infraestructura financiera hacia el apoyo de un nexo interno entre beneficios e inversiones. Ello supone que el Estado tiene que, por una parte, asumir abiertamente una función que se fundamente principalmente en su capacidad de movilizar la creación de crédito público a través de los préstamos concedidos por su banco central y, por otra, atender el servicio de su propia deuda mediante el fortalecimiento de las capacidades fiscales y la ampliación de su base imponible cuando se presenten y se creen nuevas oportunidades de inversión productiva. Para sostener una acumulación acelerada de capital, adquirirá una mayor importancia el hecho de que la creación de crédito privado se realice a través de unos sistemas bancarios y financieros nacionales que estén bien regulados, por lo que los Estados tendrán que afinar su capacidad para gestionar la coordinación entre la creación de crédito público y privado, incluso mediante instrumentos financieros y de deuda confeccionados a medida y cada vez más sofisticados. Al mismo tiempo, es preciso mantener la capacidad de planificación y formulación de políticas públicas a un ritmo rápido para aplicar marcos de política industrial y estrategias de diversificación, promover la adquisición de tecnología y el aprendizaje tecnológico, así como mitigar las desigualdades de ingresos para seguir apoyando los ciclos virtuosos de productividad y el proceso de transformación estructural.

Si bien es cierto que la mayoría de los países en desarrollo ya poseen los componentes esenciales de una infraestructura financiera, como un banco central, bancos comerciales y bancos de desarrollo, aunque con diferencias considerables en términos de profundidad y sofisticación, la mera escala de las inversiones productivas necesarias para lograr la transformación estructural y el desarrollo sostenible en un plazo significativo de tiempo significa que los países en desarrollo tendrán que depender de la financiación externa, incluida la deuda externa. En el contexto del desarrollo tardío, la deuda suele asociarse con la deuda soberana externa, por lo general en moneda extranjera, que los Estados de los países en desarrollo tienen contraída con acreedores extranjeros, tanto privados como oficiales. Además, la hiperglobalización y la simultánea desregulación de las operaciones financieras transfronterizas han

propiciado un creciente endeudamiento privado en moneda extranjera, incluso en los países en desarrollo más pobres.

Por consiguiente, la capacidad de los países en desarrollo para gestionar la creación de un crédito público y privado que favorezca el desarrollo en gran medida sigue siendo dependiente de la gestión de la creación de crédito en las economías avanzadas y de la provisión de liquidez por parte de las organizaciones financieras internacionales, sobre las que apenas tienen influencia. La política monetaria de las economías avanzadas se preocupa esencialmente de solventar aspectos de la política interna de las economías avanzadas y de los intereses de los acreedores privados y los grupos de presión financieros más que de los intereses a largo plazo de los países en desarrollo. Como se explica en el capítulo V, los países en desarrollo se han vuelto vulnerables a unos flujos de capitales privados que son sumamente volátiles. Estos flujos se mueven por las expectativas a corto plazo de los inversionistas sobre la evolución de la dinámica de la economía global antes que por la de países concretos. Los repentinos reflujos de las entradas de capital privado pueden perjudicar a los países en desarrollo, aun cuando sus “fundamentales” económicos muestren síntomas de fortaleza, como una deuda pública relativamente pequeña, un nivel bajo de déficit presupuestario, una baja tasa de inflación y unos elevados niveles de reservas (Eichengreen *et al.*, 2017). Sin embargo, cuanto más abierta sea la economía en desarrollo y más limitada sea la base de riqueza interna que haya podido generar, más débil será su base fiscal y, por tanto, su capacidad para potenciar la creación de crédito interno con miras a su transformación estructural. Así pues, la debilidad de las finanzas públicas puede contribuir a socavar la confianza de los inversionistas (y acreedores) internacionales y a fomentar la salida de capitales de su territorio. Las consiguientes depreciaciones de su moneda, el crecimiento de la carga de la deuda en moneda extranjera y la agudización de los desajustes entre los activos y los pasivos a largo y corto plazo son otros tantos factores que merman la sostenibilidad de la deuda externa, multiplican las dificultades financieras y agravan el problema del endeudamiento excesivo. En lugar de “apagar los incendios” provocados por las restricciones inmediatas de liquidez y cubrirse contra futuros riesgos de liquidez, con las consiguientes pérdidas de señoreaje en el plano internacional, como se examina en el capítulo V, los Estados de los países en desarrollo deberían poner el foco en adaptar su propia infraestructura financiera a

las necesidades y condiciones del país y brindar apoyo para que fragüe un nexo nacional entre beneficios e inversiones que sea sostenible.

Tendría unos variados y positivos efectos la reorientación coordinada de la gestión de la creación de crédito internacional y la provisión de liquidez para apoyar los esfuerzos de los países en desarrollo por regular su propia creación de crédito público y privado a los efectos de favorecer el desarrollo. Esta reorientación reduciría la exposición de los países en desarrollo a los perjuicios que pudiesen ocasionar choques financieros y macroeconómicos externos y, como se sostiene en la sección C del presente capítulo, también permitiría conseguir mayores avances con miras a la Agenda 2030.

Por el momento, como se examina en el capítulo II, en la agenda de la financiación internacional para el desarrollo se presta poca o ninguna atención a esas consideraciones. Al contrario, se considera que aumentar la escala de la financiación para el desarrollo es esencialmente una especie de reasignación estática para derivar recursos financieros (o ahorro) hacia la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible. En el fondo de esta agenda subyace la idea de que la financiación pública disponible debería utilizarse para “apalancar” la financiación privada internacional mediante instrumentos de financiación combinada que permitan a los inversionistas cubrirse contra los riesgos y, en general, “embarcarse en un seguro contra riesgos y una diversificación de estos a nivel de todo el sistema y así crear una clase de activos de gran escala y movilizar una participación del sector privado significativamente mayor” (EPG-GFG, 2018: 30). Desde esta perspectiva, se tiende a incidir en que la deuda de los países en desarrollo no es “un almuerzo gratis” (Banco Mundial, 2019: 11-17), por lo que sus posibles beneficios, como suavizar las fluctuaciones macroeconómicas a corto plazo y ayudar a satisfacer las crecientes necesidades de inversión, pueden verse anulados por el posible costo de estar considerado “financieramente poco solvente” en los mercados financieros internacionales, lo que socava la confianza de los inversionistas y acaba por “desplazar” la inversión privada, cuando los costos del servicio de la deuda y los tipos de interés del país aumentan como consecuencia de ello.

En las actuales condiciones de hiperglobalización de unas redes financieras no reguladas y en rápido crecimiento y de apertura de la cuenta de capital, la deuda de los países en desarrollo, ya sea privada o pública,

interna o externa, sin duda puede acabar siendo, no un “almuerzo”, sino una extorsión en términos de costos, razón por la cual las organizaciones internacionales, incluida la UNCTAD, llevan alertando desde hace mucho tiempo sobre el peligro de esta situación (*TDR 2015*; *TDR 2017*)¹. No obstante, reconocer este hecho plantea la cuestión de cómo conseguir que la deuda surta unos efectos más positivos en el desarrollo, habida cuenta de los múltiples desafíos tanto económicos y sociales como ambientales que en la actual coyuntura deben enfrentar todos los países. En su forma actual, la actual agenda internacional para la financiación del desarrollo, en cambio, supedita la política de desarrollo al servicio puntual de la deuda y a la minimización del riesgo de una futura suspensión de pagos. En lugar de alentar a los países en desarrollo a crear un sistema bancario y financiero nacional que pueda gestionar la creación del crédito interno para el desarrollo y de propugnar medidas para reducir su exposición a la volatilidad de los mercados financieros internacionales, esta agenda pone el foco en la mejor manera de aumentar el atractivo de los países en desarrollo para los poseedores de la riqueza privada global y en poner a buen resguardo a los inversores (y acreedores) internacionales contra todo tipo de riesgo mediante la “innovación financiera” para diversificarlo y cubrirse contra él “en todo el sistema”. Como ponen de relieve las investigaciones más recientes, este planteamiento supone en realidad trasladar la mayor parte de ese riesgo al ámbito público (Attridge y Engen, 2019).

Cuando las dificultades financieras y el sobreendeudamiento alcanzan niveles que exigen la intervención pública, es esencial contar con mecanismos eficaces y equitativos de reestructuración de la deuda soberana para que en el futuro la creación de crédito y la deuda puedan seguir desempeñando una función constructiva en el favorecimiento del desarrollo. Los vigentes marcos *ad hoc* para la reestructuración de la deuda soberana son costosos, están fragmentados y plagados de ineficiencias e incentivos perversos, lo que hace que la balanza se incline principalmente a favor de los acreedores (*TDR 2015*: cap. VI; Guzmán *et al.*, 2016). Este desequilibrio de fuerzas en la mayoría de los casos deja a los deudores soberanos encerrados en un “mundo que es una cárcel” en donde de hecho sufren todas las consecuencias estigmatizantes que acarrea la suspensión de pagos y pierden la posibilidad de acceder en el futuro a una financiación asequible, aun cuando no sean beneficiarios de un alivio importante de la deuda o de una reestructuración financiera que permita a sus economías recuperarse

y evitar en el futuro caer en problemas de endeudamiento. La lógica subyacente es la voluntad de disuadir antes que la de posibilitar potencialidades de futuro, como ocurría con las prisiones de deudores del siglo XIX, que tan magistralmente describió Charles Dickens en su novela *La pequeña Dorrit*. A pesar de que desde hace tiempo se reconoce que esta situación es insatisfactoria (Gelpert, 2016) y de las muchas propuestas de reforma de fondo en esta materia², ni la actual agenda internacional para la financiación del desarrollo ni el G20 están abordando con realismo este problema. Vista la escala de las inversiones, tanto públicas como privadas, necesarias para materializar un *New Deal* verde global, resulta evidente que “seguir con el mismo modelo” es un enfoque equivocado para gestionar la creación de crédito, por lo que se precisa un nuevo enfoque que contribuya a movilizar los recursos necesarios, especialmente en los países en desarrollo.

En la sección B del presente capítulo se analiza la evolución del panorama de la deuda de los países en desarrollo, sus vulnerabilidades, que no cesan de intensificarse rápidamente, en el contexto de la financierización hiperglobalizada y las últimas tendencias principales. En la sección C se tienen en cuenta los Objetivos de Desarrollo Sostenible y el impacto de las necesidades de inversión que conlleva la oportuna implementación de la Agenda 2030 en la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo. Resulta, a la vista de sus hallazgos, que si solo se pretendiese

alcanzar los cuatro primeros de estos objetivos para atender a tiempo las necesidades relacionadas con la eliminación de la pobreza, la nutrición, la salud y la educación de los países en desarrollo sin que se deterioren aún más los ratios deuda/PIB de los países en desarrollo, sería preciso una intervención pública internacional bastante contundente en forma de un aumento de la asistencia oficial para el desarrollo (AOD) y medidas de alivio de la deuda vinculadas a los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Partiendo de la base de que esa drástica intervención pública actualmente no concita un consenso internacional, en la sección D se estudian vías alternativas, aunque complementarias, a nivel regional e internacional, para aprovechar el poder del Estado en la creación del crédito para el desarrollo. Entre ellas, figuran la ampliación de los derechos especiales de giro para financiar de manera más sistemática las actividades de mitigación del cambio climático, las estrategias regionales de los países en desarrollo para potenciar la capacidad de la creación de crédito propio para su desarrollo, así como las propuestas sobre la manera de desentrañar las reestructuraciones de la deuda soberana, cuando resulten necesarias, de los tentáculos de los intereses de una diversidad de acreedores diversos que proliferan rápidamente mediante unos pocos pasos iniciales necesarios para salvaguardar tanto el potencial de crecimiento futuro del deudor soberano como de sus ciudadanos y de los intereses de los acreedores a largo plazo.

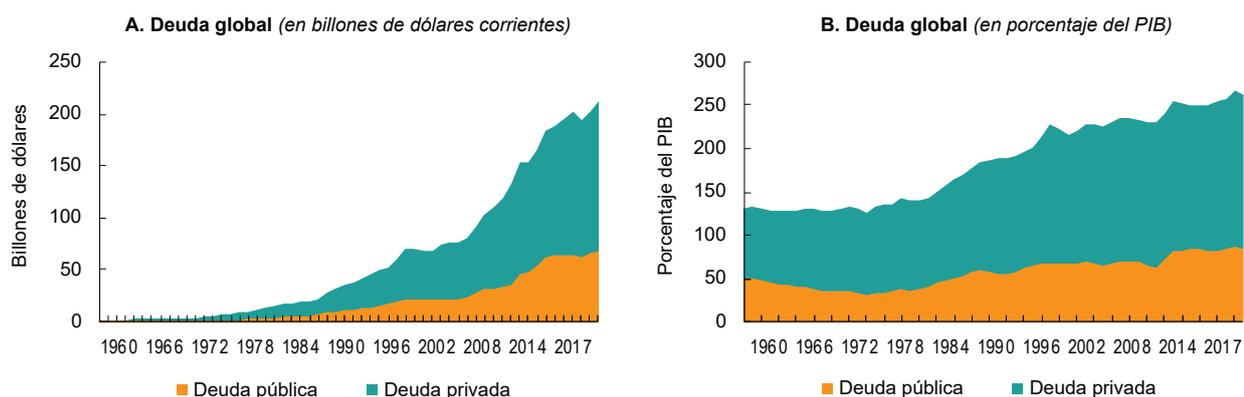
B. El desarrollo y el negocio de la deuda

1. El contexto global: la creación del crédito privado fuera de control

Los *stocks* de deuda globales se elevaban a 213 billones de dólares a finales de 2017, lo que supone un aumento respecto a los 152 billones de dólares de 2008 y un poco menos de 16 billones de dólares de 1980. Como proporción del PIB mundial, la deuda global estaba en un 262 % en 2017, frente al 240 % al inicio de la Crisis Financiera Global y al 140% en 1980. Gran parte de este extraordinario aumento es consecuencia de la acumulación de deuda privada, que se multiplicó por más de 12 desde principios del decenio de 1980, y que en 2017 ya representaba más de dos tercios del total de la deuda global. La deuda pública también experimentó un aumento considerable, pues se duplicó en el decenio

posterior a la crisis hasta representar el 84 % del PIB global (gráfico 4.1).

La explosión de la deuda privada mundial desde principios del decenio de 1980, tanto en términos absolutos como en relación con el PIB, es un reflejo de más de 30 años de desregulación financiera y de creación de crédito e intermediación financiera fuertemente privatizada en las economías desarrolladas. Aumentó el peso de la deuda privada en su PIB, que pasó del 115 % en 1980 a más del 200 % en 2017. En cambio, la deuda pública como proporción del PIB de los países desarrollados se mantuvo bastante estable a lo largo de los decenios de 1980 y 1990 (entre el 50 % y el 70 %), pero experimentó un notable incremento a raíz de la Crisis Financiera Global, cuando superó el 100 % (gráfico 4.2 A).

GRÁFICO 4.1 Deuda global entre 1960 y 2017


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la base Global Debt Database del FMI.

La desregulación financiera, que se inició con la Ley de Desregulación de las Entidades de Depósito y Control Monetario que aprobaron en 1980 los Estados Unidos, provocó oleadas de concentraciones bancarias que fueron el origen de los bancos “demasiado grandes para quebrar” en los centros financieros, así como de un tránsito gradual hacia la financiación basada en los mecanismos de mercado. En 1989, el Informe Delors sobre la Unión Económica y Monetaria en la Comunidad Europea pedía “la completa liberalización de las transacciones de capital y la plena integración de los mercados bancarios y otros mercados financieros” (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989: 15) en un intento por dar un paso más hacia la creación de equivalentes europeos a los “megabancos” de los Estados Unidos y facilitar el crecimiento de los mercados financieros no bancarios en Europa. La derogación de la Ley Glass-Steagall en los Estados Unidos en 1999 —que permitió a los bancos integrar sus funciones de entidad de crédito comercial y depósitos con sus actividades de inversión más especulativas (la llamada banca universal)— completó el desmantelamiento de todas las limitaciones regulatorias dignas de ese nombre del nuevo sistema financiero global de megabancos que operaban al lado de unas redes de intermediarios financieros no bancarios que no tardaron en proliferar rápidamente. Estas redes con el tiempo se convirtieron en lo que se conoce con la denominación “banca en la sombra” por la profunda opacidad de sus operaciones financieras (Dymski, 2018; véase también el capítulo II del presente *Informe*).

Este nuevo sistema prosperó gracias a la creación de todo un arsenal de “innovaciones financieras” en los sectores financieros tanto bancarios como no bancarios —como la titulización, los derivados de crédito y las entidades con fines especiales— que aumentaron la disponibilidad de crédito al convertir unos activos financieros no negociables en valores negociables, con lo que se transformaban los riesgos de las cuentas de pasivo en instrumentos financieros y se diversificaban los riesgos de los acreedores individuales. El uso reiterado de políticas monetarias de flexibilización en respuesta al número creciente de casos de “nerviosismo” en los mercados de valores y, por supuesto, a la Crisis Financiera Global, alimentó aún más la creación de crédito privado especulativo y la intermediación financiera. Dado que todos los esfuerzos por volver a la regulación a raíz de la crisis de 2008 en gran medida resultaron ser ineficaces (*TDR 2015*; Engelen, 2018), no se ha detenido la expansión de la banca en la sombra o del “sistema de crédito subterráneo” de corredores y agentes, fondos mutuos del mercado de dinero, fondos de inversión libre y compañías de seguros, entre otros (Guttman, 2018: 26). Desde la Crisis Financiera Global, el crecimiento de la intermediación financiera no bancaria ha sido más del doble que el de la banca convencional y pública, de manera que su peso en el total de los activos financieros mundiales (48,2 %) es ahora mayor que la de los bancos comerciales y las entidades financieras públicas (43,9 %) (FSB, 2019).

Esta oleada de creación de crédito e intermediación financiera privatizada ha tenido un efecto devastador en la capacidad de los países en desarrollo de proteger su jurisdicción “territorial” contra los embates de

los intereses financieros especulativos que buscan una alta rentabilidad a corto plazo, especialmente si se combina con la liberalización generalizada de la cuenta de capital de los países en desarrollo (véase el capítulo V). Tanto la crisis de la deuda latinoamericana del decenio de 1980 como la crisis financiera asiática de 1997 fueron propiciadas por el exceso de préstamos extranjeros concedidos por unos megabancos que competían entre sí y con los nuevos actores de la banca en la sombra por nuevos clientes y territorios vírgenes (Dymski, 2018; Palma, 2002).

Desde la Crisis Financiera Global parece haberse instaurado una “nueva normalidad” en virtud de la cual la deuda de los países en desarrollo se ha convertido en una presa legítima para los inversores financieros en busca de elevadas rentabilidades a corto plazo. En una tesitura en la que los gobiernos de los países en desarrollo luchan por hacer frente a la volatilidad generalizada de los tipos de cambio, la lenta recuperación de la economía global, la parálisis de los precios de los productos básicos y los caprichos de los flujos de capitales transfronterizos, se torna plausible la peor de las calamidades, esto es, que los Estados de los países en desarrollo asuman una onerosa deuda en los mercados financieros internacionales para combatir la escasez de liquidez y que los agentes privados asuman esa deuda para compensar la insuficiente creación de crédito interno, a pesar de los elevados riesgos que ello conlleva.

2. El endeudamiento de los países en desarrollo: ¿un “asunto cada vez más privado”?

En 2017 el total de la deuda de los países en desarrollo había alcanzado el nivel más alto jamás registrado, al situarse en 190 % del PIB (gráfico 4.2 B). Esta cifra obedece a un incremento muy pronunciado del endeudamiento privado desde la Crisis Financiera Global, que pasó del 79 % en 2008 al 139 % en 2017. En cambio, la deuda del sector público, que había alcanzado un máximo del 63 % del PIB a finales del decenio de 1980, se redujo al 34 % en 2008. Si bien el renovado aumento del endeudamiento público en los países en desarrollo al 51 % en 2017 es preocupante por las razones que se examinan a continuación, la explosión sin precedentes de la deuda privada claramente debería hacer saltar las alarmas más estridentes. También constituye el mayor pasivo contingente de deuda pública en caso de producirse una crisis de deuda.

Gran parte de esta deuda privada se ha acumulado en los países en desarrollo de ingreso alto, que cuentan con sistemas financieros y bancarios nacionales más profundos y un acceso más fácil a los mercados financieros internacionales. Con todo, la proporción que representa la deuda privada en el PIB de estos países también ha crecido considerablemente desde la Crisis Financiera Global, pues se elevó al 165 % del PIB en 2017. El ratio deuda pública/PIB de los países de ingreso alto se incrementó, al pasar del 34 % en 2008 al 50 % en 2017. Así pues, su endeudamiento general en 2017 se situó en el 215 % del PIB, que es con creces el más elevado del período examinado, debido en gran parte al fuerte aumento de la deuda privada a raíz de la Crisis Financiera Global (gráfico 4.2 C).

Tanto los países en desarrollo de ingreso medio como los de ingreso bajo también han registrado fuertes tendencias al alza en su endeudamiento general desde 2012. Este punto de inflexión coincidió con el inicio de la caída de los precios de los productos básicos ese mismo año, ya que los precios de los productos básicos, encabezados por los combustibles, se estabilizaron solo a partir de 2016 y se mantuvieron considerablemente por debajo de sus máximos de 2011 en la mayoría de los grupos de productos (UNCTAD, 2019a). En ambos casos, los últimos incrementos del endeudamiento general también se han caracterizado por una mayor rapidez del crecimiento de la deuda privada en relación con la pública, aunque a niveles mucho más bajos en cuanto porcentaje del PIB que en el caso de los países de ingreso elevado.

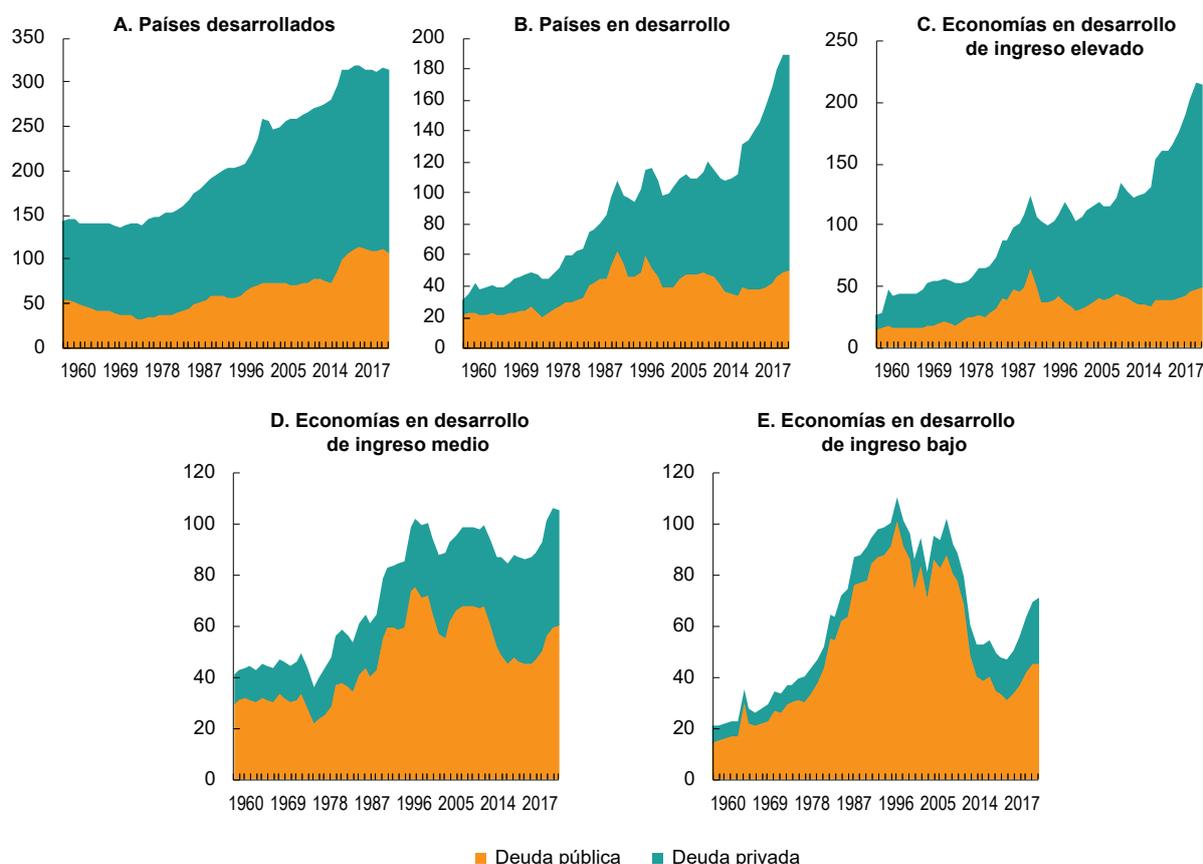
En 2016 y 2017, la deuda total de los países en desarrollo de ingreso medio alcanzó el 106 % de su PIB, superando por primera vez los anteriores máximos alcanzados a mediados del decenio de 1990 y principios del decenio de 2000, que se situaron en torno al 100 %. En estos primeros episodios de fuerte endeudamiento y dificultades financieras, el aumento del endeudamiento general estuvo encabezado por la deuda del sector público, mientras que la deuda del sector privado aumentó de manera sólo muy gradual, pues pasó del 20 % en 1980 a alrededor del 30 % a principios del decenio de 2000. En cambio, en la actual fase de crecimiento de la carga de la deuda, el endeudamiento privado aumentó rápidamente hasta alcanzar el 45 % del PIB en 2017, mientras que el peso de la deuda pública en el PIB solo empezó a aumentar de manera más acusada a partir de 2015 y superó ligeramente el 60 % en 2017 (gráfico 4.2 D).

En los países en desarrollo de ingreso bajo, la actual carga de la deuda general aún no ha alcanzado los elevados niveles registrados a mediados del decenio de 1990 (111 % del PIB en 1993), aunque se aproximó al 92 % del PIB en 2017. Se trata de un indicio de un claro retroceso de los efectos positivos de los programas de alivio de la deuda del decenio de 1990 y principios del decenio de 2000, como la Iniciativa en Favor de los Países Pobres Muy Endeudados y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral. Al igual que en el caso de los países en desarrollo de ingreso medio³, la deuda del sector privado en cuanto porcentaje del PIB de los países de ingreso bajo aumentó más rápidamente que la del sector público, aunque la deuda pública sigue siendo la predominante. En el punto álgido de las crisis de la deuda de los países de ingreso bajo de mediados del decenio de 1990, la proporción del PIB que representaba la deuda pública alcanzó el 101 %, frente a poco más del

9 % en el caso del sector privado. En 2017, la deuda pública ya representaba el 46 % del PIB, mientras que la deuda privada se disparó hasta alcanzar el extraordinario nivel del 26 % del PIB, frente al 12 % registrado justo antes del inicio de la Crisis Financiera Global (gráfico 4.2 E).

Es evidente que este reciente y pronunciado aumento de la participación del sector privado en la deuda de los países en desarrollo (en todos los grupos de ingreso per cápita) no se justifica por las mejoras repentinas experimentadas por su sistema bancario y su sistema financiero nacional desde 2008. En cambio, es más probable que la fuerza impulsora hayan sido los “factores externos de oferta” (*push factors*) globales y, en particular, la búsqueda incansante por parte de los inversionistas financieros globales de expectativas de rendimientos más elevados a corto plazo, aunque también de mayor riesgo. En el gráfico 4.3 A se puede

GRÁFICO 4.2 Deuda total de los países en desarrollo en 1960-2017
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la base Global Debt Database del FMI.

Nota: Los grupos de países son grupos económicos (ingreso) según la clasificación de UNCTADstat, véase: <https://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications.html> (consultado el 2 de agosto de 2019).

observar hasta qué punto la desregulación de la creación de crédito y de la intermediación financiera en los últimos años ha estado pensada exclusivamente para los sectores privados no financieros de las economías de mercado emergentes.

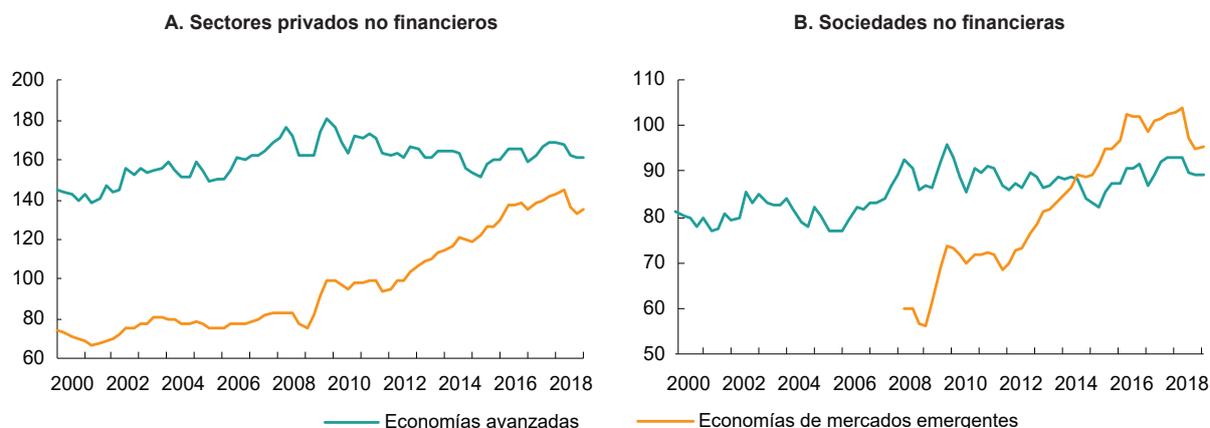
La deuda de los hogares también aumentó en las economías emergentes, ya que pasó del 25,4 % del PIB en 2011 al 40 % en 2018⁴, pero el grueso del aumento general de los préstamos a los sectores privados no financieros fue la modalidad de préstamo a las empresas no financieras de esas economías. Esos préstamos pasaron de rondar el 60 % del PIB justo antes de la crisis financiera global a más del 100 % en 2017, y solo recientemente han disminuido debido a las crecientes dificultades financieras de algunas de esas economías (gráfico 4.3 B). El pronunciado aumento de estos préstamos desde 2012 aproximadamente es un buen ejemplo de cómo operan los “factores externos de impulso de la oferta”. En este caso, la expansión cuantitativa original y la conseguida mediante apalancamiento en las economías avanzadas llegó hasta los balances de las empresas de las economías de mercado emergentes a través de varios canales. Al reducir los rendimientos de las Letras del Tesoro y en general de los activos financieros seguros, los bancos centrales de las economías desarrolladas provocaron que los gestores de activos y sus clientes se disputasen las inversiones de mayor rentabilidad y riesgo, como los bonos corporativos de los mercados emergentes.

Además, los bancos centrales también compraron Letras del Tesoro y valores respaldados por activos de los bancos comerciales, que pasaron a prestar a los actores de la banca en la sombra, como los fondos con estrategias de inversión de alto riesgo (*hedge funds*). Por último, el efectivo de la expansión cuantitativa también llegó a las economías emergentes a través de la inversión extranjera directa, en particular en forma de préstamos entre empresas de un mismo grupo, que para 2014 ya representaban alrededor del 40 % de la inversión extranjera directa en países como China y el Brasil (Chui *et al.*, 2016).

El crecimiento de la deuda pública en los países en desarrollo ha sido menos acusado en la actual fase de aumento del endeudamiento general de los países en desarrollo en comparación con episodios anteriores de graves problemas financieros y de sobreendeudamiento, debido en gran parte a la presión de las instituciones financieras internacionales para contenerlo. Aun así, la deuda pública de los países en desarrollo (o del nivel central del gobierno) también se ha vuelto más vulnerable a los devaneos de los mercados financieros internacionales y el “sistema de crédito subterráneo” por el cambio de titularidad de esta deuda.

Como puede observarse en el gráfico 4.4, en apenas unos 15 años, la titularidad de la deuda del gobierno central de los principales países en desarrollo ha

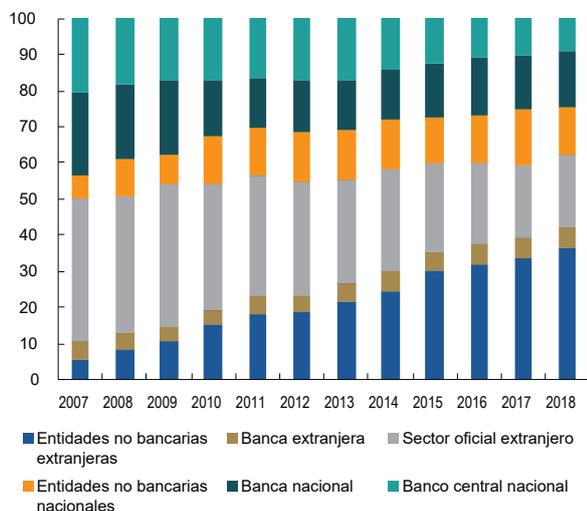
GRÁFICO 4.3 Crédito total a sectores y sociedades no financieras de las economías avanzadas y emergentes en 2000-2018
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la base Credit Statistics del BIP. El crédito a los sectores no financieros y a las sociedades no financieras procede de todos los sectores y se concede a valor de mercado.

Nota: Economías de mercado emergentes: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chequia, Chile, China, Colombia, Federación de Rusia, Hong Kong (China), Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Polonia, República de Corea, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Las economías avanzadas son: Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos de América, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia, Suiza y los países de la Eurozona.

GRÁFICO 4.4 ¿En manos de quién está la deuda pública de un país en desarrollo? Composición de la deuda pública por acreedores, en una selección de economías avanzadas y emergentes en 2004-2018



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de conjuntos de datos de la base de inversores soberanos del FMI para los mercados emergentes y de la base Indicadores del desarrollo mundial (WDI) del Banco Mundial.

Nota: Entre los países incluidos figuran: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Egipto, Federación de Rusia, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Uruguay.

pasado de estar en manos de la banca de los propios países en desarrollo y de los acreedores oficiales extranjeros a estar, si no totalmente controlada, al menos fuertemente dominada por sectores (no bancarios) de la banca en la sombra extranjera y, en cierta medida, nacional. Este cambio en la titularidad de la deuda del gobierno central de los países en desarrollo, que es bastante radical, pone de relieve la profunda pérdida de control por parte de las autoridades de los países en desarrollo del ritmo y la orientación de la creación de crédito en sus propias economías. Esta pérdida se ve acentuada por la mayor exposición de los sectores privados de estos países a los intereses financieros a corto plazo de inversores y acreedores.

3. Deuda externa de los países en desarrollo: bajada del umbral de sobreendeudamiento

La deuda externa emitida en moneda extranjera plantea una serie de problemas particulares a los países en desarrollo deudores, por cuanto tienen que generar ingresos de exportación para cumplir con las

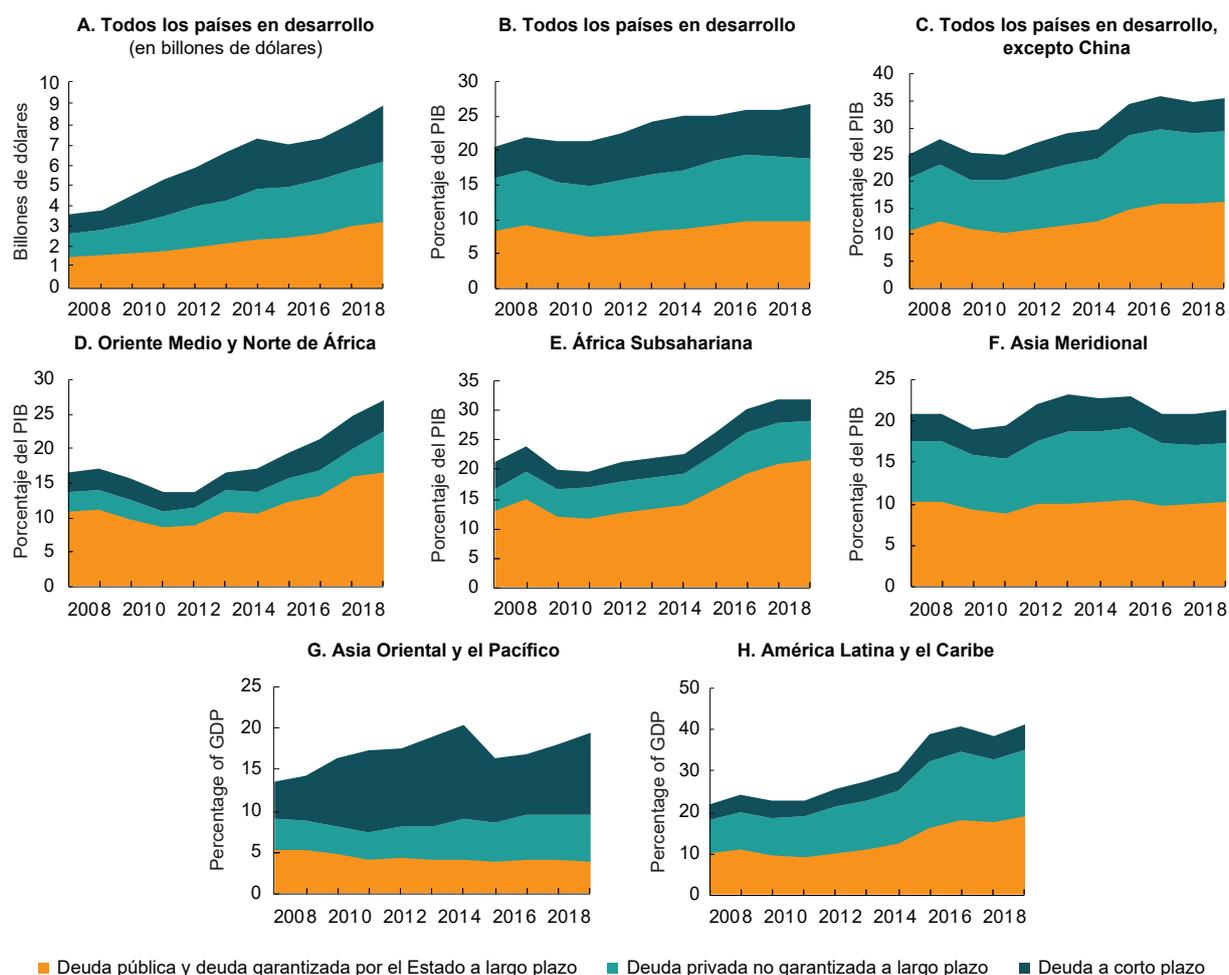
obligaciones de la deuda externa pública y privada. En un sistema de tipos de cambio flotantes, la volatilidad de los tipos de cambio afectará al valor de la deuda contraída con el exterior y al de los ingresos de exportación en un sentido opuesto. Cuando, además, gran parte de la deuda externa pública está contraída con acreedores privados internacionales con intereses especulativos a corto plazo y una parte cada vez mayor de la deuda externa está en manos de entidades nacionales privadas y no de los Estados, puede llegar a ser real la posibilidad de un sobreendeudamiento sistémico de un país en desarrollo.

El volumen total de la deuda externa de los países en desarrollo se duplicó con creces, pues pasó de 3,5 billones de dólares en 2008 a una cifra estimada en 8,8 billones de dólares en 2018 (gráfico 4.5 A). Esta cifra no se compensó con el crecimiento del PIB en el mismo período, por lo que el ratio deuda externa total/PIB empeoró, al pasar del 22 % en 2008 al 29 % en 2018 (gráfico 4.5 B). Esta cifra se eleva al 36 % si se excluye a la economía china. En el período 2008-2018, el volumen de la deuda externa de China creció a un ritmo ligeramente superior al promedio de todos los países en desarrollo, pero su peso en el PIB (15,1 % del PIB) en 2018 es muy bajo (gráfico 4.5 C). En 2018, China representaba el 25,5 % del total de la deuda externa de los países en desarrollo y el 45 % de su PIB combinado.

En los últimos tres años, los volúmenes de la deuda externa de los países en desarrollo además superaron sus ingresos de exportación y el ratio deuda externa/exportaciones ha promediado el 108 % desde 2016, frente al 92 % del último decenio en su conjunto, lo que es un síntoma de su creciente vulnerabilidad. Además, los títulos a largo plazo en manos de los acreedores se redujeron a poco más de dos tercios (68 %) del total de la deuda externa en 2018, siendo prácticamente igual la proporción de la deuda externa pública y la deuda con garantía del Estado (51,8 %) y la de la deuda externa privada no garantizada (48,2 %). La deuda externa a corto plazo era superior al 30 % del total de la deuda externa de los países en desarrollo en 2018, frente al 24,5 % en 2008 (gráfico 4.5 B). Este panorama dista mucho de lo que ocurría a principios de siglo, cuando la deuda a largo plazo representaba el 87 % del total de la deuda externa de los países en desarrollo y la deuda pública y garantizada por el Estado eran las tres cuartas partes de su total.

GRÁFICO 4.5 Deuda externa de los países en desarrollo por región en 2008-2018^a

(En billones de dólares corrientes y porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos de las bases Indicadores del Desarrollo Mundial (IDM), Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, Economist Intelligence Unit (EIU) y estadísticas trimestrales de deuda externa del Banco Mundial (QEDS).

Nota: Grupos regionales según la clasificación de UNCTADstat; véase: <https://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications.html>.

^a Las cifras de 2018 son estimaciones.

En cuanto a las tendencias regionales, las características más destacadas son el aumento de los niveles de endeudamiento externo tanto del sector público como del privado en América Latina y el Caribe, el aumento del endeudamiento externo del sector privado en las distintas regiones de África (aunque a partir de niveles bajos) y el renovado y rápido incremento de la deuda externa a corto plazo en Asia Oriental y el Pacífico.

Si bien es cierto que estas tendencias regionales obedecen a trayectorias diferentes, un número cada vez mayor de países en desarrollo hoy por hoy se ve inmerso en graves problemas financieros y de deuda, pese a que sus ratios de deuda externa/PIB presentan unos niveles relativamente comedidos. Ya a mediados de 2019, casi se había triplicado el número de países

de ingreso bajo y con un elevado riesgo de sobreendeudamiento o que ya estaban en esa situación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI)⁵, al pasar de 13 en 2013 a 32 en 2019 (de los que 25 presentan un alto riesgo y 7 en una situación de sobreendeudamiento), entre ellos 14 de los 34 países de ingreso bajo que anteriormente se habían acogido a las medidas de alivio de la deuda establecidas en Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados o de la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral. Al mismo tiempo, un número cada vez mayor de países de ingreso alto y medio, o bien ya han experimentado graves crisis monetarias y de deuda (en particular la Argentina y Turquía), o bien se encuentran al borde de una crisis financiera y de deuda, países, por ejemplo, como muchos pequeños Estados insulares en desarrollo del Caribe

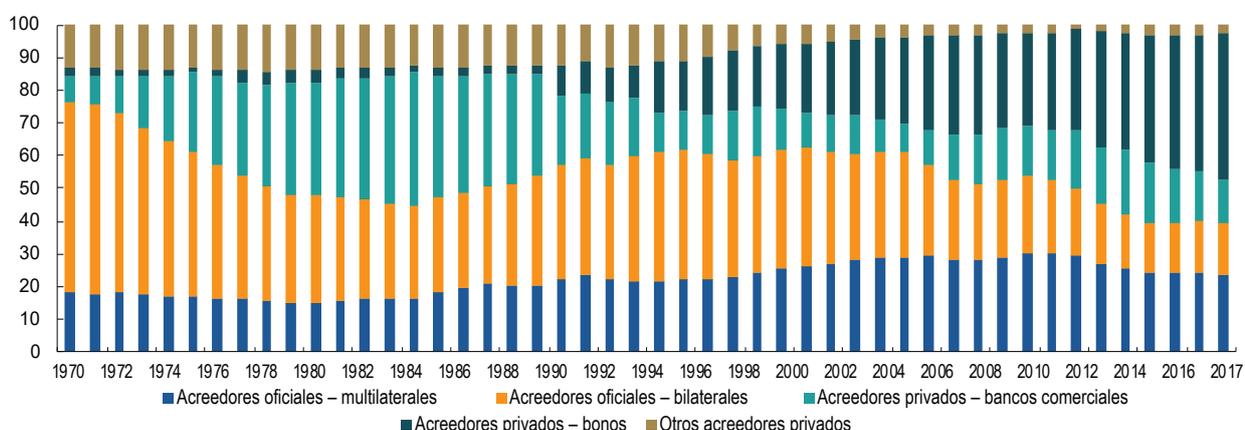
hasta economías en desarrollo de Asia Meridional y África. En el caso de las economías en desarrollo más grandes y de mayor ingreso, 2013 parece haber marcado un punto de inflexión, pues a partir de entonces empezaron a experimentar un aumento bastante drástico de los episodios de tensión financiera, dado que la inestabilidad financiera mundial repercutió en las condiciones financieras internas a través de diversos canales, como los reflujos de capitales, la volatilidad de los precios de los productos básicos y de los tipos de cambio y la mayor exposición al endeudamiento privado externo (UNCTAD, 2019b).

Como en el caso de la deuda total de los países en desarrollo, gran parte de ella tenía su origen en los cambiantes patrones en la titularidad de la deuda externa de los países en desarrollo. En 1970, los acreedores oficiales multilaterales y bilaterales representaban casi el 80 % de la deuda pública y garantizada por el Estado de los países en desarrollo, pero esa proporción ya se había reducido a solo el 40 % en 2018. En el decenio de 1980 la diferencia se compensó con préstamos de la banca comercial, pero ahora han sido sustituidos principalmente por la financiación mediante la emisión de bonos en los mercados financieros internacionales, que constituyeron casi la mitad de la deuda pública y garantizada por el Estado de los países en desarrollo en 2017 (gráfico 4.6). Al mismo tiempo, la deuda privada ha aumentado hasta constituir casi la mitad de la deuda externa total de los países en desarrollo, de la que una parte se financia de manera constante con emisiones de bonos y ronda el 20 % de la deuda total de la deuda privada no garantizada.

El mayor perfil de riesgo asociado a esta composición cambiante de la deuda externa de los países en desarrollo es una de las principales causas de la elevación del umbral de sobreendeudamiento, en relación con los ratios generales de deuda externa/PIB. Los Estados, que se exponen a aumentos repentinos y pronunciados del costo de la deuda pública y de la garantizada por el Estado contraída con arreglo a las normas de mercado, también se enfrentan al “muro de la deuda” contraída en los mercados financieros internacionales desde principios del decenio de 2010, que llegará a su vencimiento en la primera mitad del decenio de 2020. Además, el acceso sin cortapisas de las empresas nacionales a la deuda externa plantea problemas de carácter sistémico. Salvo en el caso de China, donde los bonos emitidos por las empresas están predominantemente en manos nacionales, es raro que las grandes empresas de los países en desarrollo logren cubrir adecuadamente su exposición a la deuda en moneda extranjera mediante activos en el extranjero. Por ello, sus pasivos están respaldados en última instancia por las reservas de divisas de la economía nacional. Si esta deuda se vuelve insostenible y es lo suficientemente voluminosa, los Estados no tendrán más remedio que transferir el grueso de esta deuda a los balances públicos, lo que conllevará que su propia posición resulte aún más insostenible.

La reacción de muchos Estados de países en desarrollo fue emitir deuda interna en moneda local. Sin embargo, esta opción no es la panacea por distintas razones. Muchos países carecen de la infraestructura que les permita emitir títulos del Estado a largo plazo a un tipo de interés sostenible, pero, sin embargo, necesitan estar

GRÁFICO 4.6 Aumento de los bonos soberanos en los países en desarrollo en 1970-2017: composición de la deuda pública externa a largo plazo por acreedor (En porcentaje)



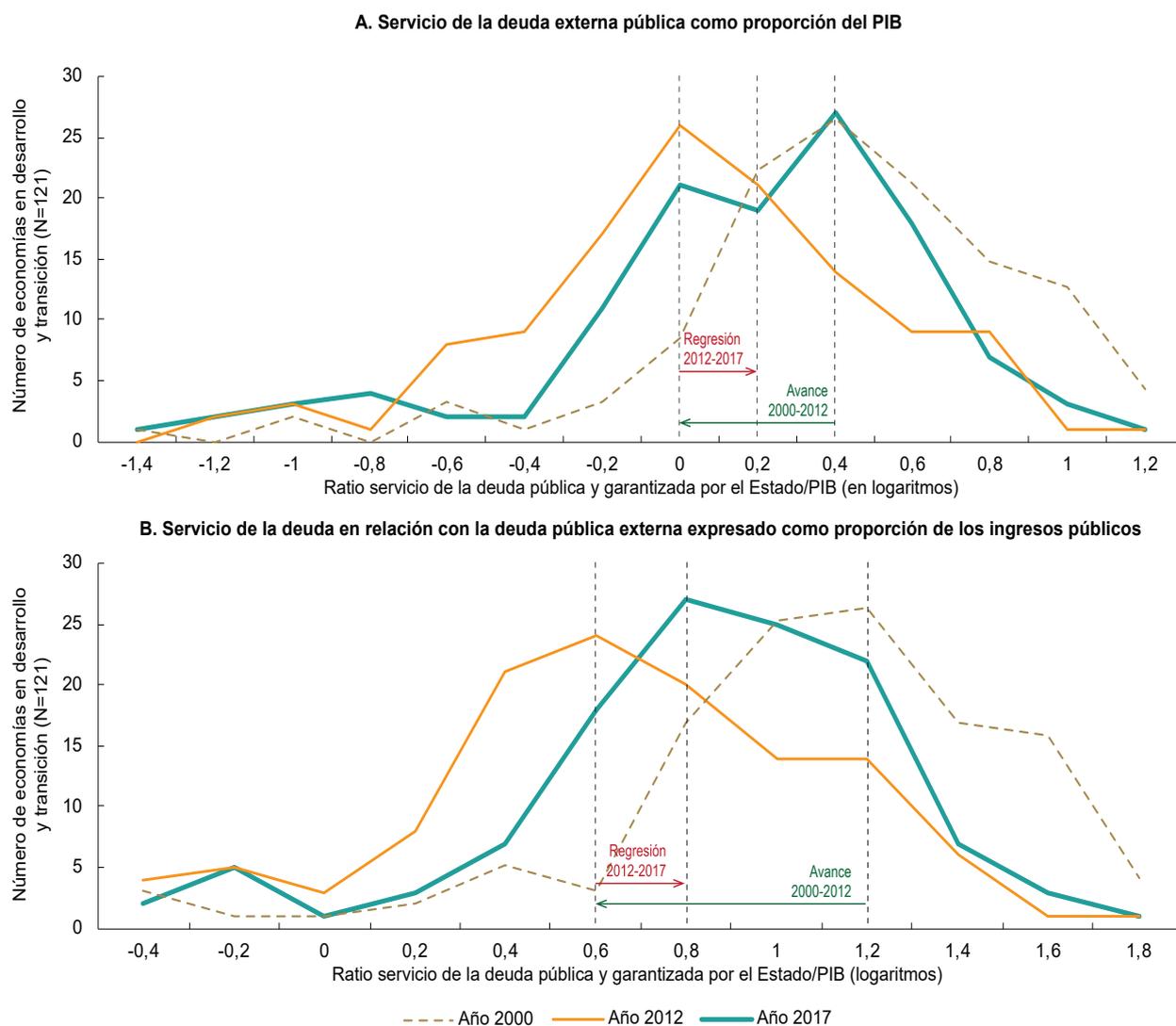
Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la base de datos sobre estadísticas de deuda International Debt Statistics del Banco Mundial.

en condiciones de cumplir íntegramente o refinanciar las obligaciones de pago llegadas a vencimiento y las obligaciones a corto plazo. Por ello, puede que lo que estén haciendo es simplemente sustituir un descalce de monedas por un descalce de plazos. Además, la deuda interna de los países en desarrollo en la moneda local no es inmune a la adquisición por parte de extranjeros de títulos de inversores privados a corto plazo. Según estudios del FMI, a principios del decenio de 2010 las carteras extranjeras de deuda pública denominada en moneda local representaban entre el 40 % o más del total de la deuda pública denominada en moneda local (en Indonesia, el Perú y Sudáfrica) y entre el 20 % y el 30 % en otros países de ingreso medio (Arslanalp y Tsuda, 2014).

4. Consecuencias: cargas del servicio de la deuda cada vez más pesadas, un debilitamiento de la estrategia de “autoseguro” y pocos resultados que mostrar

El aumento de la carga de la deuda, junto con el incremento de los perfiles de riesgo de esta deuda se plasmaron en una subida de los costos del servicio de la deuda externa pública a partir de 2012 aproximadamente. En el gráfico 4.7 se analiza la distribución de la carga del servicio de la deuda en los países en desarrollo en 2000, 2012 y 2017. El año 2012 marca un claro punto de inflexión, toda vez que las cargas del servicio de la deuda que habían venido disminuyendo

GRÁFICO 4.7 Reversión de las mejoras en la carga del servicio de la deuda. Ratios del servicio de la deuda pública en 2000, 2012 y 2017



Fuente: Como en el gráfico 4.5.

desde 2000 (en relación con el PIB y los ingresos públicos) comenzaron a aumentar de nuevo a partir de ese año⁶. En la primera fase, la tendencia a la baja fue más acusada en el caso de los costos del servicio de la deuda pública y la deuda garantizada por el Estado en relación con los ingresos públicos que los costos del servicio de toda la deuda con respecto al PIB. Sin embargo, las disparidades que mostraba esta tendencia también agrandaron, aunque a un ritmo más lento en el caso de un grupo de países integrado principalmente por países de ingreso bajo. A partir de 2012, los costos del servicio de la deuda comenzaron a aumentar de nuevo, tanto en el caso de la deuda externa total en cuanto porcentaje del PIB como para la deuda pública y la deuda garantizada por el Estado como proporción de los ingresos públicos, que es lo que indica el desplazamiento hacia la derecha de estas distribuciones en el gráfico 4.7. Este hecho coincidió con el fin de la expansión cuantitativa en los Estados Unidos, unos flujos netos de capital negativos, la crisis de precios de los productos básicos y el incremento de la volatilidad de los tipos de cambio. Para 2017, este cambio de dirección no había eliminado todas las mejoras conseguidas anteriormente —alrededor de la mitad de ellas en términos de servicio del total de la deuda externa como proporción del PIB y alrededor de un tercio en términos de servicio de la deuda pública y deuda garantizada por el Estado como porcentaje de los ingresos públicos en un período de sólo cinco años—, pero la tendencia era clara.

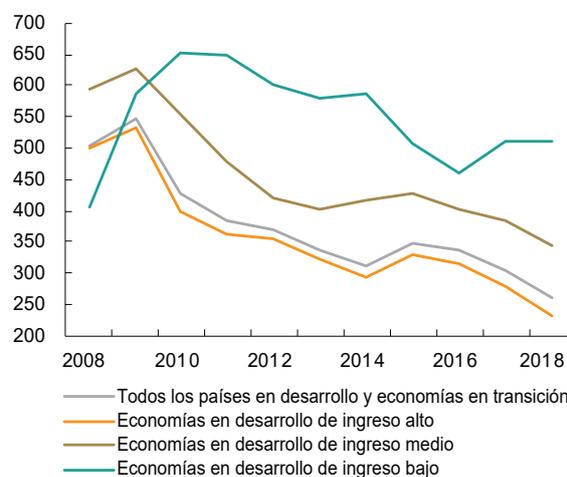
La factura total de las obligaciones de la deuda externa pública a largo plazo de los países en desarrollo en su conjunto aumentó, al pasar del 2,6 % del PIB en 2012 al 3,7 % en 2017. Esta cifra sigue siendo inferior en un 5 % aproximadamente a los niveles de principios del decenio de 2000, pero indica una clara tendencia al alza. Asimismo, el servicio de sus obligaciones de deuda pública externa a largo plazo les costó a los Estados de los países en desarrollo el 9,5 % de sus ingresos públicos en 2012, pero la cifra subió hasta el 12,7 % en 2017. En 2012, estos costos del servicio de la deuda también absorbieron el 7,5 % de los ingresos de exportación de los países en desarrollo, pero en 2017 ya ascendieron al 12,7 %. Aún no se han alcanzado los niveles de principios del decenio de 2000 (que rondaban el 24 % de los ingresos públicos destinados al servicio de la deuda pública y deuda garantizada por el Estado y el 15 % de los ingresos de exportación), pero debería preocupar el retroceso en pocos años de las mejoras logradas hasta 2012, en particular porque los retrocesos más pronunciados han ocurrido en las economías más pobres. Así, por ejemplo, los costos

del servicio de la deuda pública y deuda garantizada por el Estado en los países menos desarrollados como porcentaje de sus ingresos públicos se triplicaron con creces, pues pasaron del 4,1 % en 2011 al 15 % en 2018.

Al mismo tiempo, en el último decenio ha empeorado rápidamente la capacidad de los países en desarrollo para adoptar una estrategia de autoseguro contra los caprichos de los mercados financieros internacionales y las crisis por factores exógenos de sus economías (gráfico 4.8). El ratio reservas internacionales/deuda a corto plazo es un indicador clásico de la capacidad de un país de establecer un mecanismo de autoseguro. Como puede observarse en el gráfico 4.8, esta cifra registró una caída drástica desde 2009 en todo el mundo en desarrollo, primero en los países de ingreso alto y medio, aunque después los países de ingreso bajo también siguieron el mismo camino cuando empezó a acusarse todo el impacto del desplome de los precios de los productos básicos y de su creciente exposición a los riesgos del mercado a raíz de su tardía, aunque rapidísima, integración en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, los países de ingreso bajo han tratado de recuperar cierto grado de capacidad para constituir un mecanismo de autoseguro mediante una reanudación de la acumulación de reservas internacionales, pero esta estrategia supone un importante costo para la economía y las finanzas públicas, como así se expone en el capítulo V.

GRÁFICO 4.8 Reducción de los “colchones” de reservas internacionales: reservas internacionales en los países en desarrollo en 2008-2018

(En porcentaje de la deuda externa a corto plazo)



Fuente: Como en la figura 4.5.

Por último, cabe plantearse el interrogante de si el aumento del endeudamiento privado en los países en desarrollo, principalmente el de sus empresas no financieras, ha dado resultados, esto es, si ha aportado recursos para proyectos a largo plazo de inversión productiva. A la vista del gráfico 4.9 no parece que haya

sido así. Entre 2008 y 2015, la deuda de las empresas no financieras creció a un ritmo considerablemente mayor que la inversión en capital físico en la gran mayoría de los países en desarrollo sobre los que se dispone de este tipo de datos (como así lo indican todas las observaciones situadas por debajo de la línea de 45° en el gráfico).

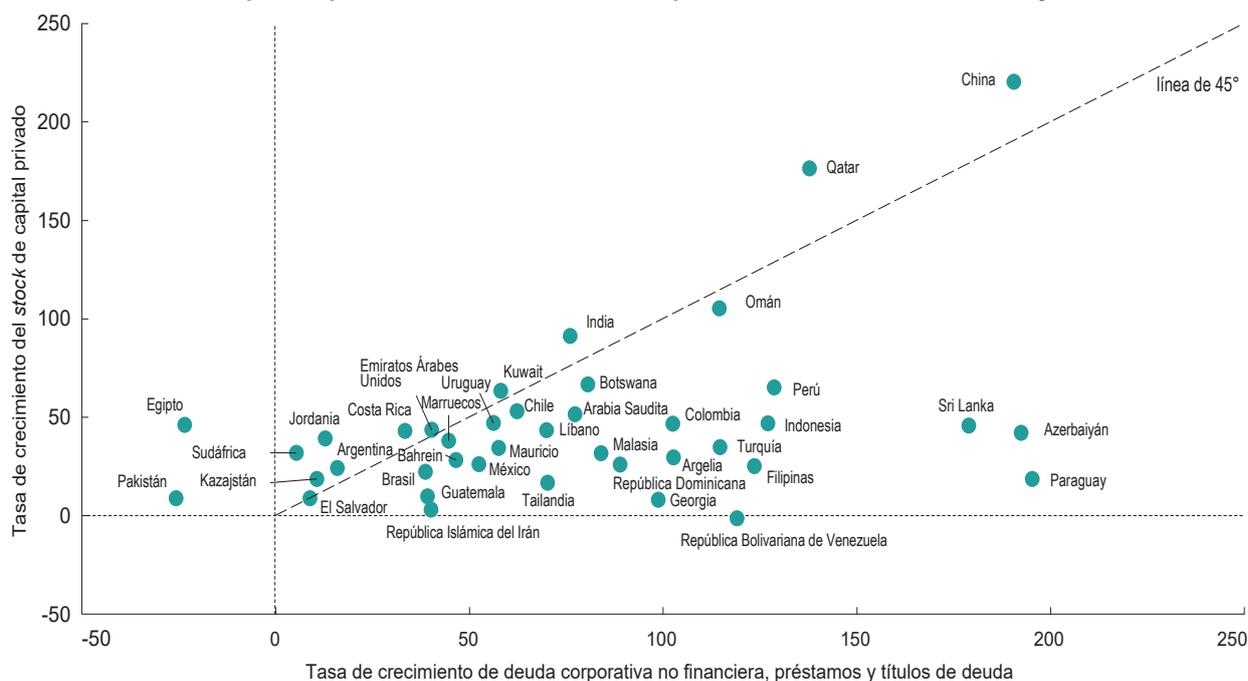
C. Subir el listón: la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo y los Objetivos de Desarrollo Sostenible

1. De la sostenibilidad de la deuda de corto a la sostenibilidad a largo plazo: reequilibrar los intereses público y privado

En la sección anterior se expuso hasta qué punto la deuda, tanto la del sector público como en la del privado, se ha convertido en una característica dominante de la era de la hiperglobalización. No obstante, en muchos países, tanto desarrollados como en desarrollo, el aumento de los niveles de deuda no ha logrado desencadenar un fuerte aumento de la inversión. Se trata de un rasgo sumamente preocupante

dado que la transformación estructural que implica el *New Deal* verde global, y que se plasma en los Objetivos de Desarrollo Sostenible, requiere un impulso inversor a gran escala. A nivel mundial, en el capítulo III se estima que es necesario un incremento de 1 a 2 puntos porcentuales de la inversión como porcentaje del ingreso mundial el que cabría canalizar hacia la inversión verde, mientras que en anteriores estudios de la UNCTAD, sobre la base de fuentes secundarias, el déficit de inversión en los países en desarrollo en los sectores relacionados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible se estimaba en 2,5 billones de dólares anuales (UNCTAD, 2014).

GRÁFICO 4.9 ¿Arroja resultados positivos en el desarrollo el creciente endeudamiento de las empresas privadas? Tasas de crecimiento de la deuda de las empresas privadas y del volumen de capitales privados en una selección de países en desarrollo entre 2008 y 2015



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos de las bases del FMI *Global Debt Database* e *Capital Stock Data*.

El tipo de aumento de escala que implican estas estimaciones plantea inevitablemente la cuestión de la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo y, en particular, de la sostenibilidad de sus niveles de deuda pública.

La sostenibilidad de la deuda es un concepto esquivo por dos razones principales. En primer lugar, la evaluación de la sostenibilidad de una deuda es, por definición, un ejercicio orientado al futuro y plagado de incertidumbres sobre las trayectorias futuras a largo plazo de las variables macroeconómicas básicas y sus interacciones. Las deudas pequeñas pueden convertirse rápidamente en insostenibles y las grandes deudas pueden seguir siendo sostenibles durante largos períodos de tiempo, dependiendo de factores mundiales muy diversos y también específicos de cada país. En segundo lugar, el análisis de la sostenibilidad de la deuda también es un ejercicio inherentemente normativo que aborda la cuestión de qué deuda debería ser sostenible, habida cuenta de una serie de objetivos de política más amplios como, por ejemplo, alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

El análisis que predomina al abordar la cuestión de la sostenibilidad de la deuda y condensado en los marcos conjuntos en materia de sostenibilidad de la deuda del FMI y el Banco Mundial, se basa en el criterio de que debe garantizarse la solvencia del prestatario⁷ a lo largo de toda la senda del crecimiento y el desarrollo. En este caso, la sostenibilidad de la deuda se define de manera bastante general como un conjunto de variables macroeconómicas y de política coherentes con la exclusión de una serie de eventos que se considera que envían señales muy nítidas de insolvencia futura. Entre ellas figuran obviamente la suspensión de pagos soberana, pero también la necesidad de reestructurar la deuda soberana sin incurrir en el impago, el aumento de los riesgos de refinanciación y las expectativas de que se realicen ajustes fiscales y en la cuenta corriente “improbablemente” importantes, aunque necesarios para evitar que se produzcan esos eventos (IMF, 2013b: 4). Con arreglo a este enfoque, que una deuda sea o no sostenible depende de que a corto plazo se logren unos niveles de referencia para el desempeño que están definidos sin tener en cuenta los objetivos de desarrollo a más largo plazo, ya sea el objetivo general de elevar los niveles de vida o de objetivos más concretos como los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Consiguientemente, los espacios de políticas internas, en particular el espacio de la política fiscal, se ven permanentemente constreñidos

por el esfuerzo de asegurar como un fin en sí mismo la sostenibilidad de la deuda a corto plazo.

En respuesta a las críticas formuladas desde muchos lugares en relación con los fundamentos analíticos y los detalles operacionales de sus marcos de sostenibilidad de la deuda (por ejemplo, Akyüz, 2007; Wyplosz, 2011; Guzmán y Heymann, 2015), el FMI ha iniciado una serie de rondas para su revisión. La última de ellas, realizada en 2017 para el marco conjunto de sostenibilidad de la deuda del FMI y el Banco Mundial para los países de ingreso bajo, acabó propiciando un replanteamiento más explícito de las mutaciones de las facetas de las vulnerabilidades de la deuda en esas economías, en particular de los mercados internos de deuda, y una mayor flexibilidad y un ajuste más fino de los elementos básicos del marco, como las proyecciones del escenario de base, la normalización de las pruebas de estrés y las clasificaciones de la capacidad de un país para soportar la carga de la deuda⁸. Sin embargo, permanece firmemente anclada la idea básica de que el ajuste de los recursos internos para respetar los plazos establecidos para el pago de la deuda en cada período prima sobre las estrategias nacionales de desarrollo a largo plazo.

En el contexto de los Objetivos de Desarrollo del Milenio de las Naciones Unidas se sugirió un enfoque alternativo que se centraba en la sostenibilidad de la deuda como parte integrante de las estrategias nacionales de desarrollo a largo plazo y que ha despertado nuevamente la atención con el advenimiento de un plan aún más ambicioso como la Agenda 2030 (Kregel, 2006; Pinto, 2018). Con arreglo a su lógica interna, la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo debería evaluarse a lo largo de todo un ciclo de desarrollo y no en cada uno de los puntos de la senda del crecimiento y el desarrollo. En las primeras etapas del desarrollo —o cuando las necesidades de inversión son particularmente elevadas, por ejemplo para alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible— la deuda, tanto interna como externa, debe aumentar en relación con los resultados económicos generales precisamente para potenciar la capacidad de creación de crédito con miras a la consecución de los objetivos de desarrollo. Por consiguiente, el empeoramiento de los ratios de endeudamiento sería una característica normal y necesaria de esos primeros períodos. Solo cuando la consecución de los objetivos de desarrollo esté bien encarrilada podrían volver a rebajarse los ratios de deuda y cumplirse las obligaciones acumuladas del

servicio de la deuda sin debilitar la base misma en la que descansa la capacidad de los Estados para reembolsar la deuda, a saber, el crecimiento de la productividad y del ingreso nacional y el consiguiente aumento de las entradas tributarias y las ganancias externas.

Sin embargo, para que los impulsos de la inversión a gran escala sean sostenidos en las primeras etapas del desarrollo sin que se vean afectados por una importante crisis de deuda es preciso que los acreedores estén dispuestos a renovar la deuda viva y a proporcionar nueva financiación externa más allá del limitado objetivo de solventar los problemas de liquidez a corto plazo. Como propuso el ex Secretario General Kofi Annan en 2005, la sostenibilidad de la deuda debería definirse, por tanto, en relación con los objetivos generales de desarrollo o como el nivel de deuda que permite a un país alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio y llegar a 2015 sin que aumenten los ratios de endeudamiento (Naciones Unidas, 2005: 2). Si regresamos al tiempo presente de la Agenda 2030, se observa que aún no se ha superado ese mismo reto, a saber: proporcionar financiación provisional a los países en desarrollo para que puedan culminar sus objetivos de desarrollo a la par que salvaguardar la sostenibilidad de su deuda a largo plazo.

Un enfoque más largoplacista (e intertemporal) como este para abordar la sostenibilidad de la deuda en los países en desarrollo es más pertinente, máxime cuando muchos de los Objetivos de Desarrollo Sostenible —como la eliminación de la pobreza, la nutrición, la salud, la educación, la acción climática, el agua limpia y la energía— requieren un gasto que genera elevados beneficios sociales, no solo para los ciudadanos de los países en desarrollo, sino para todos; si bien es cierto que la rentabilidad financiera para el sector privado tiene un horizonte temporal lejano y es incierta. Tampoco este tipo de gasto va a potenciar inmediatamente la capacidad de exportación. Así pues, toda financiación externa que sea asequible, sirva para apoyar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo de los países en desarrollo y tenga en cuenta la dinámica necesariamente cambiante de la deuda a lo largo de todo el ciclo de las inversiones relacionadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible no es un acto de caridad temeraria, sino de inteligencia colectiva. En cambio, la actual perspectiva cortoplacista de la sostenibilidad de la deuda ha encerrado a los países en desarrollo en un escenario (más o menos) estable de deuda pública acompañada de una escaso

crecimiento que corre el riesgo de caer en una infra-inversión sistemática, en particular tratándose de los Objetivos de Desarrollo Sostenible cuya rentabilidad social es máxima.

2. Alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible y el desarrollo: la urgente necesidad de una acción multilateral

En el resto de la presente sección se analizan someramente las repercusiones de alcanzar solo los 4 primeros de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenibles (objetivos 1 a 4: fin de la pobreza, hambre cero, salud y bienestar, y educación de calidad) en la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo, con arreglo a diferentes posibilidades de financiación. Se trata de los Objetivos que se espera que los sectores públicos alcancen en su integralidad (Schmidt-Traub, 2015). El análisis se basa en una muestra de 30 países de ingreso bajo y una serie de países de ingreso medio de las regiones en desarrollo y consta de tres componentes (véase el recuadro 4.1 para más información). El primero de estos componentes proyecta el impacto de las necesidades de inversión derivadas de los cuatro Objetivos de Desarrollo Sostenible enumerados en la evolución hasta 2030 de la deuda pública (deuda bruta contraída por el gobierno central) de los países en desarrollo. Dado que en el último decenio la proporción de la deuda pública total en el PIB ha aumentado constantemente en los países en desarrollo de todas las categorías de ingreso (véase el gráfico 4.2), adoptar un enfoque estrecho de la deuda pública externa nos proyectaría un cuadro incompleto de las vulnerabilidades actuales de la deuda. El segundo componente estima el reto en términos de recursos que plantea alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible de aquí a 2030 si se mantienen inalterados los ratios de endeudamiento público y el impacto si se adopta la definición alternativa y largoplacista de sostenibilidad de la deuda expuesta en la sección C.1. El tercer componente constituye un panorama general de las posibilidades de financiación complementaria, tanto nacionales como internacionales, para colmar a tiempo la brecha de sostenibilidad de la deuda contraída para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible. En conjunto, los diferentes componentes del análisis constituyen un panorama útil de los problemas financieros que plantea la Agenda 2030 para la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo.

RECUADRO 4.1 Principales premisas metodológicas para determinar la brecha de sostenibilidad de la deuda incluida la contraída para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible

El análisis de la sostenibilidad de la deuda que se presenta en el presente capítulo operacionaliza y actualiza la definición de sostenibilidad de la deuda propuesta por el ex Secretario General Kofi Annan en 2005 (Naciones Unidas, 2005). Si se actualiza esta definición de los Objetivos de Desarrollo del Milenio para su uso en la Agenda 2030, la sostenibilidad de la deuda se define como el conjunto de políticas que permiten a un país lograr los Objetivos de Desarrollo Sostenible de aquí a 2030 sin un aumento de los ratios de endeudamiento. Da prioridad a las necesidades de financiación de la Agenda 2030 y establece que la sostenibilidad de la deuda debe considerarse como un apoyo a un proceso que se desarrolla a lo largo del tiempo (Kregel, 2006).

El análisis toma como principal objetivo la evolución a largo plazo de la deuda pública total (tanto interna como externa). Aunque, como se ha señalado, en la última revisión de los marcos de sostenibilidad de la deuda del FMI y el Banco Mundial para los países de ingreso bajo se toma en consideración la deuda pública interna y externa, las evaluaciones formales y a corto plazo de la sostenibilidad de la deuda realizadas por las instituciones financieras internacionales por el momento siguen centrándose principalmente en el grado en que las transferencias externas de ahorros extranjeros denominados en moneda extranjera, ya sean privadas o públicas, pueden sostenerse si se respetan constantemente los indicadores de desempeño de los acreedores extranjeros y las instituciones financieras internacionales. En cambio, el análisis actual incorpora sistemáticamente el papel cada vez más preponderante que adquiere la deuda pública interna en los países en desarrollo, que ha vuelto a repuntar firmemente en los últimos diez años en países en desarrollo de todos los niveles de ingreso (véase el gráfico 4.2). Otro aspecto que cabe considerar es que los Objetivos de Desarrollo Sostenible que aquí se toman en consideración están muy supeditados a la financiación pública (interna y externa), dadas sus indiscutibles y marcadas características de bien público. Se trata del Objetivo 1 (“Poner fin a la pobreza en todas sus formas y en todas partes”), el Objetivo 2 (“Poner fin al hambre, lograr la seguridad alimentaria y una mejor nutrición y promover la agricultura sostenible”), el Objetivo 3 (“Garantizar una vida sana y promover el bienestar de todos en todas las edades”) y el Objetivo 4 (“Garantizar una educación de calidad inclusiva y equitativa y promover las oportunidades de aprendizaje permanente para todos”). Los costos proyectados para alcanzar cada uno de estos Objetivos proceden de los estudios realizados por la FAO *et al.* (2015)^a, Stenberg *et al.* (2017)^b y la UNESCO (2016)^c.

El análisis tiene tres componentes principales. El primer componente proyecta la evolución de la deuda pública en dos escenarios: un “escenario tendencial”, que excluye los gastos relacionados con los Objetivos, y un “escenario con desarrollo sostenible” para el período 2018-2030 que tiene en cuenta los cuatro Objetivos seleccionados. El segundo componente del análisis estima las insuficiencias de recursos, en cuanto expresión del PIB adicional necesario, para cumplir el criterio de sostenibilidad de la deuda de no aumentar la carga actual de la deuda pública (la brecha de sostenibilidad de la deuda contraída para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible). En el tercer y último componente se analizan los costos y el impacto de distintas, aunque complementarias, políticas nacionales que persiguen acabar con la brecha de sostenibilidad de la deuda contraída para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Tras centrarse en la deuda pública total de los países en desarrollo y en las necesidades de inversión para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible en un horizonte relativamente corto, el marco macroeconómico que subyace en la proyección de las tendencias de la deuda pública en el primer componente del análisis prioriza la dimensión financiera de la sostenibilidad de la deuda, expresada por el diferencial entre los tipos de interés y las tasas de crecimiento del PIB. Concretamente, la dinámica de la deuda pública está impulsada por los tipos de interés internos y externos, las tasas de crecimiento del PIB, las variaciones de los deflatores internos del PIB, las variaciones de los tipos de cambio y los saldos primarios de la Administración General. Las proyecciones a medio plazo (hasta cinco años) se basan estrictamente en los datos disponibles. Las proyecciones a más largo plazo se basan en las proyecciones existentes de los distintos países, cuando se dispone de ellas, o en los promedios quinquenales de los últimos datos disponibles.

La brecha de sostenibilidad de la deuda contraída para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible en el segundo componente del análisis se define como la diferencia entre los saldos fiscales primarios compatibles con el logro dentro de plazo de los cuatro Objetivos de Desarrollo Sostenible seleccionados y los necesarios para cumplir el criterio de sostenibilidad de la deuda a largo plazo de no aumentar los ratios deuda pública/PIB a lo largo del ciclo de desarrollo relacionado con los Objetivos.

En cuanto al tercer componente —examen de los costos y el impacto relativo de las opciones de financiación nacionales y multilaterales para colmar la brecha de sostenibilidad de la deuda contraída para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible— el análisis, a partir de la evidencia empírica (Gaspar *et al.*, 2016, 2019; Manuel *et al.*, 2018), presenta una serie de premisas básicas con respecto a la máxima contribución que cabe esperar de la movilización de recursos internos del país en desarrollo en cuestión. Para ello se tienen en cuenta umbrales básicos que, si se superan, es lícito pensar que propicien una importante aceleración del crecimiento del PIB. Contempla además una superación de los ratios ingresos tributarios/PIB situada en torno al 13-15 % en la parte superior y la capacidad de aumentar los ingresos tributarios en un 5 % adicional del PIB en los siguientes cinco años. En los casos en que los países ya han alcanzado un ratio de ingresos tributarios/PIB del 15 % o superior, el marco presupone un aumento lineal de los ingresos públicos en los siguientes cinco años. Se trata de unos presupuestos que son a la vez simplificadores y muy optimistas, habida cuenta de que actualmente las bases impositivas son estrechas en muchos de los países en desarrollo de la muestra y de los altos niveles de informalidad y la considerable dependencia de los ingresos derivados de los recursos naturales.

Las estimaciones de los programas multilaterales de préstamos concesionales y de alivio para apoyar la maximización de la movilización de recursos internos sigue una sencilla lógica secuencial: se prevé que el programa de AOD relacionado con los Objetivos de Desarrollo Sostenible proporcione una financiación asequible que cubra el 50 % de las necesidades de inversión que no pueden ser satisfechas por la movilización de recursos internos en el caso de los países de ingreso bajo, alrededor del 35 % en el caso de los países de ingreso medio-bajo y el 17 % en el de los países de ingresos medio-alto, mientras que el programa de alivio de la deuda relacionado con los Objetivos de Desarrollo Sostenible es un elemento residual que cubre el alivio de la deuda cuando la brecha de sostenibilidad de la deuda contraída para el logro de esos Objetivos no se ha conseguido colmar ni con la movilización de recursos internos ni con la asistencia oficial para el desarrollo especial.

^a FAO *et al.* (2015) estiman la cantidad de recursos necesarios para cumplir los Objetivos 1 y 2. Los costos que se toman como punto de partida en este estudio se refieren a los de un programa de transferencias para colmar la brecha de pobreza diseñado para elevar los ingresos de toda la población de un país por encima de una línea de paridad de poder adquisitivo de 1,75 dólares diarios, así como a las inversiones adicionales necesarias para superar estructuralmente la pobreza extrema.

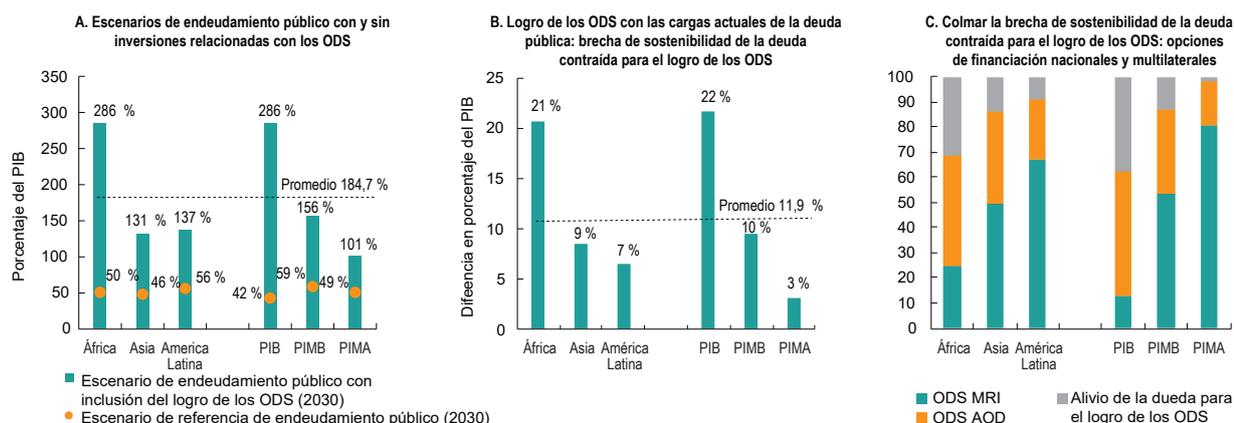
^b Stenberg *et al.* (2017) hacen una estimación de los recursos necesarios para lograr la universalidad de la atención de salud. Esta se define como el acceso de todas las personas y comunidades a los servicios que necesitan sin experimentar dificultades financieras. La hipótesis de costos que se asume en el modelo se refiere al componente del sector público de la financiación total necesaria para lograr este Objetivo en el escenario de base utilizado por la Organización Mundial de la Salud.

^c En el Marco de Acción Educación 2030 se establece dos niveles de referencia sobre la financiación nacional en educación: del 4 al 6 % del PIB y del 15 al 20 % del gasto público (UNESCO, 2016). Se trata de los diversos recursos necesarios para garantizar que todos los niños y adolescentes de los países de ingreso bajo y medio-bajo tengan acceso a una educación de buena calidad desde el nivel preescolar hasta el secundario superior. La hipótesis de costos que se incluye en esta evaluación se refiere al tope inferior del rango (4 % del PIB y 15 % del gasto público).

En el primer componente del análisis se establece una comparación entre dos escenarios diferentes para la próxima década. El escenario “convencional” o escenario de base, que parte de la premisa de que los países mantienen su actual patrón de gasto y siguen vigentes los requisitos de sostenibilidad de la deuda a corto plazo, de modo que los gobiernos seguirán permanentemente ajustando el uso de los recursos internos al servicio de la deuda externa. Con arreglo a esta premisa (escenario de base integrando los Objetivos de Desarrollo Sostenible recogido en el gráfico 4.10 A) se prevé que el promedio de la deuda pública de los países en desarrollo de la muestra experimente un aumento y pase del 47 % del PIB en 2018

al 51 % en 2030. El segundo escenario presupone que los gobiernos dejen de lado el modelo convencional (“*business-as-usual*”) para lograr los Objetivos 1 a 4 a tiempo y sin ayuda externa, salvo las actuales donaciones en concepto de AOD (el escenario de deuda pública que integra a los Objetivos de Desarrollo Sostenible que aparece en el gráfico 4.10 A). Cumplir los requisitos de inversión de esos bienes y servicios tendría un gran impacto en la deuda pública, ya que el ratio deuda pública/PIB aumentaría, en promedio, hasta alcanzar el 184,7 % del PIB de aquí a 2030, en el caso del grupo de países de ingreso bajo y países de ingreso medio de la muestra.

GRÁFICO 4.10 La sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo y los Objetivos de Desarrollo Sostenible



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de las bases Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, Indicadores del Desarrollo Mundial y Quarterly External Debt Statistics del Banco Mundial, así como de datos contenidos en FAO (2015), Stenberg *et al.* (2017), UNESCO (2016) y de fuentes nacionales.

Nota: PIB = países de ingreso bajo; PIMB= países de ingreso medio-bajo; PIMA= países de ingreso medio-alto. Las clasificaciones son las del Banco Mundial que, para los países incluidos, son idénticas a las clasificaciones de la UNCTAD, aunque con un desglose más detallado en el caso de los países de ingreso medio-bajo y de ingreso medio-alto. Véase <https://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications.html>. Las cifras representan promedios no ponderados por grupo de países. La muestra es la siguiente, desglosada por región y categorías de ingreso: **África:** Benin (PIB), Etiopía (PIB), Malawi (PIB), Malí (PIB), Mozambique (PIB), República Unida de Tanzania (PIB), Uganda (PIB); Argelia (PIMB), Camerún (PIMB) y Kenya (PIMB). **Asia:** Afganistán (PIB), Nepal (PIB); Bangladesh (PIMB), Camboya (PIMB), India (PIMB), Indonesia (PIMB), Myanmar (PIMB), Pakistán (PIMB), Viet Nam (PIMB); Tailandia (PIMB). **América Latina y el Caribe:** Haití (PIB); Estado Plurinacional de Bolivia (PIMB) y Nicaragua (PIMB); Brasil (PIMA), Colombia (PIMA), República Dominicana (PIMA), Ecuador (PIMA), Jamaica (PIMA), México (PIMA) y Perú (PIMA).

En el escenario de endeudamiento público que integra a los Objetivos de Desarrollo Sostenible los países de ingreso bajo experimentan lógicamente el mayor aumento de los ratios de endeudamiento público, que se elevarían al 286 % de su PIB para 2030 (gráfico 4.10 A). Esto refleja el hecho de que las necesidades de inversión para cumplir con los cuatro objetivos de desarrollo seleccionados son extremadamente elevadas. Además, y dada la realidad actual de unos sistemas tributarios relativamente débiles y niveles insuficientes de AOD, la deuda pública tiene que soportar una mayor carga de las necesidades adicionales de inversión. Así pues, este escenario pone de manifiesto la creciente preocupación que suscita el hecho de que los países más vulnerables y los más necesitados de inversiones urgentes para cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible sean los que tengan menos probabilidades de poder permitírselos sin desencadenar una crisis de deuda.

Sin embargo, los desafíos que enfrentan los países de ingreso medio-bajo (PIMB) y medio-alto (PIMA) también son considerables. En el escenario de endeudamiento que integra a los Objetivos de Desarrollo Sostenible, para 2030 los niveles de deuda pública de estas economías alcanzarían entre el 100 % y el 150 % de su PIB en todas las categorías de ingreso,

y entre el 130 % y el 140 % del PIB en el caso de Asia y América Latina, que, desde una perspectiva regional, registran una mayor proporción de países de ingreso medio-bajo y medio-alto que de países de ingreso bajo (gráfico 4.10 A)⁹. Estos porcentajes pueden llegar a ser la mitad de los ratios de endeudamiento público proyectados para los países de ingreso bajo, pero no por ello son más sostenibles.

El segundo componente del análisis se refiere a la brecha de recursos que se abriría si se logra culminar estos cuatro ODS sin un incremento de la carga actual de la deuda pública. Esta estadística, que se define como la brecha de sostenibilidad de la deuda incluida la contraída para el logro de los ODS, mide la diferencia entre el saldo fiscal primario compatible con el logro de los cuatro objetivos considerados de aquí a 2030 y el necesario para mantener la estabilidad de los ratios de endeudamiento público. Desde este punto de vista, los países en desarrollo necesitarían obtener, por término medio, recursos anuales adicionales por un valor del 11,9 % de su PIB. Las necesidades presentan variaciones según las categorías de ingreso y las regiones: los países de ingreso bajo necesitan, en promedio, recursos anuales adicionales equivalentes al 21,6 % de su PIB actual, mientras que esta cifra disminuye hasta el 9,6 % y

al 3,3 % de su PIB actual en el caso de los PIMB y los PIMA, respectivamente (gráfico 4.10 B). La brecha de sostenibilidad de la deuda incluida la contraída para el logro de los ODS constituye un panorama conciso de los desafíos y dilemas que enfrentan los países de la muestra para compaginar las necesidades de inversión que impone el logro de los ODS con la sostenibilidad de la deuda y la estabilidad financiera, por lo que su uso podría ser útil para fundamentar los marcos financieros nacionales integrados diseñados para facilitar la elaboración de estrategias de financiación propias de los países para la implementación de los ODS (IATF, 2019: cap. II).

En el último componente del análisis se examinan las opciones de financiación interna y externa para colmar la brecha de sostenibilidad de la deuda incluida la contraída para el logro de los ODS de aquí a 2030 y evitar la proliferación de crisis de deuda en los países en desarrollo. Como se muestra en el gráfico 4.10 C, conllevaría una ingente asistencia externa, en particular en los países de ingreso bajo. En el caso de los países de ingreso bajo, se estima que la mejora de la gestión de los derechos de propiedad intelectual aportaría como máximo el 13 % de los recursos necesarios en el próximo decenio, cifra que aumentaría hasta el 53 % y el 80 % en el caso de los países de ingreso medio-bajo y medio-alto, respectivamente. Las estimaciones del componente de movilización de recursos internos para cerrar la brecha de sostenibilidad de la deuda incluida la del logro de los ODS es reflejo de las condiciones iniciales en términos de capacidad institucional para la recaudación de impuestos y la gestión presupuestaria, así como la escala de las inversiones necesarias para el logro de estos objetivos. Cuanto más elevado es el ratio actual de ingresos tributarios/PIB, más elevado es el número de gobiernos que ya ha alineado la composición del gasto público para reflejar los compromisos a largo plazo relacionados con los ODS, y cuanto más éxito hayan tenido en combatir satisfactoriamente las salidas financieras ilícitas de sus economías, mayor será la contribución que cabe esperar de la movilización de los recursos internos en el próximo decenio. En el caso de las economías más pobres y de menor capacidad tributaria en la actualidad, podría haber más posibilidades de lograr mejoras, pero, por las razones antes apuntadas, es posible que no resulte tan fácil conseguirlas o que sólo se consigan efectivizarlas en el último tramo del período de tiempo que resta para la implementación de los ODS. Aun así, el escenario de movilización de recursos internos peca de optimismo en este particular

y presupone que las economías más pobres pueden alcanzar de hecho umbrales críticos que rondan el 15 % del ratio ingresos tributarios/PIB, que sería la base en la que se sustentaría una aceleración significativa del crecimiento del PIB en los próximos cinco años (véase el recuadro 4.1). Por otra parte, el grado de logro de mejoras ya conseguidas en la movilización de recursos internos orientada a los ODS es sólo un limitado indicio de eventuales logros ulteriores, ya que éstos también dependerán de la escala de las inversiones necesarias para la culminación de estos objetivos. Por ejemplo, si bien es cierto que ya en 2017 en algunos casos ya se habían hecho esfuerzos rigurosos para asignar casi la mitad del gasto público al logro de los ODS seleccionados, para lograrlos de aquí a 2030 seguiría siendo necesario aumentar esta proporción hasta que alcanzase un valor equivalente a tres cuartos del valor de todo el gasto público en los próximos años.

Por tanto, debería quedar fuera de toda duda la necesidad de una asistencia financiera externa sustantiva y asequible para alcanzar dentro de plazo solo los cuatro primeros ODS sin desencadenar una crisis de deuda generalizada en el mundo en desarrollo. Cualesquiera que se suponga que sean los maravillosos efectos de la financiación combinada en términos de gestión de riesgos para atraer la financiación privada hacia la Agenda 2030, no es probable ni cabe esperar, como se ha señalado anteriormente, que redunden en beneficio de los ODS seleccionados, pues, pese a presentar estos una rentabilidad social sumamente elevada y a largo plazo, los rendimientos a corto plazo para el sector privado son prohibitivamente bajos. Por consiguiente, en el análisis se examinan dos opciones de financiación pública multilateral que son complementarias. En primer lugar, un programa de AOD de tipo especial para inversiones públicas que proporcionaría a los países participantes financiación concesional para sufragar alrededor de la mitad de las inversiones que resulten necesarias tras el desembolso de las contribuciones obtenidas mediante la movilización de recursos internos en los países de ingreso bajo, alrededor del 35 % en los países de ingreso medio-bajo y un 17 % en los países de ingreso medio-alto. El aumento previsto de la AOD en el marco de este programa especial estaría en consonancia con el compromiso de los países desarrollados de cumplir la meta de dedicar el 0,7 % de su ingreso nacional bruto a la AOD, compromiso que confirmaron en la Agenda de Acción de Addis, y en el entendimiento de que esos recursos de la AOD

se destinasen al apoyo presupuestario y no a apoyar proyectos concretos¹⁰.

En segundo lugar, el respaldo financiero de carácter multilateral a los esfuerzos de los países en desarrollo por cumplir los ODS básicos sin incurrir en crisis de deuda perjudiciales también exigiría mayores esfuerzos en forma de alivio de la deuda relacionada con los ODS. Por muy concesionales que sean, los préstamos con cargo a la AOD siguen representando entradas de capital que generan deuda; de hecho, su capítulo de préstamos no ha cesado de aumentar en comparación con las donaciones en los últimos años (OECD, 2019). El escenario que aquí se presenta parte de una serie de supuestos que están relacionados con la evolución de la capacidad de movilización de recursos internos y las modalidades y la escala de la AOD, que son, cuanto menos, sumamente optimistas. Aun así, el alivio de la deuda sigue siendo una necesidad evidente, ya que se prevé que con él se tenga que financiar alrededor del 37 % del gasto público para lograr solo los cuatro primeros ODS para 2030 en los países de ingreso bajo, alrededor del 13 % en los países de ingreso medio-bajo y menos del 2 % en los países de ingreso medio-alto.

En el cuadro 4.1 se resumen los costos relativos de los proyectos de programas relacionados con los ODS en todas las regiones y en todas las categorías de niveles de ingreso. Al hilo del análisis anteriormente expuesto, los países de ingreso bajo destacan por ser los que más apoyo multilateral necesitan en forma de AOD adicional y alivio de la deuda para cumplir los criterios de sostenibilidad de la deuda, apoyo que comporta unas transferencias anuales del 10,8 % del PIB gracias a una AOD adicional y una quita de deuda equivalente al 93,4 % del PIB de aquí a 2030. Entretanto, los costos relativos para los países de ingreso medio-bajo y medio-alto también seguirían siendo considerables. Incluso en un escenario en el que los esfuerzos por aumentar la movilización de recursos internos resultase un éxito, los países de ingreso medio-bajo seguirían necesitando un *mix* de una AOD equivalente a transferencias anuales del 2,9 % del PIB y de un plan de alivio de la deuda equivalente al 17,7 % del PIB de aquí a 2030. Estas cifras constituyen una seria evaluación del grado de ambición necesario para satisfacer las necesidades de financiación de la Agenda 2030, máxime si permitir que los países en desarrollo cumplan objetivos de desarrollo de manera sostenible es el punto de partida del análisis de la sostenibilidad de la deuda, como se ha expuesto anteriormente.

CUADRO 4.1 Objetivos de Desarrollo Sostenible: necesidades de financiación de los programas

	<i>Programa de alivio de la deuda para el logro de los ODS para 2030 (como porcentaje del PIB)</i>	<i>Programa de AOD para el logro de los ODS (transferencias anuales como porcentaje del PIB)</i>
África	87,3	10,0
Asia	13,2	2,7
América Latina	15,7	2,1
Países de ingreso bajo	93,4	10,8
Países de ingreso medio-bajo	17,7	2,9
Países de ingreso medio-alto	1,9	0,6

Fuente: Como en el gráfico 4,10.

El marco propuesto para garantizar la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo durante el próximo decenio y alcanzar al mismo tiempo los ODS comporta una serie de implicaciones desde el punto de vista de las políticas y la investigación. En primer lugar, como la evaluación expuesta abarca solo 4 de los 17 ODS, subestima enormemente la necesidad de adoptar medidas multilaterales que estén coordinadas con los esfuerzos nacionales por incrementar la movilización de recursos. Como se ha señalado anteriormente, se espera que el logro de los cuatro ODS considerados en este análisis se financie íntegramente con cargo al erario público, dadas sus indiscutibles características de bien público. Sin embargo, no está claro hasta qué punto es posible “apalancar” de manera fiable y a una escala suficiente la financiación privada para alcanzar otros ODS que también tienen marcadas características de bien público, como la protección del medio ambiente y la mitigación del cambio climático o las inversiones en “infraestructura” —una categoría excesivamente amplia de inversiones necesarias, muchas de las cuales es posible que no resulte fácil convertir en una “clase de activos” negociables y rentables para el sector privado, como sostiene el G20 (EPG-GFG, 2018). Así pues, y si se quiere cumplir dentro de plazo los objetivos de la Agenda 2030, tal vez haya que contemplar programas multilaterales relacionados con ODS que tengan una mayor envergadura de los que aquí se sugieren.

En segundo lugar, en el marco propuesto se asume una serie de supuestos que podrían afectar a los resultados en direcciones contrarias. Presupone que los países en desarrollo de la muestra podrán refinanciarse en los mercados internos y externos en condiciones comerciales durante todo el período que abarca el análisis, independientemente de los niveles de su deuda pública, con lo que se excluye la posibilidad de que se produzcan problemas agudos de sobreendeudamiento y la pérdida de acceso a los mercados. Como se indica en la sección B del presente capítulo, algunos países en desarrollo ya están experimentando dificultades de sobreendeudamiento y tienen que reducir sus niveles actuales de deuda pública (y privada) si quieren mantener o recuperar el acceso a los mercados. Esto se manifiesta en un sesgo a la baja en las estimaciones, por cuanto la brecha de sostenibilidad de la deuda contraída para el logro de los ODS y la necesidad de asistencia financiera externa aumentará con la llegada o la intensificación de las crisis de deuda en los países en desarrollo. Por otra parte, el marco no tiene en cuenta el impacto de los grandes incrementos previstos del gasto público en la demanda agregada interna y el crecimiento de la productividad a largo plazo. Evidentemente, ambos podrían reducir la carga de la deuda pública en el futuro y reducir las necesidades de la asistencia financiera externa asequible proporcionada en el marco de programas multilaterales a lo largo del tiempo, lo que introduciría de este modo un sesgo al alza en las estimaciones actuales. No cabe presuponer que unos sesgos de las estimaciones que van en direcciones contrarias van a anularse entre sí, ya que dependen en gran medida de las complejas características específicas de cada país y de su interacción con la dinámica económica mundial. Sin embargo, aquí el tiempo es un factor decisivo. En el período relativamente breve que se examina, de poco más de un decenio hasta 2030, los aumentos graduales de la demanda agregada y la productividad podrían manifestarse, si no demasiado tarde, por lo menos lo bastante tarde como para reducir sustancialmente las cargas actuales de la deuda pública. Entretanto, sigue siendo una perspectiva muy realista la posibilidad de nuevas y cada vez más profundas crisis de deuda en los países en desarrollo. Por supuesto, cuanto más rápida y decisiva sea en estos momentos la asistencia financiera multilateral mayores serán las posibilidades de que esta perspectiva sea menos probable con el tiempo. No obstante, no cabe duda de que se necesita un marco dinámico más general de sostenibilidad de la deuda que incluya el cálculo de los efectos de retroalimentación (*feedback effects*) que entraña la inversión en capacidad productiva, infraestructura y

capital humano (Guzmán, 2018) y que trascienda las exigencias inmediatas de alcanzar los objetivos de la Agenda 2030.

Por último, el marco vigente pone de relieve que, en relación con el Agenda de 2030 en concreto, pero también con miras a al futuro posterior a esa fecha, la sostenibilidad de la deuda a largo plazo de los países en desarrollo debe entenderse como una responsabilidad mutua nacional y multilateral. Los países en desarrollo deben comprometerse, con carácter de máxima prioridad, a mejorar la movilización de los recursos internos, fortalecer los nexos entre beneficios e inversiones en el plano nacional y a utilizar el crédito (deuda) con ese fin. Sin embargo, sus posibilidades de conseguirlo siguen estando supeditadas a la voluntad política de sus asociados para el desarrollo de gestionar la economía global en modos que apoyen esos esfuerzos nacionales. Por ello, urge la cooperación internacional para posibilitar una mayor movilización de recursos tributarios, como se indica en el capítulo V, así como para evitar el despilfarro de recursos internos que son necesarios para constituir un “autoseguro” en situaciones de volatilidad de flujos de capital. Esas medidas contribuirían a aliviar la necesidad de más endeudamiento público, que podría volverse insostenible.

En la sección D del presente capítulo se hace un examen más exhaustivo de las limitaciones y las posibilidades de apalancar el apoyo financiero multilateral para favorecer la sostenibilidad de la deuda a largo plazo en los países en desarrollo y se pasa revista a varias opciones de financiación y diseños de programas concretos que podrían contribuir a respaldar la financiación que favorezca el desarrollo y, al mismo tiempo, redunde en beneficio de la salud del planeta y el medio ambiente natural de todos, en gran medida siguiendo el espíritu del *New Deal Verde Global* propuesto por la UNCTAD. Además, se examinan las opciones de los países en desarrollo para aumentar su propia potencia de fuego financiera y así propiciar la satisfacción de sus necesidades de desarrollo. Por último, ya empieza a gestarse una crisis de deuda en los países en desarrollo y, como se ha señalado anteriormente, no se pueden excluir nuevas crisis. Así pues, en la sección siguiente también se examinan los cambios que cabe operar en los procesos de reestructuración de la deuda soberana existentes y que podrían contribuir a limitar los consiguientes perjuicios tanto para los deudores soberanos como para sus acreedores.

D. Supeditar la deuda al desarrollo

Todo plan para mejorar las condiciones, las opciones de política y el margen de maniobra para llevar a cabo esas opciones en los países en desarrollo, a fin de movilizar mejor los recursos financieros para alcanzar sus objetivos de desarrollo, debe hacer frente a los importantes desafíos que plantea la sostenibilidad de la deuda. La urgencia del problema es evidente si se considera el déficit de financiación que probablemente surja en torno a los esfuerzos por cumplir la Agenda 2030, como se ha esbozado en la sección anterior.

Además, como se desprende claramente del análisis anterior, la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo depende muy poco de los soberanos afectados. En un entorno global muy financierizado e interdependiente, la fragilidad puede convertirse rápidamente en sobreendeudamiento en un contexto de caída de los precios de los productos básicos y de débil crecimiento de las economías desarrolladas. Si las decisiones de política monetaria en las economías avanzadas elevan repentinamente los costos de los préstamos, las posiciones de la deuda en los mercados emergentes y otros países en desarrollo que antes parecían gestionables pueden convertirse rápidamente en insostenibles. El carácter procíclico de los flujos de capital —baratos en los períodos de expansión y caros en los de recesión— no es el único inconveniente. Cuando golpea la crisis la devaluación de la moneda para mejorar las perspectivas exportadoras conlleva simultáneamente un incremento del valor de la deuda denominada en moneda extranjera. En el caso de los exportadores de productos básicos, la necesidad de cumplir con las mayores exigencias que impone el servicio de la deuda también genera presiones para aumentar la producción, lo que potencialmente puede sumarse al exceso de oferta y un recrudescimiento de las presiones bajistas sobre los precios de los productos básicos. A falta de una reforma el actual entorno financiero mundial deja poco margen para que los países determinen sus propias estrategias y sendas de crecimiento. En cambio, hay un sometimiento implícito de las decisiones que atañen a las políticas a la lógica de los mercados financieros, cuya imagen de superioridad en la determinación de resultados eficientes ha permanecido intacta en algunos sectores, a pesar del desastre de la Crisis Financiera Global.

Por consiguiente, la ampliación de la escala de las iniciativas de financiación para alcanzar los ODS también está estrechamente relacionada con la necesidad

de reducir en la mayor medida de lo posible la exposición de los países en desarrollo a las crisis externas, la total movilidad de los flujos transfronterizos de capitales y la carga del servicio de la deuda externa. Es necesario incluir urgentemente en la agenda de políticas internacionales las reformas de la arquitectura financiera internacional para gestionar mejor los desequilibrios macroeconómicos y hacer frente a los problemas de sobreendeudamiento y las posibles crisis. En esta sección se examinan algunas posibles reformas. Sin embargo, en ausencia de un sistema monetario y financiero internacional que respalde los intentos de los países en desarrollo por movilizar financiación para el desarrollo, los países en desarrollo tendrán que priorizar la cooperación financiera y económica Sur-Sur y velar por conectar y coordinar las iniciativas de política local, nacional y regional con el fin de limitar la influencia contraproducente de la financierización mundial. Por ello, es fundamental empezar por fortalecer los espacios de políticas públicas de carácter nacional y las capacidades de los países en desarrollo para aumentar fondos públicos internos y garantizar que el capital privado, tanto nacional como extranjero, se canalice de manera fiable hacia proyectos de inversión que favorezcan el desarrollo, cuya rentabilidad a corto y medio plazo sería incierta si la iniciativa fuese únicamente privada. No se trata de buscar cualquier tipo de capital privado, sino de un capital que sea “paciente”. Esta es la siguiente mejor opción (específica) a una reforma de gran calado del sistema financiero internacional que favorezca el desarrollo, pues su fortaleza consiste en su capacidad para comenzar a ampliar la escala de la financiación del desarrollo productivo y además en la posibilidad de que puede acabar forzando que la reforma de la gobernanza económica internacional vuelva a estar en la agenda multilateral (Blankenburg, 2019).

1. Replanteamiento de los derechos especiales de giro y los programas de alivio de la deuda

Un sistema monetario internacional que favorezca el desarrollo idealmente debería procurar que las economías con superávit y alta productividad lo “reciclen” sistemáticamente en los países de menor productividad mediante políticas nacionales expansionistas con el fin de estimular la demanda interna de importaciones procedentes de economías deficitarias

de menor productividad e invirtiendo en estas economías y concediéndoles préstamos en condiciones aceptables, o incluso concesionales.

En muchos sentidos, este era el ideal que perseguían los negociadores del Acuerdo de Londres entre Alemania y sus acreedores en 1953, con el que se pretendía reducir sustancialmente la deuda agregada de Alemania y limitar el requisito del servicio de la deuda en un 3 % del valor de las exportaciones anuales (UNCTAD, 2015: 134). Mientras que el Acuerdo de Londres era un acuerdo de alivio de la deuda, en el caso de las instituciones de Bretton Woods ya despuntaba en sus concepciones originales, aunque de manera implícita, la idea de una coordinación entre los países con superávit y los países con déficit (Kregel, 2018: 89). La consecuencia por extensión es que un sistema de este tipo tendría que soportar importantes desequilibrios macroeconómicos que permitiesen hacer avanzar las estrategias nacionales de desarrollo y, como mínimo, generar los ingresos de exportación necesarios para satisfacer las obligaciones de la deuda externa.

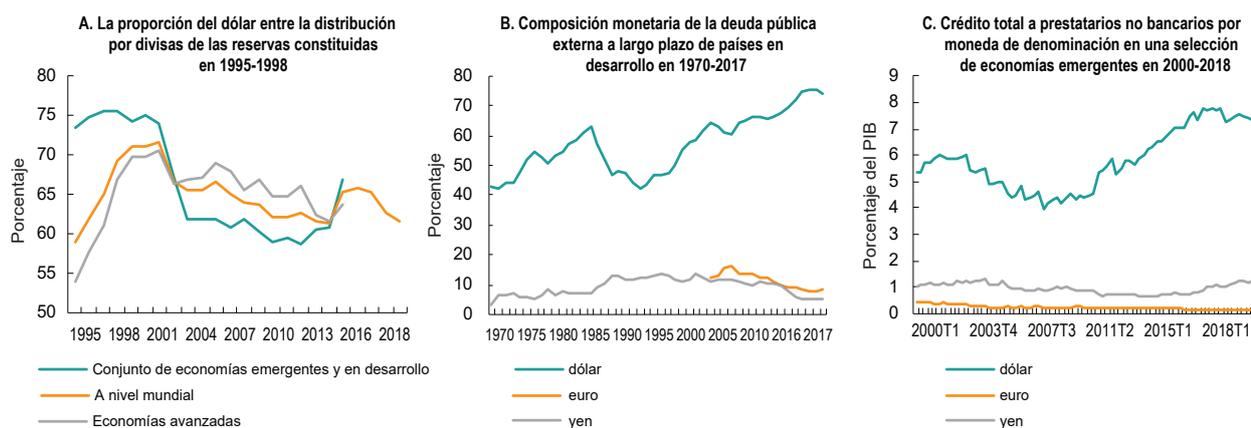
Cuando, en plena Segunda Guerra Mundial, Keynes contempló formas de reconstruir un sistema monetario internacional para la posguerra que posibilitara la prosperidad económica y la paz mundiales, propuso la instauración de una unión internacional de compensación que funcionase con una unidad de cuenta internacional, que denominó “bancor” (Keynes, 1973)¹¹. La propuesta ponía el acento en dos principios fundamentales que orientarían la cooperación monetaria internacional. En primer lugar, debía respetar la autonomía de la política nacional y apoyar las estrategias nacionales de crecimiento, tanto en las economías desarrolladas como en desarrollo. En segundo lugar, tenía que evitar los sesgos deflacionarios en la economía internacional haciendo recaer la carga de los ajustes de los desequilibrios internacionales tanto en los países con superávit como en los países con déficit.

La propuesta de una unidad de cuenta internacional (y de una unión de compensación) era esencial para lograr esos objetivos, ya que significaba que la provisión de liquidez internacional y el manejo de los desequilibrios internacionales dejaría de ser rehenes de las limitaciones e intereses internos del emisor de un activo de reserva internacional, para pasar a regirse por normas multilaterales. En palabras del propio Keynes, “la Unión no puede tener ninguna dificultad en cuanto al pago de los cheques girados contra ella.

Puede librar cuantos anticipos estime conveniente a cualquiera de sus miembros con la seguridad de que las cantidades sólo pueden ser transferidas a la cuenta de compensación de otro miembro. Su única tarea es velar por que sus miembros observen las reglas y que los avances girados a cada uno de ellos respeten el principio de prudencia y conveniencia en beneficio de toda la Unión” (Keynes, 1973: 171). El hecho de que no se adoptase la propuesta de Keynes en favor del multilateralismo en los asuntos monetarios internacionales y la decisión de permanecer dentro de los confines de un sistema mundial de reservas ha tenido mucho que ver con que el sistema monetario internacional haya dejado poco a poco de apoyar las estrategias nacionales de crecimiento y desarrollo y en cambio haya priorizado los tipos de políticas de los emisores dominantes de monedas de reserva internacionales.

Se observa una división de opiniones entre los expertos en cuanto a la solidez que pueda tener la hegemonía global del dólar estadounidense en el futuro. Las opiniones sobre esta cuestión que se basan en datos empíricos inciden en el importante peso en términos de proporción que sigue teniendo el dólar en las reservas mundiales de divisas (véase el gráfico 4.11 A), así como en los activos y pasivos en divisas de los bancos y en las partes del comercio mundial facturadas en dólares (Gopinath, 2015). Otros consideran que los sistemas multipolares de gobernanza monetaria internacional, en lugar de estar dominados por una sola moneda líder, han sido la regla históricamente más larga y volverán a aparecer (Eichengreen, 2019). Otro desafío adicional y muy diferente aparece con la creación y la expansión del dinero privado —o criptomonedas— en el ámbito internacional, que se basan en el uso de nuevas tecnologías (véase el capítulo I: recuadro 1.1).

Sea como fuere, la evidencia disponible en el caso de los países en desarrollo parecería indicar que la hegemonía del dólar estadounidense está bien afianzada por el momento (gráfico 4.11). Como se señaló anteriormente, la proporción del dólar en el desglose de las reservas de divisas a nivel mundial ha registrado altibajos, pero sigue teniendo la parte del león pues el 60 % de esas reservas están constituidas por esa moneda. En los últimos años ha aumentado en las economías en desarrollo y emergentes (a la vista de los datos disponibles; véase el gráfico 4.11 A), en un contexto de disminución generalizada de la capacidad de los países en desarrollo para utilizar las reservas monetarias internacionales como una “póliza de seguro” (véase el gráfico 4.8). Al mismo tiempo, la deuda

GRÁFICO 4.11 Hegemonía del dólar estadounidense


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la base del FMI (base de datos sobre la composición por monedas de las reservas oficiales de divisas (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)), en el caso del panel A, la base estadísticas sobre la deuda internacional del Banco Mundial (International Debt Statistics) en el del panel B y la base sobre indicadores de liquidez mundial del BPI (Global Liquidity Indicators) en el caso del panel C).

Nota: En el panel C de este gráfico figuran la Arabia Saudita, la Argentina, el Brasil, Chile, China, la Federación de Rusia, la India, Indonesia, Malasia, México, la Provincia china de Taiwán, la República de Corea, Sudáfrica y Turquía.

pública y garantizada por el Estado a largo plazo contraída en el exterior por los países en desarrollo no solo ha estado dominada por el dólar, sino que la tendencia es al alza (gráfico 4.11 B); esta misma moneda también es la más usada en la expansión de la banca en la sombra en las grandes economías en desarrollo y emergentes (gráfico 4.11 C).

Una opción que ha sido largamente debatida y parcialmente puesta en práctica para resquebrajar la hegemonía del dólar estadounidense es otorgar un papel más relevante a los llamados derechos especiales de giro (DEG) entre las reservas mundiales de divisas. Los DEG son un activo de reserva internacional cuyo valor se basa en una cesta compuesta por las principales divisas internacionales y constituye un activo respaldado por las monedas de reserva del FMI (D'Arista, 2009; Ocampo, 2011; *TDR 2015*). Los DEG se introdujeron en el decenio de 1960 para cubrir las carencias de liquidez internacional previstas en dólares estadounidenses y en oro. El límite de endeudamiento en DEG está determinado por la cuota de cada país, que están denominadas en DEG. Tras la última ronda de aumentos de cuotas en 2015 y 2016, el valor de los DEG asciende actualmente a unos 670.000 millones de dólares. Una propuesta reciente (Akiki, 2019) es impulsar de nuevo el aumento de los DEG vinculándolos directamente a objetivos medioambientales que exijan un alto grado de apoyo colectivo y multilateral, y muy concretamente para que el calentamiento global no sobrepase por más de 1,5 °C los niveles preindustriales.

Con arreglo a esta propuesta, las autoridades nacionales de los países participantes, en cooperación con el FMI, deberían elaborar planes de ajuste a largo plazo centrados en el medio ambiente y específicos para cada país en los que se fijarían objetivos de conservación de la naturaleza y de reducción de las emisiones y se establecerían las inversiones y los presupuestos necesarios para alcanzar esos objetivos. Aunque algunos países podrían financiar esos planes con recursos propios, el FMI crearía un servicio de financiación de préstamos a un interés nulo, en particular para los países en desarrollo. La capacidad máxima de financiación se mediría utilizando los derechos especiales de giro (DEG) para proyectos medioambientales que representan un posible derecho indefinido sobre las monedas de libre uso para la financiación climática del FMI.

Esta propuesta constituye un mecanismo de financiación flexible y, en principio, ilimitado para atender los inveterados llamamientos de la UNCTAD y otros organismos para la constitución de un fondo mundial de protección del medio ambiente que pueda otorgar una financiación de emergencia previsible y estable sin estrictas condicionalidades en las políticas ni criterios de elegibilidad restrictivos. Además, muchos de los países en desarrollo más pobres y pequeños Estados insulares en desarrollo, que hoy por hoy están expuestos habitualmente a desastres naturales relacionados con el cambio climático, necesitarán moratorias temporales del servicio de la deuda y mecanismos automáticos para prorrogar esas moratorias, a fin

de salvaguardar el gasto público en gastos sociales esenciales, como la salud, la educación y el saneamiento, cuando se produzcan ese tipo de desastres. En la actualidad, la asistencia de la comunidad internacional sigue basándose en un *mix* de ayuda a corto plazo, condicionalidades de consolidación fiscal a largo plazo y planes de prevención como forma de constituirse un autoseguro contra los riesgos de desastres catastróficos. Sin embargo, estas medidas son, lamentablemente, insuficientes para hacer frente al impacto sistémico de las crisis recurrentes y cada vez más frecuentes que ocasiona el cambio climático.

Inmediatamente después del terremoto que asoló Haití el 12 de enero de 2010, la UNCTAD (2010), junto con otras organizaciones, pidió con efectos inmediatos una moratoria temporal del servicio de la deuda, previa a una condonación de la deuda lo antes posible. De hecho, en esta ocasión, varios de los acreedores bilaterales de Haití acordaron una suspensión temporal del servicio de la deuda, y el Banco Mundial y la República Bolivariana de Venezuela renunciaron finalmente al cobro de la deuda restante. No obstante, no se prestó atención a la mayoría de los aspectos recogidos en el trascendental llamamiento de la UNCTAD, que preconizaba un enfoque para el futuro de la coordinación de la gestión de desastres que contemplase la creación de un fondo mundial para desastres, un mecanismo automático de concesión de una moratoria de la deuda a los países afectados por desastres naturales y cláusulas de seguro predefinidas en los contratos de deuda para cubrir los riesgos catastróficos. Han transcurrido casi diez años y el mundo sigue estando tan mal preparado como siempre para hacer frente a los ciclos de deuda, a menudo viciosos, que experimentan los países en desarrollo vulnerables desde un punto de vista medioambiental. Muchos de los países afectados han vivido episodios complicados de endeudamiento externo, como por ejemplo Mozambique y Zimbabwe, que tuvieron que sufrir los embates del ciclón Idai en marzo de 2019. No obstante, en términos más generales, un fondo mundial constituido en DEG para apalancar activos de reserva con fines medioambientales para la protección del entorno natural podría ser un mecanismo de financiación fiable y estable para hacer frente también a los efectos secundarios y terciarios de las crisis ocasionadas por el cambio climático en la sostenibilidad de la deuda de las economías en desarrollo. Como demuestra un estudio de la UNCTAD de 2010, en el caso de 21 grandes desastres naturales que afectaron a países de ingreso bajo entre 1980 y 2008, las crisis de esa envergadura pueden provocar un aumento, en

promedio, de 24 puntos porcentuales en el ratio deuda/PIB de los países afectados en los tres años siguientes al suceso. Si tras la catástrofe no se produce un rápido aumento de la asistencia exterior, esta cifra puede llegar a alcanzar los 43 puntos porcentuales (UNCTAD 2010). Países en desarrollo pobres e incluso de ingreso medio que se han visto afectados por desastres naturales pueden encontrarse atrapados aún en una trampa de deuda a largo plazo, pues el uso de la deuda pública y la reutilización del endeudamiento externo para absorber las consecuencias de un desastre natural suponen que el servicio de la deuda resulte más oneroso y constriña la capacidad de invertir en la mitigación a largo plazo del cambio climático. Con cada nuevo desastre, la vulnerabilidad financiera aumenta y la capacidad de respuesta nacional se debilita.

Además, y como se sugiere en la sección C del presente capítulo, si se quiere completar la Agenda 2030, siquiera sea los objetivos más básicos, habría que considerar la posibilidad de poner en marcha un programa mundial de préstamos concesionales vinculados a los ODS para los países en desarrollo de ingreso bajo y medio-bajo. Una propuesta (Munear, 2019) consiste en desglosar ese programa de préstamos concesionales en dos componentes: en primer lugar, un servicio de refinanciación destinado a permitir a los países participantes obtener préstamos en condiciones favorables y recomprar progresivamente el saldo pendiente de la deuda externa pública emitida en condiciones comerciales en un período corto de tiempo, por ejemplo, tres años y, en segundo lugar, un servicio de préstamo adicional destinado a cubrir la parte de la deuda externa contraída para satisfacer las necesidades brutas de financiación del sector público hasta 2030. Un programa de este tipo presenta a los países participantes varias ventajas. La reducción de los tipos de interés efectivos de la deuda externa y la prolongación de los plazos de vencimiento mejoraría simultáneamente la dinámica nominal a largo plazo y reduciría el valor actual neto de la deuda pendiente. Además, proporcionar financiación estable y económica a largo plazo permitiría a las autoridades nacionales centrar sus esfuerzos en la asignación eficaz de recursos para lograr los ODS.

Lo ideal sería que los préstamos concesionales relacionados con los ODA se financiaran también mediante el apalancamiento de los DEG y la ampliación de su volumen, así como vinculando al mismo tiempo los activos en estos derechos directamente a las inversiones relacionadas con los ODS, además de los gastos previstos en el presupuesto y los planes de inversión

específicos de cada país. Además, los países donantes podrían crear un fondo mundial de desarrollo (ODS) que se alimentaría con los compromisos no cumplidos, esto es, conseguir la meta de dedicar a la AOD el 0,7 % del ingreso nacional bruto, así como proporcionar recursos exclusivamente para completar la parte pendiente no satisfecha en los últimos decenios¹². Una solución más complementaria, más acorde con los principios de mercado y contractual de mecanismo de financiación son los planes de canje de deuda para la adaptación al cambio climático, como la propuesta de la CEPAL de crear un fondo de resiliencia (ECLAC, 2016). De manera similar, una propuesta de canje de deuda para el logro de los ODS podría contemplar la constitución de un fondo de inversiones especial para los ODS para apoyar los proyectos relacionados con estos objetivos y solventar las vulnerabilidades de la deuda en los países en desarrollo. Para que este fondo pudiese arrancar se necesitarían en un primer momento contribuciones de la comunidad internacional para adquirir la parte de la deuda pública externa en manos de acreedores privados en un corto período de tiempo, esto es, unos tres años. Los países beneficiarios se comprometerían a ingresar en el fondo de inversión para los ODS la cantidad que hubiesen tenido que abonar a sus antiguos acreedores en concepto de servicio de la deuda. El horizonte temporal para los pagos al fondo para los ODS sería de diez años, periodo durante el cual se amortizaría de manera constante su pasivo subyacente. El fondo emplearía los ingresos de los países beneficiarios para, por una parte, reforzar la inversión en proyectos relacionados con los ODS y, por otra, proporcionar apoyo y asistencia técnica. Si bien son de agradecer estas propuestas, los programas de canje de deuda presentan una serie de inconvenientes. Funcionan sobre la base de contratos individuales que suelen ser lentos, onerosos y supeditados a intereses de parte, por lo que la deuda del país sería adquirida en momentos de crisis en ciernes o en medio de una de ellas, que es cuando los bonos del Estado se negocian con grandes descuentos. Tampoco son un compromiso claro y a largo plazo del cumplimiento de los objetivos colectivos en materia de medio ambiente y desarrollo a lo largo del tiempo. Como señala Akiki (2019: 18-19), los canjes de deuda para la conservación de la naturaleza han sido populares, como instrumento de alivio de la deuda condicionado a la adopción de medidas a tales efectos, por no decir que también permitieron que las empresas privadas involucradas en esas iniciativas fueran en gran medida quienes asumieran el control de la conservación del medio ambiente.

2. Fortalecer la cooperación monetaria regional: uniones de compensación regionales

Queda por ver si será posible o no apalancar los DEG antes que recurrir a mecanismos de financiación menos multilaterales y más en sintonía con el mercado, como los programas de canje de deuda para la conservación del medio ambiente y el desarrollo. Entretanto, una opción adicional e importante para los países en desarrollo es escapar, al menos parcialmente, de la hegemonía del dólar estadounidense mediante el fortalecimiento de la cooperación monetaria regional y el aprovechamiento de su propia capacidad de reacción financiera para aliviar las limitaciones impuestas a su desarrollo en una economías como la actual que está globalizada, financierizada, impulsada por la deuda y basada en el dólar. Cabe señalar que no se trata de una cooperación Sur-Sur a más largo plazo para apuntalar la financiación del desarrollo mediante programas de préstamos a gran escala, como la iniciativa china de la Franja y la Ruta, ya que estos son necesarios y bienvenidos en vista de que las iniciativas de financiación del desarrollo de los países desarrollados son vacilantes, limitadas y a menudo imprevisibles. Al contrario, esa cooperación monetaria regional entre países en desarrollo puede complementar y apoyar la cooperación financiera Sur-Sur a más largo plazo, si aumenta considerablemente la capacidad de las regiones en desarrollo para refinanciar y promover el comercio intrarregional y promover cadenas de valor intrarregionales de su propio bolsillo.

Como se ha señalado en otra parte (*TDR 2015*; Blankenburg, 2019), al igual que en el plano internacional, el alcance y la eficacia de los acuerdos monetarios regionales depende de los objetivos convenidos. Estos van desde simples acuerdos regionales de permuta y mancomunación de las reservas de divisas para superar las eventuales restricciones de liquidez, hasta el desarrollo pleno de sistemas de pago regionales y uniones de compensación internas. Estos últimos conceden créditos a los miembros mediante la compensación regular de las deudas y créditos acumulados (relacionados con el comercio) entre ellos, y de este modo sustituyen, al menos parcialmente, la dependencia de recursos financieros externos denominados en moneda extranjera y la volatilidad de los tipos de cambio conexas por recursos financieros creados internamente. Para ello es necesario utilizar una unidad de cuenta regional no negociable, muy parecida a la unidad de cuenta internacional propuesta por Keynes para gestionar el sistema monetario internacional y

que promueva el comercio intrarregional, permitiendo compensar los créditos acumulados en el mecanismo regional de compensación con los débitos únicamente mediante importaciones de los Estados miembros, o mediante la inversión extranjera directa en ellos a unos tipos de cambio intrarregionales fijos frente a la unidad de cuenta regional (Kregel, 2018).

La importancia de establecer una cooperación monetaria regional en apoyo del desarrollo se planteó por primera vez en la conferencia constitutiva de la UNCTAD en 1964 (UNCTAD I). Se concretó en la creación de un grupo de expertos en la UNCTAD II en 1968 y en la propuesta de un marco para una Unión de Pagos abierta a todos los países en desarrollo. En ese momento y con el telón de fondo de un sistema monetario internacional dominado por el comercio y no por los flujos financieros, los controles de capital y los sistemas de tipos de cambio fijos, el principal objetivo no era primordialmente escapar de la hegemonía del dólar estadounidense. Se trataba más bien de promover, por una parte, el comercio intrarregional —en gran medida mediante la reducción de los costos de transacción en monedas convertibles que genera ese comercio, el establecimiento de servicios de facilitación de crédito automático vinculados al fomento del comercio en el interior de la Unión, incentivos para que los países con superávit regional los corrijan y, en relación con ello, sólidas garantías contra la suspensión de pagos— y, por otra, abrir la puerta a que los países desarrollados puedan sumarse concediendo un acceso preferencial a sus mercados a las exportaciones industriales de los países en desarrollo y dedicando un porcentaje convenido de su ingreso nacional bruto a la asistencia exterior a los países en desarrollo. A fin de garantizar que sus reservas sean siempre suficientes para hacer frente a sus obligaciones de pago, se debería conceder a la Unión de Pagos la condición de miembro del FMI y poder utilizar los DEG¹³.

Esta propuesta demuestra la importancia que los países en desarrollo han concedido desde el principio a los sistemas de pago y mecanismos de compensación regionales. En ese momento esta resultó demasiado ambiciosa y en su lugar se crearon en el decenio de 1970 una serie de uniones de compensación y mecanismos de pago regionales de menor envergadura entre países en desarrollo. Estos sistemas también terminaron por desaparecer o perdieron importancia debido a las crecientes presiones ejercidas sobre los bancos centrales de los países en desarrollo para evitar las crisis de deuda. Además, tanto el sector público como el privado de los países en desarrollo

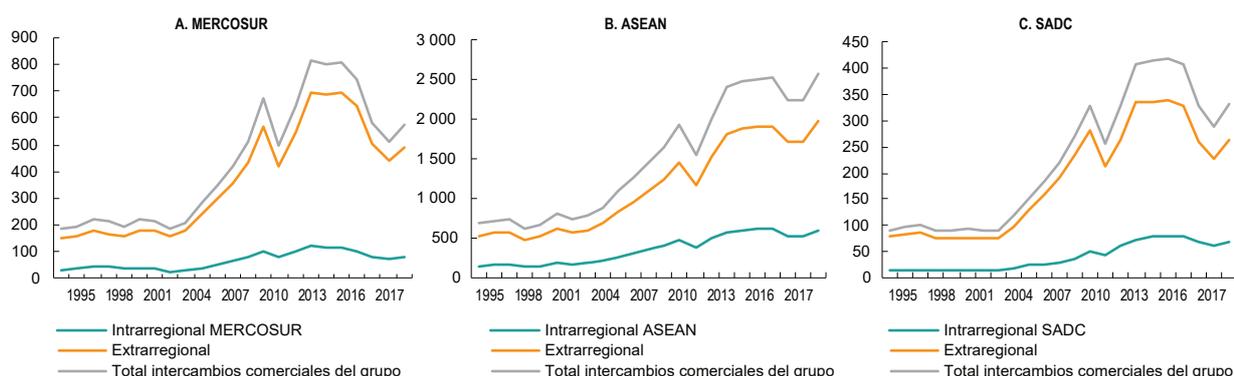
sucumbieron al señuelo del crédito aparentemente barato que empezó a estar disponible en los mercados financieros internacionales desde finales del decenio de 1980. Como se ha visto, desde entonces la persistencia de la hegemonía del dólar estadounidense en un contexto de hiperglobalización continua, caracterizada por la apertura de la cuenta de capital, unos tipos de cambio flotantes y la desregulación financiera, ha desempeñado un papel esencial para facilitar el surgimiento de un sistema monetario internacional que ha favorecido de manera sistemática los intereses financieros y empresariales a corto plazo frente a los intereses del desarrollo.

Con ello también se produce un cambio en lo que se juegan los países en desarrollo al reconsiderar la ampliación de la integración monetaria regional y la potenciación de la creación de crédito regional para favorecer el desarrollo regional y limitar el impacto perjudicial de la hegemonía del dólar estadounidense en sus economías. En respuesta a la crisis financiera asiática, así como a otras crisis de los países en desarrollo que ocurrieron en el decenio de 1990, ya han surgido acuerdos multilaterales y regionales de permuta de divisas, siendo el más conocido el de la Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai (CMIM) (*TDR 2015*). El alcance de una integración monetaria más profunda, en forma de sistemas de pago y mecanismos de compensación, depende en gran medida de los patrones y las posiciones comerciales iniciales de los posibles Estados miembros, por cuanto la capacidad de creación de crédito y de compensación a nivel intrarregional que pueda utilizarse para sustituir a los recursos financieros externos depende de las posibilidades de los países para conceder crédito.

Basta con un somero análisis general de las características esenciales de las actuales posiciones comerciales de tres grandes zonas comerciales de países en desarrollo —el MERCOSUR (Mercado Común del Sur), la ASEAN (Asociación de Naciones del Asia Sudoriental) y la SADC (Comunidad de África Meridional para el Desarrollo)— para poder hacerse una primera idea de la viabilidad y las posibles ventajas que podría suponer la utilización de mecanismos internos de compensación. En primer lugar, se examina la proporción del comercio intrarregional en el total de los intercambios de los Estados miembros. Cuanto mayor sea el peso del comercio intrarregional, mayores serán las posibilidades de alcanzar acuerdos monetarios intrarregionales para contribuir a su expansión. Como puede observarse en el gráfico 4.12, en el caso de los tres grupos de

GRÁFICO 4.12 Comercio intra y extrarregional en una selección de grupos regionales en 1995-2017

(En millones de dólares)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de los datos de la serie *International Trade in Goods and Services*, Data Center, UNCTADstat.
Nota: El **MERCOSUR** está integrado por la Argentina, el Brasil, el Paraguay, la República Bolivariana de Venezuela y el Uruguay. La **ASEAN** está integrada por Brunei Darussalam, Camboya, Filipinas, Indonesia, Malasia, Myanmar, la República Democrática Popular Lao, Singapur, Tailandia y Viet Nam. La **SADC** está integrada Angola, Botswana, las Comoras, Eswatini, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mauricio, Mozambique, Namibia, la República Democrática del Congo, la República Unida de Tanzania, Seychelles, Sudáfrica, Zambia y Zimbabwe.

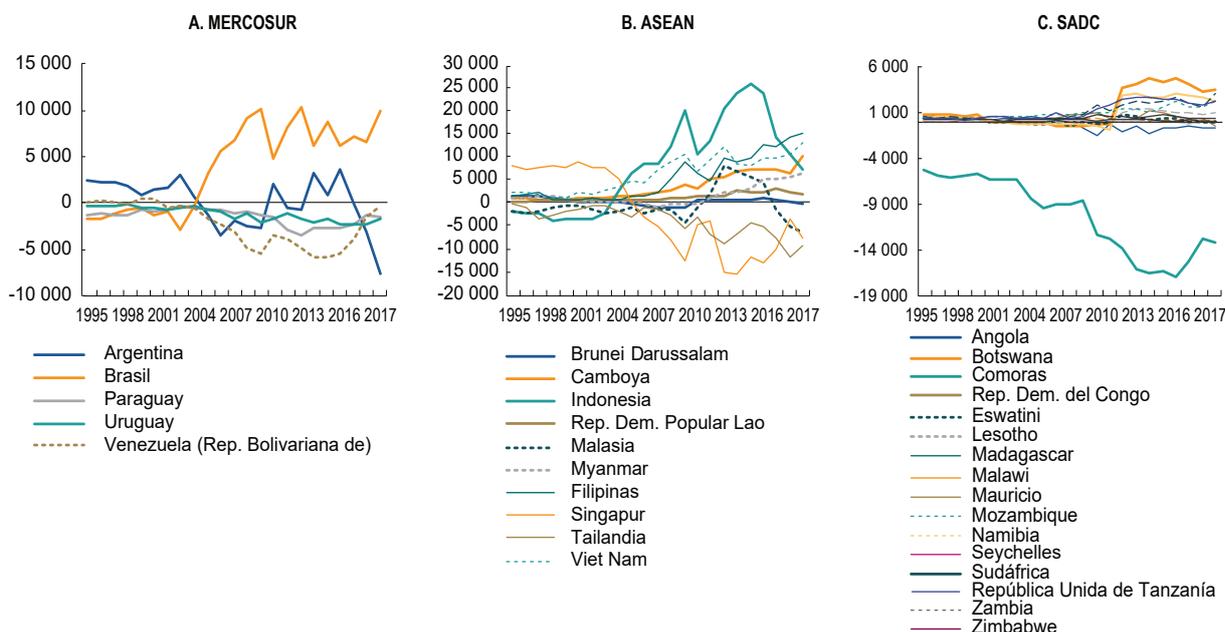
países en desarrollo con una historia de integración económica en América Latina, Asia y África a sus espaldas, esta proporción, si bien sigue siendo relativamente baja en general, ha crecido sin cesar tanto en la ASEAN como en la SADC, aunque menos en el caso del MERCOSUR.

En segundo lugar, los saldos comerciales netos dentro de los grupos de países también son importantes, ya que la idea de una unión de compensación regional consiste precisamente en utilizar la ampliación de los créditos comerciales a los países participantes que presentan un déficit comercial para sustituir la cobertura de los desequilibrios comerciales mediante la compensación de las entradas de capital externo. Como se destaca en el gráfico 4.13, estas dinámicas intrarregionales son diversas. En el caso del MERCOSUR, la Argentina y el Brasil eran economías claramente con superávit neto capaces de proporcionar crédito intrarregional, al menos hasta la última crisis financiera argentina de 2018. Sin embargo, como el tamaño de los déficits netos de otros países del MERCOSUR dentro de la región es relativamente pequeño, la compensación interna del grupo solo puede desempeñar un papel limitado, aun cuando siga siendo relevante. En el caso de la ASEAN, los saldos netos del comercio intrarregional han aumentado claramente desde mediados del decenio de 2000. Este hecho sería indicativo de que la compensación regional podría ser beneficiosa, pues brinda la posibilidad de que un número cada vez mayor de países deficitarios reciban financiación para su comercio intrarregional. Sin embargo, la región

en su conjunto es también una que registra un superávit frente al resto del mundo, salvo con Filipinas y Tailandia, lo que hace que la compensación intrarregional tenga un carácter menos prioritario para la mayoría de los Estados miembros. En cambio, la SADC presenta un caso más difícil: si bien la SADC, salvo Angola, país exportador de petróleo, acusa un déficit frente al resto del mundo y en principio podría verse beneficiada por la compensación intrarregional para reducir la necesidad de cubrir los desequilibrios comerciales mediante flujos de capitales del exterior y sustituirlos por la concesión de créditos comerciales intrarregionales, la actual dinámica comercial intrarregional no es favorable. Salvo Sudáfrica, la mayoría de los países miembros tienen un superávit frente a la región, lo que limita las posibilidades de que un mayor número de países miembros pueda beneficiarse de la compensación interna por el momento.

Así pues, las características básicas de los actuales patrones del comercio proyectan un panorama variopinto en cuanto a las ventajas que podrían derivarse del uso de la compensación a nivel regional. Mientras que algunas regiones (MERCOSUR, ASEAN) podrían beneficiarse inmediatamente, si bien en grados diferentes, otras (SADC) deben salvar obstáculos más difíciles. Sin embargo, el propósito de esos acuerdos de compensación es, por supuesto, también aumentar el comercio intrarregional en relación con el extrarregional, de manera que cambien los actuales patrones del comercio. Esto, a su vez, también requiere voluntad política. Para que las uniones regionales de compensación funcionen adecuadamente en aras

GRÁFICO 4.13 Comercio intrarregional y extrarregional en una selección de grupos regionales en 1995-2017
(En millones de dólares)



Fuente: Como en el gráfico 4.12.

de liberar recursos financieros propios y espacio de políticas para que los países adopten sus propias estrategias nacionales de desarrollo, hay que priorizar los intereses regionales, a veces por encima de los intereses nacionales inmediatos, en el entendimiento de que las prioridades inversas socavarán, en última instancia, los objetivos en materia de desarrollo tanto colectivos como nacionales.

3. Avanzar en la resolución de las crisis de deuda soberana

Ante las crecientes vulnerabilidades de la deuda de los países en desarrollo y una tésitura de rápidos cambios en el mundo de los acreedores y la innovación financiera que suponen los nuevos y complejos instrumentos de deuda, el FMI y el Banco Mundial recientemente han coordinado esfuerzos para promover una mayor transparencia de la deuda pública (FMI y Grupo del Banco Mundial, 2018), en particular en los países de ingreso bajo. Al mismo tiempo, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), que representa a la industria financiera mundial, ha elaborado el Proyecto de Principios Voluntarios sobre la Transparencia de la Deuda para promover la divulgación voluntaria de información sobre los instrumentos de deuda por parte de los acreedores

privados (IIF, 2019)¹⁴. Ambas iniciativas han cobrado fuerza en el marco del G20¹⁵.

En esas iniciativas en gran parte se reconoce que la disponibilidad de datos de excelente calidad sobre la deuda es una condición indispensable para que los Estados nacionales y la comunidad internacional puedan minimizar el riesgo de crisis de deuda y adoptar cuando se presente la oportunidad las eventuales medidas correctivas. Además de esto, el nuevo “enfoque multidimensional para abordar las incipientes vulnerabilidades de la deuda” conjuntamente elaborado por el FMI y el Banco Mundial incorpora un apoyo más firme para fortalecer la capacidad de gestión de la deuda en lo tocante a actividades como la presentación de información, registro y supervisión de la deuda pública (*downstream*) en un programa de vigilancia más amplio que prevé, entre otras cosas, un mejor análisis de la deuda y sistemas de alerta temprana, orientación sobre los marcos de política macrofiscal y el examen por parte de las instituciones financieras internacionales de las políticas nacionales de deuda (Nishio y Bredenkamp, 2018). Si bien las ventajas, tanto para los gobiernos nacionales como para la presentación externa de información en las bases de datos internacionales, de contar con datos más completos, precisos y actualizados sobre la deuda pública son incuestionables, el foco de esta política es muy insuficiente para abordar las principales

causas actuales de las crisis de deuda de los países en desarrollo, que tienen su origen en su integración, a menudo prematura, en los mercados financieros internacionales y en su creciente exposición a los riesgos del mercado. La UNCTAD lleva sosteniendo desde hace mucho tiempo (UNCTAD, 2012) que la transparencia, que incluye, aunque no exclusivamente, los datos, es un principio esencial para lograr prevenir crisis de deuda si se tiene un comportamiento responsable en la concesión de préstamos a los Estados y el endeudamiento soberano, además de observar otros principios básicos como la imparcialidad, la buena fe, la legitimidad y la sostenibilidad.

Es cierto que la prevención de las crisis de deuda reviste una extraordinaria importancia, pero también lo es la urgencia de resolver oportunamente las eventuales crisis de deuda externa soberana y así facilitar una rápida recuperación económica y evitar posibles crisis financieras posteriores a la suspensión de pagos *de facto*. Desde hace mucho tiempo se ha reconocido que la situación actual a este respecto es insatisfactoria, entre otros la UNCTAD (*TDR 2015*). En un contexto de creciente participación del sector privado en la refinanciación de la deuda soberana (véase la sección B), se ha desintegrado aún más un sistema ya fragmentado, que no aborda las situaciones de impago de la deuda soberana.

Dado que la deuda externa suele ser el talón de Aquiles de las economías que enfrentan una mayor inestabilidad financiera, los dispositivos actuales para hacer frente a los problemas de la deuda soberana son fragmentados, además de que sus procedimientos para los diversos tipos de deuda soberana externa (bilateral, multilateral y deuda con acreedores privados) son distintos cuando surgen dificultades. El tránsito de los préstamos oficiales a los privados y de los préstamos bancarios sindicados a la financiación mediante emisión de bonos (véanse los gráficos 4.4 y 4.6) al que se ha asistido en los últimos decenios ha supuesto un aumento considerable de la complejidad de la reestructuración de la deuda, que se ha vuelto aún más compleja debido a la deuda emitida a nivel nacional en poder de no residentes, cuestión que plantea interrogantes complejos sobre la conveniencia de diferenciar entre titulares residentes y no residentes de la deuda en moneda local en las reestructuraciones de la deuda soberana.

Este hecho, en particular, ha suscitado aún un mayor grado de preocupación por esta forma de abordar de manera insuficiente y tardía las reestructuraciones

de la deuda soberana (“demasiado poco, demasiado tarde”), un enfoque en el que tanto los acreedores privados como los deudores soberanos se ven fuertemente incentivados para retrasar los procedimientos oficiales de suspensión de pagos y reducir al mínimo los requisitos de reestructuración, ya sea para evitar las profecías autocumplidas de crisis financiera y económica en el caso de que se inicie un procedimiento de este tipo, o para proteger los intereses de los acreedores que, en su mayor parte, tendrán que aceptar una quita cuando un país se declare en esa situación. El resultado es la adopción de un enfoque ineficaz y desequilibrado para resolver situaciones de crisis de deuda que también propicia resultados asimétricos y procíclicos y que además es vulnerable a los inconvenientes que plantean los acreedores recalcitrantes, lo que a menudo supone unos costos muy elevados para los países que tratan de reestructurar su deuda. Como señalan Guzmán y Lombardi (2017), desde 1970 la mitad de los episodios de reestructuración soberana con acreedores privados han ido seguidos de otra cesación de pagos en un plazo de tres a siete años, y en el 60 % de los casos acompañado de una nueva reestructuración.

Además, las reestructuraciones de la deuda soberana se han visto dificultadas por la inclusión de cláusulas de arbitraje para las controversias sobre la reestructuración de la deuda soberana en muchos acuerdos internacionales de inversión (AII), lo que ha creado ambigüedades no resueltas entre el uso del derecho público —a través del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI)— y el derecho privado, en los órganos judiciales nacionales designados en los contratos de bonos soberanos para resolver las cuestiones de litigio (Li, 2018). Por último, la creciente complejidad de las reestructuraciones de la deuda soberana ha supuesto que la prestación de servicios de asesoramiento y jurídicos a prestatarios soberanos sea un negocio lucrativo y cada vez más concentrado que suele tener consecuencias costosas para los países deudores (véase el recuadro 4.2).

Se han realizado varios intentos para fortalecer la adopción de enfoques basados en el mercado para la reestructuración de la deuda y, en particular, para hacer frente a los problemas que plantean los acreedores recalcitrantes y proteger a los deudores en los litigios que puedan plantearse en procedimientos de reestructuración basados en el mercado. Si bien representan un avance, la UNCTAD (2015) ya había sostenido que son insuficientes para hacer frente a las vulnerabilidades de la deuda existente, por no hablar de las que podrían

RECUADRO 4.2 Concentrados, onerosos y opacos: procedimientos de reestructuración de la deuda soberana y de deuda litigiosa

El proceso de reestructuración de la deuda soberana está cada vez más concentrado y además para los Estados soberanos resulta cada vez más costoso y más complicado. La creciente complejidad de los instrumentos de deuda soberana, la mayor diversidad de acreedores y las esperadas recompensas económicas han incentivado los litigios contra los Estados soberanos a instancias de los acreedores, incluso de Estados acreedores. Desde la crisis de la deuda argentina de 2001, más de la mitad de las recientes crisis de la deuda soberana han sido objeto de litigios en órganos jurisdiccionales extranjeros (Schumacher *et al.*, 2018). Además, en el caso de los Estados deudores, hay que tomar decisiones difíciles sobre la selección no solo del gabinete jurídico adecuado para representar a un Estado, sino también de su asesor soberano.

Las empresas de asesores soberanos son distintas de los gabinetes jurídicos, pues son los que representan a los soberanos y a sus acreedores ante los órganos jurisdiccionales. Las empresas de asesoramiento orientan al prestatario sobre las cuestiones financieras, normativas y jurídicas de la reestructuración de la deuda soberana, pero no participan en los litigios propiamente dichos. Además, la mayoría de los gobiernos contratan asesores distintos para asuntos financieros y para los jurídicos. Todos estos asesores juntos formulan y aplican las condiciones y procedimientos de la reestructuración de la deuda en función de circunstancias concretas.

Se atribuye a los gabinetes de asesoramiento el mérito de aportar su experiencia y su conocimiento del mercado en una materia tan especializada como es la reestructuración de la deuda soberana, en la que los Estados carecen de especialistas competentes. Sus competencias profesionales están destinadas a establecer condiciones iguales para todos a la hora de enfrentar unos acreedores con competencias del mismo calibre. Además, el marco vigente para la reestructuración de la deuda soberana exige el nombramiento de asesores externos, dado que la política de garantía de financiación del FMI considera que la contratación de asesores jurídicos y financieros por parte de un Estado deudor es uno de los factores relevantes para evaluar si se está llevando a cabo un proceso de reestructuración creíble y, por tanto, para la eventual prestación de apoyo financiero (IMF, 2013c: 45).

Los gabinetes de asesoramiento soberano tienen una influencia significativa en el proceso de reestructuración de la deuda, pues reúnen la información necesaria, la ponen a disposición de los acreedores, analizan la información y proponen estrategias alternativas de reestructuración de la deuda (véase Asonuma *et al.*, 2018; Buchheit, 2019). Además, suelen ser los asesores —junto con el FMI— los que determinan la cuantía del alivio de la deuda necesario (Abbas *et al.*, 2019). Dada su función en el destino de las finanzas públicas de un soberano sobreendeudado, se observa una marcada falta de transparencia y de supervisión pública de la función de los gabinetes de asesoramiento. Por ejemplo, no hay manera de vigilar —o incluso de ser consciente— del conflicto de intereses cuando estos gabinetes de empresas prestan servicios, incluso en casos diferentes, tanto a los acreedores como a los deudores. Un pequeño círculo de empresas, que son siempre las mismas, asesora a los Estados en una crisis de deuda: 20 de las 25 reestructuraciones de deuda soberana con acreedores comerciales desde 2005 fueron realizadas por solo 4 gabinetes de asesoramiento financiero. La concentración en el ramo del asesoramiento jurídico es aún más intensa, ya que solo una empresa actúa como asesor jurídico en casi dos tercios de todas las reestructuraciones de deuda soberana desde 2005 (Smith, 2019).

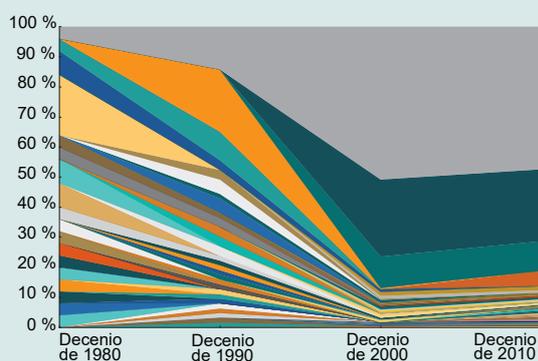
El mercado de litigios sobre deuda soberana —al menos en los Estados Unidos— también parece estar muy concentrado en cuanto a la cuota de mercado de los 5 principales gabinetes jurídicos que operan a nivel global⁸. Aunque 70 gabinetes han superado las supuestas barreras de entrada al tener una presencia mundial —y han representado a 44 países desde la aplicación de la *Foreign Sovereign Immunities Act* de 1976 de los Estados Unidos (Ley de Inmidades de Naciones Soberanas Extranjeras)— solo unos pocos dominan el mercado.

En el gráfico 4.2.1 se puede observar que la creciente concentración en términos de cuota del mercado de litigio en los últimos 40 años, con un cambio radical en el decenio de 2000 por el litigio contra la Argentina, que entrañó decenas de causas que fueron llevadas predominantemente por una sola firma de abogados, el actual líder del mercado. Como se puede ver el tamaño y la publicidad del litigio argentino consolidó y reforzó la posición de las firmas jurídicas “de referencia” en las controversias sobre deuda soberana, lo que provocó que el índice Herfindahl-Hirschman (HHI) de los cinco principales gabinetes (Herfindahl -5) pusiese de relieve una elevada concentración, ya que los cinco principales acapararon el 87 % de los litigios (gráfico 4.2.2).

La firmeza de la postura de la Argentina en la renegociación de la deuda con los acreedores provocó una estampida hacia los órganos judiciales de los Estados Unidos (véase el gráfico 4.2.2) y puede que fuese el punto de inflexión que incentivó el litigar en lugar de cooperar. Tras una larga batalla judicial, que se dilató por más de diez años, la Argentina aceptó llegar a un acuerdo con los acreedores recalcitrantes con una oferta en la que se distinguía entre los acreedores que habían conseguido que una corte de Nueva York dictase una

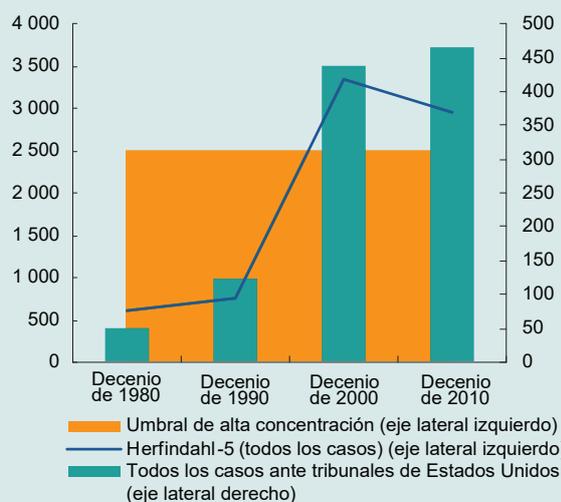
resolución en su favor de aplicación de la cláusula de *pari passu* de aquellos que no. Las condiciones para los acreedores que consiguieron por la vía judicial la aplicación de la cláusula *pari passu* fueron mucho mejores: uno de los acreedores obtuvo una rentabilidad del 392 % sobre el valor original de los bonos. Otro legado de la saga argentina es que el procedimiento de las demandas colectivas en los litigios sobre bonos soberanos fue “afinado” y muy probablemente se utilizará con frecuencia en futuras crisis de deuda soberana. La acumulación de litigios por parte de inversores minoristas en demandas colectivas de esta manera podría tener efectos sistémicos en la reestructuración de la deuda soberana.

GRÁFICO 4.2.1 Litigios de deuda soberana en los Estados Unidos: evolución de la concentración de mercado por ciertos gabinetes jurídicos



Nota: Cada línea coloreada representa un gabinete jurídico que representó a un prestatario soberano ante un órgano judicial de los Estados Unidos. Los datos se incluyen solo casos de litigio diferentes entre un acreedor y un país.

GRÁFICO 4.2.2 Índice HHI de principales gabinetes jurídicos con número de casos de reestructuración de deuda soberana incoados ante órganos judiciales de los Estados Unidos por año en que se pronunció la resolución



Nota: La concentración del mercado toma como referencia el Índice Herfindahl-Hirschman (HHI).

La exposición al derecho extranjero aplicable y a un órgano judicial extranjero tiene consecuencias cruciales para valorar e interpretar las relaciones contractuales en materia de deuda soberana, toda vez que garantizan que un deudor soberano no pueda injerirse en las normas aplicables a las relaciones entre acreedores y deudores. La potencia jurídica que poseen los acreedores hace que los instrumentos de deuda soberana se presten a litigios complejos y prolongados que perturban el proceso de reestructuración de la deuda. Los órganos judiciales extranjeros más populares para los casos relacionados con la deuda soberana internacional están radicados también en los lugares donde se hallan los centros financieros globales, esto es, Nueva York y Londres, desde donde se administra, en partes casi iguales, aproximadamente el 96 % del volumen total en circulación de los bonos soberanos internacionales (IMF, 2015: 3). Sin embargo, el número de controversias que se plantean ante los órganos judiciales ingleses es mucho menor que en los Estados Unidos, lo que, al margen de las razones específicas de los casos, puede explicarse por las diferencias conceptuales entre ambas jurisdicciones. Mientras que la aplicación privada de la legislación tiene un papel destacado en el ordenamiento jurídico de los Estados Unidos, el sistema inglés adopta un enfoque más garantista y cooperativo ante las controversias.

La prestación de servicios de asesoramiento y servicios jurídicos a los prestatarios soberanos es un negocio lucrativo para los profesionales del ramo. Si bien el valor nominal de la deuda impugnada en una demanda individual varía entre 60.000 y 9.000 millones de dólares, la mediana es de aproximadamente 17,3 millones de dólares. A la vista de las actas judiciales, los honorarios de los abogados en los litigios por deudas soberanas incoados ante órganos judiciales de los Estados Unidos pueden ascender a millones debido a la complejidad y la duración del litigio, que se prolongan en promedio por cuatro años y medio. Además, el nombramiento y la negociación de las condiciones con los asesores financieros y jurídicos y los gabinetes jurídicos se realiza a puerta cerrada. Hay evidencia anecdótica de que empresas de asesoramiento soberano que no arriesgan capital alguno obtienen honorarios muy elevados en función de los resultados que obtengan (Smith, 2019; Chung y Fidler, 2006).

En resumen, la reestructuración de la deuda soberana es compleja y onerosa y el papel que desempeñan las empresas de asesoramiento y los gabinetes jurídicos es opaco para los Estados deudores y sus ciudadanos. No obstante, algunas medidas correctivas de rápida aplicación son posibles: la selección de los asesores soberanos debería realizarse a través de un procedimiento de contratación pública; los asesores jurídicos deberían utilizar de manera preventiva los instrumentos contractuales para establecer el marco que favorezca la reestructuración ordenada de la deuda; sería preciso redactar meticulosamente las cláusulas de demanda colectiva para los nuevos instrumentos de deuda, así como el proceso de gestión de la deuda; deberían emplearse dispositivos de fideicomiso en lugar de estructuras de agencia financiera para la emisión de bonos, y cuando el litigio sea inevitable, se deben emplear estrategias creativas de defensa del interés público.

Sin embargo, estas medidas correctoras no resolverán la profunda falta de transparencia, la elevada concentración del mercado y la asimetría de la información inherente entre asesores y Estados deudores. Tampoco puede atenuar los costos ni los contratiempos que suponen los litigios de deuda soberana, ni reparar el trato subyacente de la reestructuración de la deuda soberana en los órganos judiciales, esto es, la primacía de la inviolabilidad del contrato sobre el interés público. Si bien las empresas de profesionales prestan servicios altamente especializados, el caos y la opacidad imperantes actualmente en la reestructuración de la deuda soberana son la sangre que circula por sus venas^b. Solo una agencia pública internacional que brinde a los Estados que lo necesiten asesoramiento financiero y jurídico en materia de reestructuración de la deuda soberana podría empezar a reequilibrar la situación, en conjunción con un marco multilateral de resolución de la deuda.

^a El mercado de servicios jurídicos en Inglaterra está menos concentrado que en los Estados Unidos y no se observa que haya un líder de mercado indiscutible en ese país. Sin embargo, los gabinetes jurídicos de élite dominan el mercado y los Estados deudores suelen estar representados por letrados del rango de *Queen's Counsel*, lo que supone que las partes litigantes deben abonar unos honorarios muy elevados.

^b Son los propios expertos del mercado quienes hacen hincapié en la necesidad de contratar asesores. Véase Buchheit, 2019.

surgir del endeudamiento externo para alcanzar los ODS. Se necesitarán mecanismos alternativos. Uno de los enfoques consiste en establecer principios acordados internacionalmente que prevean un mayor grado de coordinación y tal vez también de centralización que el enfoque contractual basado en el mercado. Estos adoptarían la forma de principios u orientaciones de derecho indicativo (*soft law*), basados en el derecho público internacional, como los “Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana”, principios que fueron aprobados por la Asamblea General de las Naciones Unidas en septiembre de 2015 (Asamblea General de las Naciones Unidas, 2015). En las resoluciones de la Asamblea General de las Naciones Unidas sobre la deuda externa y el desarrollo también se ha pedido reiteradamente que se considere la posibilidad de mejorar los enfoques de los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana tomando como base los marcos y principios existentes y contando con una amplia participación de acreedores y deudores¹⁶. La hoja de ruta y guía de la renegociación de la deuda preparada por la UNCTAD es un ejemplo de esos principios (UNCTAD, 2015; véase asimismo Guzmán y Stiglitz, 2016).

Los que propugnan este enfoque seminstitutional y basado en principios generales han formulado una serie de sugerencias sobre la forma de estructurar los aspectos institucionales de la promoción de principios o directrices generales para la reestructuración de la deuda soberana. Un planteamiento consiste en que las negociaciones de reestructuración sigan teniendo lugar en órganos judiciales ya existentes o con carácter *ad hoc*, pero supervisadas y coordinadas por un nuevo órgano independiente, como el Foro de la Deuda Soberana (una organización privada) o el Instituto de Renegociación de la Deuda (refrendado por un proceso multilateral)¹⁷. Un segundo planteamiento, aunque complementario de este, podría consistir en resaltar la utilidad de semiinstitutionalizar los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana para que sus resultados tengan la fuerza de resolución judicial o laudo arbitral a falta de un tratado multilateral. Este planteamiento también contempla en sus aspectos principales la promoción y el uso de normas y procedimientos —o modalidades de aplicación de los principios generales— específicos en procesos de arbitraje *ad hoc*.

Los defensores de los procedimientos multilaterales de renegociación de la deuda suelen destacar la asimetría entre la solidez de la ley concursal nacional, como uno de los elementos integrales de una economía de mercado sana, y la inexistencia de una contrapartida que regule la reestructuración de la deuda soberana. La UNCTAD fue una de las primeras instituciones internacionales en proponer un marco normativo más ordenado y equitativo. Para ello tomó como base el capítulo 11 del Código Concursal de los Estados Unidos.

Habida cuenta de la función singular que desempeñan los actores soberanos con respecto a los resultados económicos, jurídicos y políticos, todo marco de este tipo debería lograr dos objetivos. Por una parte, debería ayudar a evitar el colapso financiero en los países que se enfrentan a dificultades para cumplir sus obligaciones externas, lo que a menudo se traduce en una pérdida de confianza de los mercados, el hundimiento de la moneda y drásticas subidas de los tipos de interés, lo que ocasiona graves daños a los balances públicos y privados y provoca grandes pérdidas en la producción y el empleo y un fuerte aumento de la pobreza. Por otra parte, debería ofrecer mecanismos para facilitar una reestructuración equitativa de toda deuda que ya no pueda ser reembolsada con arreglo al contrato original. Alcanzar esas metas implica la aplicación de unos pocos y simples principios:

- La aplicación de una paralización temporal, tanto si la deuda es pública como privada, e independientemente de si las dificultades para su servicio obedecen a problemas de solvencia o de liquidez (una distinción que no siempre es clara). A fin de evitar conflictos de intereses, la suspensión debería ser decidida unilateralmente por el país deudor y sancionada por un grupo independiente, en lugar de por el FMI, ya que los países afectados se encuentran entre los accionistas del Fondo, que también es uno de los acreedores. Esta medida

debería propiciar una suspensión automática de los litigios con los acreedores durante un período determinado.

- La paralización debería ir acompañada de controles de cambio, incluso la suspensión de la convertibilidad de los depósitos en moneda extranjera y de otros activos de residentes y no residentes.
- Debería contemplarse la posibilidad de la obtención de crédito por parte del deudor en el marco de un procedimiento concursal, reconociendo automáticamente la condición de deuda senior a la contraída tras la imposición de una moratoria, así como la concesión de préstamos para pagos atrasados a fin de financiar importaciones y otras transacciones vitales de cuenta corriente¹⁸.
- La reestructuración de la deuda, incluidas las refinanciaciones y condonaciones, basada en unas negociaciones entre el deudor y los acreedores y facilitada por la introducción de cláusulas de refinanciación automática y de demanda colectiva en los contratos de deuda.

La característica esencial que comparten todas las propuestas basadas en el denominado *statutory approach*, es decir, un enfoque basado en una norma escrita y una interpretación uniforme de su texto para la reestructuración de la deuda soberana, es que la adopción de decisiones jurídicas en los casos de reestructuración de deuda se regiría por un corpus de derecho internacional acordado de antemano como parte del mecanismo internacional de refinanciación de la deuda. Además, el propósito fundamental de toda institución jurisdiccional u órgano judicial que tuviera entender de casos de reestructuración de la deuda soberana sería facilitar una resolución de la deuda que fuese transparente, previsible, equitativa y eficaz, y que sus decisiones fueran vinculantes para todas las partes, así como de ejecución universal, es decir, independientemente de cuál sea la jurisdicción.

E. Conclusiones

En el presente capítulo se ha sostenido que, para que la deuda —ya sea externa o interna, pública o privada— desempeñe una función con visión de futuro y favorezca el desarrollo, debe formar parte integrante de esfuerzos de gran envergadura encaminados a aumentar la financiación para el desarrollo. Para ello es preciso un punto focal bien delimitado que permita

lograr que la deuda se encauce hacia el apoyo a una inversión que propicie una mejora de la productividad, gracias a un sistema financiero y bancario nacional más sólido y un mayor control público sobre el ritmo y la dirección de la creación del crédito. Sin embargo, no hay garantía alguna de que la deuda desempeñará esta función propiciatoria del desarrollo.

Como se expone en la sección B del presente capítulo, los actuales y pronunciados incrementos de la deuda total, tanto en países avanzados como en desarrollo, son principalmente consecuencia del aumento de la deuda del sector privado. Aunque este es un problema que afecta primordialmente a las economías avanzadas y los países de ingreso alto, esta tendencia también ha empezado a manifestarse en algunas de las economías en desarrollo más pobres. A la vista de la evidencia disponible, esta proliferación de deuda privada no ha potenciado la inversión productiva. Al mismo tiempo, una parte sustancial y creciente de partes de la deuda pública de los países en desarrollo ahora está en manos de acreedores privados, entre ellos algunos miembros activos de la “banca en la sombra”, lo que conlleva aumentos considerables de los costos del servicio de la deuda pública, en particular de la deuda externa. Estas tendencias van en sentido contrario al de la finalidad que debe tener la deuda, esto es, la deuda como factor favorecedor del desarrollo. Antes al contrario, en el mundo hiper-globalizado de hoy el creciente y global “negocio de la deuda” adopta la lógica de la rentabilidad privada a corto plazo y de la gestión de riesgos, en lugar de perseguir objetivos económicos de carácter colectivo de mayor envergadura y con un horizonte a más largo plazo y de implantar la necesaria gestión pública de riesgos para salvaguardarlos.

Estas tendencias son más preocupantes si cabe por las necesidades de inversión sin precedentes que comporta la Agenda 2030 y su posible impacto en la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo en el futuro previsible si prevalece el inmovilismo actual (*business as-usual*). En la sección C de este capítulo se presentan estimaciones de las repercusiones de las inversiones necesarias para satisfacer solo una pequeña parte de los bienes públicos inherentes a la Agenda 2030 en la evolución de la deuda pública de los países en desarrollo en relación con su PIB en diferentes escenarios de políticas. La conclusión es que su agenda no puede culminarse sin un aumento muy sustancial de una asistencia financiera pública externa que persiga de manera fiable alcanzar esos objetivos de fomento del desarrollo.

Dentro de los límites que impone un sistema monetario internacional cada vez más propenso a promover la libertad de movimientos del capital y excesivamente dependiente del dólar estadounidense como fuente de liquidez internacional, debería replantearse nuevamente la posibilidad de aumentar considerablemente el volumen de los derechos especiales de

giro como fuente de financiación del desarrollo y de vincular esa expansión a los objetivos básicos de un *new deal* verde global, plan en el que los objetivos medioambientales y de desarrollo serían complementarios. Entretanto, las opciones alternativas, aunque complementarias, conllevarían un aumento sustancial e inmediato de la AOD —siquiera sea para compensar anteriores compromisos que no han sido cumplidos— así como la puesta en marcha de nuevos programas de alivio de la deuda.

También se deberían conseguir algunos avances que son factibles para librar a los países en desarrollo de las garras de unos planteamientos de la reestructuración de la deuda soberana que son cada vez menos transparentes, que se basan en el mercado, aunque siempre de manera fragmentaria, y que no son vinculantes y que además están descentralizados. Es revelador que, a pesar de que sea consciente desde hace tiempo que la situación actual es insatisfactoria y de las numerosas propuestas de reforma en profundidad, ni la actual agenda internacional sobre la financiación para el desarrollo ni el G20 las hayan asumido. No obstante, en el capítulo se proponen algunas medidas concretas que, si se acuerdan y aplican, podrían al menos garantizar que los países en desarrollo puedan no quedar cautivos en una “prisión de deudores” y mantener abierta la puerta que permitiese seguir avanzando hacia un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana que se base en normas y tenga en cuenta de una manera más sistemática las cuestiones que afectan a la ciudadanía y al desarrollo.

Al mismo tiempo, es posible que los países en desarrollo tengan que perseguir con mayor ahínco el objetivo del fortalecimiento de la integración monetaria regional como forma de priorizar sus propios intereses en aras de su propio desarrollo. La ampliación o la introducción de sistemas de pagos intrarregionales y de mecanismos de compensación relacionados con el comercio es, en principio, una forma plausible de impulsar la creación de crédito regional con el fin de promover el comercio intrarregional y de fomentar un crecimiento regional y una dinámica de desarrollo a más largo plazo. Lo que puede ser difícil de lograr en el plano multilateral, tal vez resulte menos difícil de lograr en el plano regional. Con todo, en un momento como este de desintegración de la gobernanza multilateral —y esta fase se inició mucho antes en el caso de los asuntos monetarios que en el de los comerciales— es cuando aumentan considerablemente las potenciales ventajas de los acuerdos regionales. ■

Notas

- 1 Véanse también los recientes informes del Secretario General sobre la sostenibilidad de la deuda externa y el desarrollo (A/71/276); A/72/253. Disponible en <https://www.un.org/en/ga/second/archives.shtml>; y A/73/180 disponible en <https://www.un.org/en/ga/second/73/documentslist.shtml> (ambos consultados el 2 de agosto de 2019).
- 2 Véase, por ejemplo, FMI (Krueger, 2002), UNCTAD (*TDR 1986*; *TDR 2001*; 2015) y Asamblea General de las Naciones Unidas (2015).
- 3 Casi una quinta parte (11) de los 57 países de ingreso medio también recibieron alivio de la deuda gracias a estos programas.
- 4 Estadísticas de crédito del BIP. Disponible en <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f3.1>.
- 5 Véase la lista de evaluaciones de sostenibilidad de la deuda (ASD) del FMI de los países de ingreso bajo que pueden acogerse al Fondo para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (PRGT-eligible countries), 16 de julio de 2019. Se puede consultar en <https://www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf>.
- 6 Las mejoras hasta el 2012 se representan por el desplazamiento hacia la izquierda de las distribuciones de 2000 a las de 2012 y por la caída de la mediana de las distribuciones.
- 7 El FMI define la condición para que un Estado tenga solvencia de la manera siguiente: “el valor actual de los futuros saldos primarios es mayor o igual que el volumen de la deuda pública”; para un país en su conjunto: “el valor actual de los futuros saldos de la cuenta corriente sin contar los intereses debe ser mayor o igual que su deuda externa” (FMI, 2013a: 6).
- 8 Véase, por ejemplo, la ficha técnica “El marco de sostenibilidad de la deuda elaborado por el Banco Mundial y el FMI para los países de bajo ingreso”; disponible en <https://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/39/Debt-Sustainability-Framework-for-Low-Income-Countries> (consultada el 2 de agosto de 2019).
- 9 Gran parte de la diferencia en la evolución de los niveles de deuda pública entre las regiones puede atribuirse a las grandes necesidades de inversión que comporta el ODS 1 y el ODS 2 (eliminación de la pobreza y hambre cero) en África. La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura estima que los países de África anualmente tendrían que invertir en promedio el 15,6 % de su PIB para lograr sólo estos dos ODS. Comparativamente esta cifra es el 0,1 % del PIB anual en América Latina y el Caribe y el 1,3 % del PIB anual en Asia (FAO *et al.*, 2015).
- 10 En la actualidad, la ayuda para proyectos específicos representa más del 70 % de la AOD destinada a los países menos adelantados en comparación con la AOD de apoyo presupuestario, que representa menos del 10 % de la AOD (cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en Estándar Común de Comunicación (CRS) de la OCDE).
- 11 Con arreglo a este plan, la liquidez internacional se proporcionaría mediante contribuciones de todos los Estados miembros participantes en sus monedas nacionales que ingresarían en las cuentas que tendrían abiertas en la Unión Internacional de Compensación, denominadas en la unidad de cuenta internacional. Además, cabría esperar que las economías con persistentes superávits en cuenta corriente depositarían parte de sus superávits acumulados en una cuenta de la Unión Internacional de Compensación. Las reservas de divisas de cada Estado miembro permanecerían en su banco central nacional, pero todas las compras y ventas de divisas entre los bancos centrales nacionales se realizarían a través de la Unión Internacional de Compensación, es decir, a través de cuentas en la unidad de cuenta internacional. Asimismo, el sistema pondría en marcha servicios automáticos de sobregiro (en relación con el tamaño del comercio internacional de una economía) y de préstamo a los países deficitarios sin la condición de adoptar medidas concretas de política económica. La Unión Internacional de Compensación solo intervendría cuando se hubieran satisfecho las necesidades iniciales de liquidez del prestatario y cuando los obstáculos estructurales para el reembolso se convirtieran en un problema (Keynes, 1973; Skidelsky, 2000).
- 12 Un simple cálculo de los últimos 25 años de los países miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo de la OCDE que no han alcanzado la meta de contribuir con el 0,7 % del ingreso nacional bruto a la AOD arroja un total acumulado que ronda los 4 billones de dólares (a dólares constantes de 2017); parte de esos “atrasos” podría utilizarse para capitalizar dicho fondo.
- 13 Para una explicación de estos dispositivos, véase Kregel (2018).
- 14 Véase también la observación de la UNCTAD sobre el proyecto de principios voluntarios para la transparencia de la deuda en: https://debt-and-finance.unctad.org/Documents/IIF_Principles_debt_transparency_UNCTAD_10_May_2019.pdf (consultado el 6 de agosto de 2019).
- 15 Véase el comunicado de la Reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de bancos centrales del G20, Fukuoka. 8 a 9 de junio de 2019. Disponible en: https://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/g20/communique.htm (consultado el 6 de agosto de 2019).
- 16 Véanse las resoluciones 64/191, 65/144, 66/189, 67/198, 68/202, 68/304, 69/207, 70/190 y 73/221 de la Asamblea General.

- 17 En relación estas últimas propuestas, véase UNCTAD, 2015. Abbas AS, Pienkowski A y Rogoff K, eds. (de próxima aparición). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press. Oxford.
- 18 La inveterada política general del FMI que le impide proporcionar financiación a un país que está en mora con los acreedores bilaterales oficiales se corrigió en 2015 para adaptarse a circunstancias específicas cuidadosamente definidas, a saber: los casos en que el papel de los acreedores no pertenecientes al Club de París es dominante y la necesidad de atenuar el comportamiento cada vez más problemático de los acreedores recalcitrantes. Véase: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopo-1120815a> (consultado el 4 de agosto de 2019).

Referencias

- Abbas AS, Pienkowski A and Rogoff K, eds. (forthcoming). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press. Oxford.
- Akiki TE (2019). Leveraging environmental reserve assets to achieve a sustainable environment. PhD thesis. Levy Economics Institute of Bard College. Annandale-on-Hudson, NY. Available at https://digitalcommons.bard.edu/levy_ms/ (accessed 4 August 2019).
- Akyüz Y (2007). Debt sustainability in emerging markets: A critical appraisal. Working Paper No. 61. Department of Economic and Social Affairs (DESA). ST/ESA/2007/DWP/61.
- Akyüz Y and Gore C (1996). The investment–profit nexus in East Asian industrialization. *World Development*. 24(3):461–470.
- Arslanalp S and Tsuda T (2014). Tracking global demand for emerging market sovereign debt. Working Paper No. WP/14/39. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1439.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Asonuma T, Papaioannou MG, Togo E and van Selm B (2018). Belize’s 2016–17 sovereign debt restructuring: Third time lucky? Working Paper No. 18/121. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/05/22/Belize-s-2016-17-Sovereign-Debt-Restructuring-Third-Time-Lucky-45842> (accessed 6 August 2019).
- Attridge S and Engen L (2019). Blended finance in the poorest economies: The need for a better approach. *Overseas Development Institute Report*. London. April. Available at <https://www.odi.org/publications/11303-blended-finance-poorest-countries-need-better-approach> (accessed 4 August 2019).
- Blankenburg S (2019). Delivering development finance “in the time of cholera”: A “bottom-up” agenda for pro-development financial resource mobilisation. In: Bateman M, Blankenburg S and Kozul-Wright R, eds. *The Rise and Fall of Global Microcredit. Development, Debt and Disillusion*. Routledge. Abingdon: 255–277.
- Buchheit L (2019). How to restructure sovereign debt: Lessons from four decades. In: Abbas AS, Pienkowski A and Rogoff K, eds. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press. Oxford.
- Chui M, Kuruc E and Turner P (2016). A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: Non-financial companies. Working Paper No. 550. Bank for International Settlements. Available at <https://www.bis.org/publ/work550.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Chung J and Fidler S (2006). Why Iraqi debt is no longer a write-off. *Financial Times*. 16 July. Available at <https://on.ft.com/2F2gC5G> (accessed 4 August 2019).
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989). Report on economic and monetary union in the European Community [Delors Report]. 17 April. Available at http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf (accessed 4 August 2019).
- D’Arista J (2009). The evolving international monetary system. *Cambridge Journal of Economics*. 33(4):633–652.
- Dymski G (2018). Developing economies, international financial integration and sustainable development. Background paper to the second session of Intergovernmental Group of Experts on Financing for Development. UNCTAD. Available at <https://unctad.org/meetings/en/Contribution/DYMSKI%20Developing%20Economies-paper.pdf> (accessed 4 August 2019).
- ECLAC (United Nations Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (2016). Debt alleviation strategy based on a debt swap proposal. Presentation made at the fourth High-Level meeting of the Caribbean Development Roundtable (CDR), 21 April. Available at <https://www.cepal.org/sites/default/files/news/files/nydbetreliefcaribbeannovember2017.pdf> (accessed 6 August 2019).
- Eichengreen B (2019). Two views of the international monetary system. Remarks to the conference on the “Past, Present and Future of the International Monetary System”. 9th High-Level Conference on the International Monetary System, Swiss National Bank and IMF. Zürich. 14 May. Available at <https://eml.berkeley.edu/~eichengr/Two%20Views%20of%20the%20International%20Monetary%20System.pdf> (accessed 4 August 2019).

- Eichengreen B, Gupta P and Masetti O (2017). Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type? Policy Research Working Paper No. 7972. World Bank. Available at <http://documents.worldbank.org/curated/en/195801487166902153/Are-capital-flows-fickle-Increasingly-and-does-the-answer-still-depend-on-type> (accessed 4 August 2019).
- Engelen E (2018). How shadow banking became non-bank finance: The conjectural power of economic ideas. In: Nesvetailova, A, ed. *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*. Routledge. Abingdon: 40–53.
- EPG-GFG (2018). *Making the Global Financial System Work for All: Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance*. October. Available at <https://www.globalfinancialgovernance.org> (accessed 17 June 2019).
- FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations), IFAD (International Fund for Agricultural Development) and WFP (World Food Programme) (2015). *Achieving Zero Hunger: The Critical Role of Investments in Social Protection and Agriculture*, 2nd ed. Food and Agriculture Organization of the United Nations. Rome. Available at <http://www.fao.org/3/a-i4951e.pdf> (accessed 4 August 2019).
- FSB (Financial Stability Board) (2019). Global Monitoring Report on non-Bank financial intermediation 2018. February. Available at <https://www.fsb.org/2019/02/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2018/> (accessed 4 August 2019).
- Gaspar V, Amaglobeli D, Garcia-Escribano M, Prady D and Soto M (2019). Fiscal policy and development: Human, social and physical investments for the SDGs. Staff Discussion Notes No. 19/03. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/01/18/Fiscal-Policy-and-Development-Human-Social-and-Physical-Investments-for-the-SDGs-46444> (accessed 4 August 2019).
- Gaspar V, Jaramillo L and Wingender M (2016). Tax capacity and growth: Is there a tipping point? Working Paper No. 16/234. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16234.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Gelpern A (2016). Sovereign debt: What now? *Yale Journal of International Law*. 41(2):45–96. Online Special Edition on Sovereign Debt. Available at <http://www.yjil.yale.edu/volume-41-special-edition/> (accessed 4 August 2019).
- Gopinath G (2015). The international price system. In: *Inflation Dynamics and Monetary Policy: Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming*. 27–29 August 2015. Volume 27. Federal Reserve Bank at Kansas City.
- Guttman R (2018). The transformation of banking. In: Nesvetailova, A, ed. *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*. Routledge. Abingdon: 25–39.
- Guzman M (2018). The elements of sovereign debt sustainability analysis. CIGI Paper No. 196. Centre for International Governance Innovation. Available at <https://www.cigionline.org/sites/default/files/documents/Paper%20No.196web.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Guzman M and Heymann D (2015). The IMF debt sustainability analysis: Issues and problems. *Journal of Globalization and Development*. 6(2):387–404.
- Guzman M and Lombardi D (2017). Assessing the appropriate size of relief in sovereign debt restructuring. Research Paper No. 18-9. Columbia Business School. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3088081> (accessed 6 August 2019).
- Guzman M and Stiglitz JE (2016). A soft law mechanism for sovereign debt restructuring based on the UN principles. Friedrich Ebert Stiftung. Available at <https://library.fes.de/pdf-files/iez/12873.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Guzman M, Ocampo JA and Stiglitz JE, eds. (2016). *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. Columbia University Press. New York, NY.
- IATF (Inter-agency Task Force on Financing for Development) (2019). *Financing for Sustainable Development Report*. (United Nations publication. Sales No. E.19.I.7. New York).
- IIF (Institute of International Finance) (2019). Voluntary principles for debt transparency. 10 June. Available at <https://www.iif.com/Publications/ID/3387/Voluntary-Principles-For-Debt-Transparency> (accessed 6 August 2019).
- IMF (2013a). Staff guidance note on the application of the joint bank-fund debt sustainability framework for low-income countries. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Staff-Guidance-Note-on-the-Application-of-the-Joint-Bank-Fund-Debt-Sustainability-Framework-PP4827> (accessed 4 August 2019).
- IMF (2013b). Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf> (accessed 4 August 2019).
- IMF (2013c). Sovereign debt restructuring: Recent developments and implications for the fund’s legal and policy framework. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf> (accessed 4 August 2019).
- IMF (2015). Progress report on inclusion of enhanced contractual provisions in international sovereign bond contracts. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/091715.pdf> (accessed 4 August 2019).
- IMF (International Monetary Fund) and World Bank Group (2018). Strengthening public debt transparency: The role of the IMF and the World Bank

- G20 note. World Bank Group. Washington, D.C. Available at <http://documents.worldbank.org/curated/en/991171532695036951/Strengthening-public-debt-transparency-the-role-of-the-IMF-and-the-World-Bank-G20-note> (accessed 6 August 2019).
- Keynes JM (1930). *A Treatise on Money: Volume II – The Applied Theory of Money*. Harcourt Brace and Co. New York, NY.
- Keynes JM (1973). *The Collected Writings, Vol. XXV: Activities 1940–1944 – Shaping the Post-War World, The Clearing Union*. Macmillan. London.
- Kregel J (2006). Rethinking debt sustainability in the context of the Millennium Development Goals. *BNL Quarterly Review*. 59(242):225–248.
- Kregel J (2018). The clearing union principle as the basis for regional financial arrangements in developing countries. In: *Debt Vulnerabilities in Developing Countries: A New Debt Trap? Vol. II: Policy Options and Tools*. UNCTAD/GDS/MDP/2017/4 (Vol II). Geneva: 57–92.
- Krueger AO (2002). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. International Monetary Fund. Washington DC. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Li Y (2018). How international investment agreements have made debt restructuring even more difficult and costly. Investment Policy Brief No. 10. South Centre. Available at: <https://www.southcentre.int/investment-policy-brief-10-february-2018/> (accessed 6 August 2019).
- Manuel M, Desai H, Samman E and Evans M (2018). Financing the end of extreme poverty. Overseas Development Institute. Available at <https://www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/resource-documents/12411.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Munavar D (2019). The sustainable development goals and developing-country debt sustainability: An alternative approach. UNCTAD draft research paper. Available at: <https://unctad.org/en/programmes/debt-and-finance/pages/research.aspx> (accessed 4 August 2019).
- Nishio A and Bredenkamp H (2018). Debt vulnerabilities in emerging and low-income economies. IMF and World Bank. Available at <https://www.devcommittee.org/sites/www.devcommittee.org/files/download/Documents/2018-09/DC2018-0011%20Debt%20Vulnerabilities.pdf> (accessed 6 August 2019).
- Ocampo JA (2011). Special drawing rights and the reform of the global reserve system. In: Sundaram JK, ed. *Reforming the International Financial System for Development*. Columbia University Press. New York, NY: 314–342.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) (2019). Development aid drops in 2018, especially to neediest countries. Press release. 10 April. Available at <http://www.oecd.org/development-development-aid-drops-in-2018-especially-to-neediest-countries.htm> (accessed 4 August 2019).
- Palma JG (2002). The three routes to financial crises: The need for capital controls. In: Eatwell J and Taylor L, eds. *International Capital Markets Systems in Transition*. Oxford University Press. Oxford: 297–338.
- Pettifor A (2017). *The Production of Money: How to Break the Power of Bankers*. Verso. London.
- Pinto B (2018). The 2017 version of the IMF and World Bank’s LIC Debt Sustainability Framework: “Significant overhaul” or obsolete? Available at <https://brianpintoeconomist.com/2018/06/17/the-2017-review-of-the-imf-and-world-banks-lic-debt-sustainability-framework-significant-overhaul-or-obsolete/> (accessed 4 August 2019).
- Reinhart CM and Rogoff KS (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press. Princeton, NJ.
- Schmidt-Traub F (2015). Investment needs to achieve the Sustainable Development Goals: Understanding the billions and trillions. Working Paper Version 2. Sustainable Development Solutions Network. Available at <http://unsdsn.org/wp-content/uploads/2015/09/151112-SDG-Financing-Needs.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Schumacher J, Trebesch C and Enderlein H (2018). Sovereign defaults in court. Working Paper Series No. 2135. European Central Bank. Available at <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2135.en.pdf?afa9da3641f789eb6395b49f3e1850b9> (accessed 4 August 2019).
- Schumpeter JA (2008 [1934]). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Transaction. New Brunswick, NJ.
- Skidelsky R (2000). *John Maynard Keynes 1937–1946: Fighting for Freedom*. Penguin. New York, NY.
- Smith C (2019). Barbados creditors fume at “absurd” \$27m advisory fees. *Financial Times*. 9 May. Available at <https://on.ft.com/2LIfoZc> (accessed 4 August 2019).
- Stenberg K, Hanssen O, Tan-Torres Edejer T, Bertram M, Brindley C, Meshreky A, Rosen JE, Stover J, Verboom P, Sanders R and Soucat A (2017). Financing transformative health systems towards achievement of the health Sustainable Development Goals: A model of projected resource needs in 67 low-income and middle-income countries. *The Lancet Global Health*. 5(9):E875–E887. Available at [https://www.thelancet.com/pdfs/journals/langlo/PIIS2214-109X\(17\)30263-2.pdf](https://www.thelancet.com/pdfs/journals/langlo/PIIS2214-109X(17)30263-2.pdf) (accessed 4 August 2019).
- UNCTAD (2010). Haiti’s recovery should start with cancelling its debt. Policy Brief No. 11. January. Available at https://unctad.org/en/Docs/presspb20101_en.pdf (accessed 6 August 2019).
- UNCTAD (2012). Principles on promoting responsible sovereign lending and borrowing. Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf-2012misc1_en.pdf (accessed 6 August 2019).

- UNCTAD (2014). *World Investment Report: Investing in the SDGs – An Action Plan*. (United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.1. New York and Geneva).
- UNCTAD (2015). *Sovereign debt workouts: Going forward – roadmap and guide*. Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf-2015misc1_en.pdf (accessed 4 August 2019).
- UNCTAD (2019a). *Free market commodity price index*. April. UNCTAD/STAT/CPB/2019/5. Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/stat-cpb2019d5_en.pdf (accessed 4 August 2019).
- UNCTAD (2019b). *External shocks and financial stress post the global financial crisis: UNCTAD financial condition indicators and financial vulnerabilities in emerging markets*. (United Nations publication. Geneva). Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gds2018d1_en.pdf (accessed 4 August 2019).
- UNCTAD (*TDR 1986*). *Trade and Development Report, 1986*. (United Nations publication. Sales No. E.86.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2001*). *Trade and Development Report, 2001*. (United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2008*). *Trade and Development Report: Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. (United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2015*). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2016*). *Trade and Development Report, 2016: Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth*. (United Nations publication. Sales No. E.16.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2017*). *Trade and Development Report, 2017: Beyond Austerity: Towards a Global New Deal*. (United Nations publication. Sales No. E.17.II.D.5. New York and Geneva).
- UNESCO (2016). *Global Education Monitoring Report 2016: Education for People and Planet – Creating Sustainable Futures for All*. United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization. Paris. Available at <http://uis.unesco.org/sites/default/files/documents/education-for-people-and-planet-creating-sustainable-futures-for-all-gemr-2016-en.pdf> (accessed 4 August 2019).
- United Nations (2005). *In larger freedom: Towards development security and human rights for all - Report of the Secretary-General*. 21 March. A/59/2005. New York. Available at <https://www.securitycouncilreport.org/atf/cf/%7B65BFC-F9B-6D27-4E9C-8CD3-CF6E4FF96FF9%7D/CPR%20A%2059%202005.pdf> Executive summary. Available at www.un.org/en/events/pastevents/pdfs/larger_freedom_exec_summary.pdf (both accessed 4 August 2019).
- United Nations General Assembly (2015). A/RES/69/319: *Basic principles on sovereign debt restructuring processes*. Resolution adopted by the General Assembly on 10 September. Available at <http://research.un.org/en/docs/ga/quick/regular/69> (accessed 2 August 2019).
- World Bank (2019). *Global Economic Prospects: Heightened Tensions, Subdued Investment*. Washington, DC. Available at <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/31655> (accessed 4 August 2019).
- Wyplosz C (2011). *Debt sustainability assessment: Mission impossible. Review of Economics and Institutions*. 2(3): article 1.

A. Introducción

Financiar la Agenda 2030 y progresar en la construcción de un *new deal* verde global requiere la movilización de recursos de numerosas fuentes. Como se señala en el capítulo II, en los países en desarrollo se está extendiendo la impresión de que el capital extranjero privado alberga el potencial de reducir la brecha de recursos. Sin embargo, cuando se trata de entradas de capital, no hay garantías de que la apertura de la cuenta de capital y el establecimiento de un entorno favorable a los inversionistas atraigan el tipo de entradas de capital conducentes al favorecimiento de una senda de desarrollo más inclusiva y sostenible. De hecho, es posible que las grandes entradas de capital disminuyan las posibilidades de financiación de las inversiones a largo plazo al crear vulnerabilidades financieras y desequilibrios macroeconómicos.

En el presente capítulo se presentan diversas propuestas sobre la forma de regular el capital privado y canalizarlo hacia la inversión productiva a largo plazo con prioridades públicas de carácter social y ligadas al desarrollo. Se estima que la puesta en marcha de estas propuestas mejoraría la disponibilidad de recursos en los países en desarrollo en un nivel que se situaría entre 510.000 y 680.000 millones de dólares al año, aproximadamente.

Una manera en que el capital privado extranjero puede contribuir al desarrollo nacional es proporcionando ingresos tributarios que los gobiernos pueden dedicar a servicios públicos esenciales, gastos en infraestructura e inversión pública. Sin embargo, esta contribución ha disminuido con el tiempo, en parte porque el aumento de los “flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones impositivas” por parte de las empresas multinacionales hace que muchos gobiernos estén dejando de percibir

cuantiosos ingresos tributarios. Las estimaciones del volumen de estas pérdidas varían mucho, según la metodología utilizada y de los países analizados, pero se sitúan entre los 50.000 y los 200.000 millones de dólares al año. Mientras tanto, la competencia en materia tributaria entre los Estados surte el efecto de que los tipos del impuesto de sociedades sean cada vez menores.

La contribución del capital privado al desarrollo también ha disminuido debido a que la digitalización está cambiando la naturaleza de las transacciones económicas y desvirtuando aún más la pertinencia de las normas internacionales vigentes en materia de impuesto de sociedades. Este hecho pone de manifiesto el imperante impacto de la digitalización en la localización de la producción, la propiedad de los activos productivos subyacentes y la naturaleza intangible de lo que se produce, factores que han acelerado la desmaterialización y potenciado la movilidad de las actividades económicas.

En la siguiente sección de este capítulo se pasa revista a las actuales iniciativas por reformar las normas internacionales sobre el impuesto de sociedades y se esboza una posible solución. En esta sección se sostiene que un sistema tributario internacional que contribuya a la financiación de la Agenda 2030 debe adoptar una tributación unitaria de las empresas multinacionales que, a nivel mundial, grave los beneficios utilizando un criterio de “reparto en base a fórmula” y establezca un tipo mínimo efectivo global del impuesto de sociedades. Habida cuenta de que un cambio tan medular podría llevar tiempo, en el capítulo también se proponen algunas opciones más a corto plazo para que los países en desarrollo mejoren la equidad y la sostenibilidad de la tributación corporativa internacional.

Paradójicamente, los condicionantes de orden tributario que pesan sobre la inversión pública son una de las principales razones por las que la comunidad internacional ha convertido la atracción de capital privado en la política preferida para llevar a cabo la Agenda 2030. Para maximizar los beneficios de esos flujos de capital, se ha propuesto que, como parte de un esfuerzo más amplio por liberalizar los mercados de capital, se adopten medidas adicionales para atraer a los inversionistas privados internacionales, en particular mediante la creación de una nueva clase de activos para infraestructuras en países en desarrollo (EPG-GFG, 2018).

En la práctica, sin embargo, las grandes entradas de capital pueden generar desequilibrios macroeconómicos y financieros, como la sobrevaloración de la moneda, el recalentamiento económico y la insostenibilidad de la expansión del crédito interno y el auge de los precios de los activos. Además, sus repentinos retrocesos, provocados en su mayoría por factores ajenos a la economía receptora, suelen provocar inestabilidad macroeconómica y financiera, y dan lugar a crisis de liquidez (véase, por ejemplo, *TDR 2014*). Muchos países en desarrollo han tratado de evitar esos desequilibrios y las crisis de liquidez mediante la acumulación de activos extranjeros, a menudo en

forma de reservas de divisas. Sin embargo, a medida que los flujos de capital se acumulan en forma de stocks de activos y pasivos externos, también se generan otras vulnerabilidades que afectan al balance, como las que resultan de las variaciones en los tipos de interés, los precios de los activos y los tipos de cambio, que a su vez afectan al valor de esas carteras de inversión y a los rendimientos que devengan. Es por ello que las operaciones de capital privado realizadas en los mercados globales han provocado una transferencia neta de recursos de los países en desarrollo a los desarrollados (Akyüz, 2018), lo que contradice el propósito mismo de alentar las entradas de capital privado en los países en desarrollo.

En el capítulo se estima que esas transferencias inversas de recursos ascienden a unos 440.000 millones de dólares al año, de los cuales aproximadamente dos tercios se deben a las diferencias de rentabilidad entre los activos y los pasivos externos de los países en desarrollo, y el resto a repercusiones en la valoración. El capítulo se cierra exponiendo los argumentos a favor del establecimiento de controles de capital exhaustivos y duraderos como parte esencial del conjunto de instrumentos de política macroeconómica de los países en desarrollo.

B. Fortalecimiento de la movilización de recursos internos a través de medidas tributarias

1. Flujos financieros ilícitos de empresas multinacionales y pérdidas de ingresos tributarios

Optimizar la movilización de recursos internos por parte de los países en desarrollo requiere contener las fugas de ingresos públicos ligadas a flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones fiscales. Esto ocurre principalmente cuando las empresas multinacionales reducen sus obligaciones tributarias en materia de impuesto de sociedades trasladando sus beneficios a filiales ubicadas en paraísos fiscales¹. También sucede cuando las empresas multinacionales aprovechan las lagunas existentes en la legislación tributaria nacional o en los tratados de tributación internacional².

La Sociedad de las Naciones aprobó las actuales normas internacionales sobre el impuesto de sociedades

en la década de 1920. Sus principales características incluyen el principio de entidad separada, que considera a las filiales de las empresas multinacionales como entidades independientes, y el principio de plena competencia, según el cual las transacciones imponibles realizadas entre las distintas entidades de las empresas multinacionales se tratan como si estas entidades no estuvieran relacionadas entre sí.

Estos principios se adoptaron en un período en que el comercio internacional abarcaba principalmente productos primarios y bienes acabados de estructuras empresariales relativamente simples. Los principios señalados se han vuelto menos pertinentes a medida que los productos intermedios y los activos intangibles han adquirido mayor peso en las transacciones internacionales y la producción se ha organizado progresivamente en torno a cadenas de valor mundiales (*TDR 2018*). Además, resulta cada vez más

difícil para las autoridades tributarias fiscalizar los precios de las transferencias entre las distintas entidades de una empresa multinacional, debido a la falta de referencias de transacciones comparables entre entidades independientes. Esta situación ha permitido a las empresas multinacionales asignar sus activos más valiosos y el grueso de sus beneficios a filiales radicadas en jurisdicciones de baja tributación, con el resultado de una proliferación de flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones impositivas.

a) Cuantificación del problema

La propia naturaleza de los flujos financieros ilícitos y la consiguiente falta de transparencia hace muy difícil calcular las pérdidas fiscales ocasionadas por la elusión de impuestos que practican algunas empresas³. Aunque dos estudios recientes (cuadro 5.1) han aportado nuevas estimaciones a la literatura existente (véanse, por ejemplo, Dharmapala, 2014; y Cobham y Janský, 2018, para cálculos detallados), estas todavía presentan diferencias sustanciales, debido a las disimilitudes en la metodología, el período de referencia y los países objeto de estudio.

Tørsløv *et al.* (2018) son conservadores a la hora de cuantificar las pérdidas tributarias, que sitúan en 180.000 millones de dólares a nivel mundial, y en 49.000 en las economías en desarrollo y en transición⁴ —de los cuales la mitad corresponde a los países BRICS (Brasil, Federación de Rusia, India, China y Sudáfrica). Por el contrario, Cobham y Janský (2018) estiman que las pérdidas de ingresos públicos ascienden a unos 500.000 millones de dólares al año, de los cuales 194.000 corresponden a las economías en desarrollo y en transición⁵.

A pesar de la gran divergencia en el volumen estimado de los flujos financieros ilícitos, en general sí se concuerda en dos cuestiones. En primer lugar, un pequeño número de jurisdicciones tributarias reciben volúmenes desproporcionadamente grandes de beneficios obtenidos por una actividad económica realizada en otra. Entre ellas figuran varias economías desarrolladas que albergan grandes centros financieros, lo que contrasta con el estereotipo de que los paraísos fiscales son pequeños países insulares. En segundo lugar, la pérdida de ingresos tributarios se encuentra ampliamente repartida entre el resto de jurisdicciones. En términos absolutos, esas pérdidas son mayores en los países de ingreso alto pero, como proporción del PIB o de la recaudación tributaria total, las fugas de ingresos tributarios

CUADRO 5.1 Pérdida de ingresos ocasionada por la elusión de impuestos de las empresas sobre la base de una serie de estudios recientes

Año de referencia	Cobham y Janský (2018)		Tørsløv <i>et al.</i> (2018)	
	2013	2015	2013	2015
	Miles de millones de dólares	Porcentaje del PIB (mediana)	Miles de millones de dólares	Porcentaje del PIB (mediana)
Economías desarrolladas	300,7	0,3	133,4	0,2
Economías en desarrollo y en transición	193,6	2,3	49,4	0,2
<i>de las cuales:</i>				
África	18,8	2,3	n.d.	n.d.
América Latina y el Caribe	35,6	2,3	n.d.	n.d.
Países en desarrollo de Asia y Oceanía	138,8	1,7	n.d.	n.d.
Economías en transición	0,4	0,6	n.d.	n.d.
Mundo	494,3		182,8	

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Cobham y Janský (2018: table A2 - GRD estimates) y Tørsløv *et al.* (2018).

Nota: Cobham y Janský (2018) abarcan más países que Tørsløv *et al.* (2018), especialmente en lo que respecta a las economías en desarrollo y en transición, y proporcionan estimaciones individuales para 145 países. El estudio de Tørsløv *et al.* (2018) engloba 26 países desarrollados, 11 economías en desarrollo y en transición (Brasil, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Federación de Rusia, India, México, República de Corea, Sudáfrica y Turquía) y un residual denominado "resto del mundo", que se incluye en el segundo grupo. Las jurisdicciones que los autores respectivos consideran paraísos fiscales no se incluyen en las cifras que figuran en el cuadro.

son más relevantes en los países de ingreso bajo. Paradójicamente, a pesar de que las jurisdicciones que se han beneficiado de los flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones fiscales durante décadas representan un grupo reducido, fue solo recientemente cuando los gobiernos de los países perjudicados han comenzado a abordar el problema mediante políticas de amplia envergadura.

b) Respuestas de política recientes y en curso

Se han adoptado varias medidas a nivel nacional y multilateral, especialmente desde la crisis financiera mundial, para poner freno a los flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones impositivas de las empresas multinacionales. En gran medida fue una reacción ante la indignación de la ciudadanía a las constantes presiones de la austeridad fiscal, que coincidieron con el escándalo desencadenado por las informaciones sobre la escasa o nula tributación de algunas empresas multinacionales en los países en que operaban, gracias al traslado de beneficios a centros financieros extraterritoriales de baja tributación. En esta subsección se pasa revista a algunos

de los logros recientes y se destacan algunos de sus principales inconvenientes.

i) Nivel multilateral

El Proyecto de la OCDE y del G20 sobre la Erosión de la Base Imponible y el Traslado de Beneficios, Proyecto BEPS (por sus siglas en inglés: *Base Erosion and Profit Shifting*), iniciado en 2013 bajo la dirección de ambas organizaciones, tiene por objetivo gravar los beneficios allá donde se realizan actividades económicas lucrativas y se crea valor. Como parte del proyecto se han publicado una serie de informes que contienen recomendaciones de políticas en 15 ámbitos de acción (OECD, 2013a, 2013b, 2015a). En junio de 2016 se estableció un Marco Inclusivo para garantizar una aplicación amplia y completa. Con todo, a pesar del gran número de miembros que lo integran (en junio de 2019 eran 129, cifra que representaba más del 95 % de la producción mundial), todavía se cuestiona su legitimidad, debido al limitado papel de los países en desarrollo en la toma de decisiones (véanse, por ejemplo, Mosquera, 2015; Burgers y Mosquera, 2017; Fung, 2017).

Los logros del Marco Inclusivo se centran en dos ámbitos principales⁶. En primer lugar, la institución de la Convención Multilateral sobre la Aplicación de Medidas relativas a los Tratados Fiscales para Prevenir la Erosión de la Base Imponible y el Traslado de Beneficios, también conocida como el Instrumento Multilateral, que entró en vigor el 1 de julio de 2018. Este Instrumento Multilateral permite a las jurisdicciones integrar los resultados del Proyecto BEPS en sus redes existentes de acuerdos bilaterales sobre doble imposición, para dificultar que las empresas multinacionales puedan eludir impuestos en dos jurisdicciones. En segundo lugar, el Estándar Común de Reporte (CSR, por sus siglas en inglés) para el intercambio automático de información tiene por objeto aumentar la transparencia y el intercambio de información a efectos tributarios. Más de 100 países⁷ se han comprometido a implementarlo, y los intercambios de información iniciales tuvieron lugar entre los primeros usuarios en 2017⁸. Paralelamente, en el marco de la Acción 13 del Proyecto BEPS y del paquete de medidas para la implementación de la presentación de informes sobre cada país, las autoridades tributarias empezaron a compartir indicadores fundamentales de cada entidad integrante de cualquier empresa multinacional con unos ingresos consolidados a nivel de grupo de al menos 750 millones de euros. Se intercambiaron datos sobre los ingresos declarados, los beneficios antes del

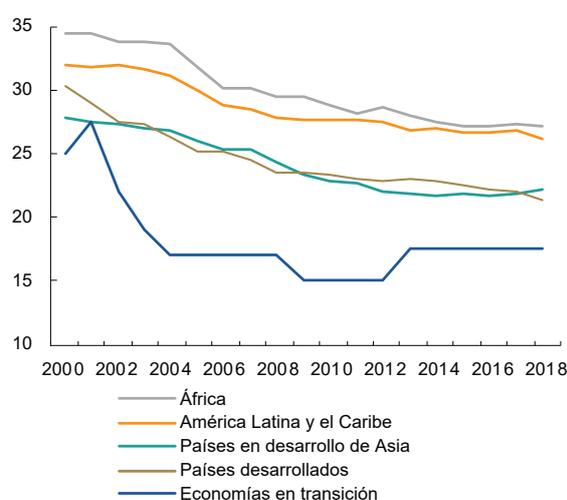
impuesto de sociedades, el impuesto de sociedades abonado y devengado, el capital social, las ganancias acumuladas, el número de empleados y los activos tangibles. Esta información facilita la inspección de las autoridades tributarias nacionales y puede servir de base para las auditorías tributarias⁹.

Si bien estos logros del Proyecto BEPS representan un hito en la reforma de la arquitectura tributaria internacional, subsisten importantes deficiencias¹⁰. Sobre todo en los países en desarrollo, la complejidad añadida de las nuevas normas y el hecho de que estas no tengan en cuenta algunas de las especificidades de sus economías están dificultando la comprensión y aplicación del conjunto de recomendaciones del Proyecto BEPS, lo cual sobrecarga más si cabe la limitada capacidad de las autoridades tributarias de muchos países en desarrollo. Además, los países pueden sentirse presionados, por ejemplo, por la amenaza de verse incluidos en listas de países que no respetan las normas fiscales internacionales ampliamente acordadas. Tratar de evitar la inclusión en esas listas y las sanciones consiguientes puede hacer que un país desvíe recursos para enmendar prácticas que quizás conlleven escasos beneficios o repercusiones positivas de carácter indirecto para el país (IMF, 2019). Además, muchos observadores prevén un aumento del número de controversias en materia tributaria, por lo que se corre el riesgo de que estas se solucionen mediante procedimientos de arbitraje cuya transparencia pueda ser deficiente (ICRICT, 2019a)¹¹.

Si bien se están realizando algunos esfuerzos internacionales para ayudar a los países en desarrollo a crear capacidad en el ámbito de la auditoría tributaria, las limitaciones de recursos siguen constituyendo un escollo fundamental para esos países. Además, cunde la preocupación de que las normas jurídicas indicativas, creadas en el marco del Proyecto BEPS, se convierta en derecho imperativo. Esto ya ha ocurrido, por ejemplo, en el marco de la Corporación Financiera Internacional del Grupo Banco Mundial, la Organización Mundial del Comercio (OMC) o los tratados bilaterales de inversión¹², y otro tanto podría suceder con otras instituciones internacionales.

Quizás lo más significativo es que el problema de la competencia tributaria sigue sin ser abordado por el Proyecto BEPS, excepto en casos extremos que pueden caer dentro del ámbito de la “planificación fiscal agresiva” con arreglo a la Acción 5 del Proyecto BEPS. La competencia tributaria se ha generalizado y ha supuesto una reducción significativa de los tipos oficiales del impuesto de sociedades (gráfico 5.1).

GRÁFICO 5.1 Tipo legal medio del impuesto de sociedades, por grupo de países en 2000-2018
(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la información de la base de datos *Corporate Tax Statistics* de la OCDE.

Nota: Las cifras que figuran en el gráfico son medias no ponderadas. Se excluyen las jurisdicciones que aplican un tipo impositivo.

Se estima que la pérdida de ingresos que genera la competencia tributaria podría ser hasta cinco veces mayor que la causada por los flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones impositivas¹³. Aunque la competencia tributaria y la elusión de impuestos guardan únicamente una relación indirecta, es posible que al dificultar la elusión de impuestos para las empresas multinacionales se provoque una competencia tributaria aún más intensa en el caso de las inversiones reales, ya que cabría esperar que las empresas multinacionales respondan cabildeando ante las autoridades públicas para lograr mayores rebajas de impuestos. Esto podría contribuir aún más a una competencia a la baja en el caso de los tipos del impuesto de sociedades. Además, las empresas multinacionales podrían relocalizar sus actividades reales en jurisdicciones de baja tributación, lo que les permitiría satisfacer el “criterio de actividad sustancial” y, en consecuencia, ahorrar gastos en concepto de impuestos, independientemente del grado de ineficiencia de ese traslado desde el punto de vista económico. En general, la situación obliga a reconocer que la aplicación por las jurisdicciones de tipos de gravamen bajos o nulos surte efectos indirectos adversos, por lo que debe evitarse una competencia a la baja a la hora de fijar los tipos oficiales del impuesto de sociedades¹⁴.

A pesar del Proyecto BEPS, cunde la preocupación por el resto de ámbitos en que pueden darse prácticas de traslado de beneficios. El FMI (IMF, 2019: 10-11) señala que todavía surgen importantes oportunidades de traslado de beneficios, sobre todo —aunque no exclusivamente— en relación con la asignación del riesgo dentro de las empresas multinacionales, la valoración de los activos intangibles y la elusión o limitación de la presencia física. Con la creciente importancia y prominencia de los modelos de negocio complejos, que presentan un componente sustancial de activos intangibles y hacen un uso intensivo de la tecnología, estas dificultades no harán más que aumentar. Algunos expertos incluso sostienen que el trabajo realizado en el marco del Proyecto BEPS sobre prácticas tributarias perjudiciales ha dado lugar a que los países se vean presionados a adoptar ciertas medidas, entre ellas la normalización (y el aumento) de “incentivos aceptables” —tales como los regímenes tributarios preferenciales conocidos como *Patent Box* (regímenes especiales de patentes), las zonas económicas especiales o las zonas francas industriales. Estas respuestas adoptadas de manera unilateral son perjudiciales para las contramedidas colectivas (ICRICT, 2019a).

Es importante señalar que en el Proyecto BEPS se observó el principio de consideración de las filiales de las empresas multinacionales como entidades separadas que realizan transacciones en condiciones de plena competencia, fundamentalmente porque varios países miembros de la OCDE insistieron en ello cuando se inició el proyecto. Al mitigar las esperanzas de que el Proyecto BEPS pudiera adoptar con el tiempo un sistema de tributación unitaria, se podría haber proporcionado un incentivo a las corporaciones para incrementar su “planificación” tributaria. Sin embargo, el inveterado llamamiento de la UNCTAD en favor de un cambio hacia la tributación unitaria ha conseguido recientemente el respaldo de la Directora Gerente del FMI (Lagarde, 2019). Además, a principios de 2019, la OCDE inició consultas nominalmente relacionadas con la “digitalización” pero entendidas de manera uniforme como destinadas a abordar de manera más amplia los principios rectores de las normas tributarias internacionales. En esas consultas se están considerando diversas opciones para evolucionar del principio de plena competencia a un criterio de reparto en base a una fórmula¹⁵.

ii) Nivel nacional

Entre las iniciativas de carácter nacional, la Ley de Reducción de Impuestos y Empleo de 2017 de

los Estados Unidos de América supuso un cambio radical. Aparte de reducir el tipo del impuesto federal de sociedades del 35 % al 21 % y de basarse en algunos de los principios del Proyecto BEPS —en particular el principio de imposición única, según el cual todos los ingresos deben tributar una sola vez¹⁶—, esta Ley estableció un tipo mínimo efectivo global del impuesto de sociedades sobre los beneficios extraterritoriales. Esto podría allanar el camino para la aplicación de enfoques similares en otros lugares, como evidencian por ejemplo los llamamientos en este sentido realizados por Francia y Alemania a finales de 2018 y principios de 2019 (Reuters, 2018a, 2019).

La Directiva de la Unión Europea por la que se establecen normas contra las prácticas de elusión fiscal entró en vigor en los 28 Estados miembros el 1 de enero de 2019. Además de las normas mínimas del Proyecto BEPS¹⁷, una recomendación clave pasó a ser obligatoria para los Estados miembros: una norma general común contra la elusión para que los regímenes tributarios “agresivos” puedan ser declarados ilegales más fácilmente por los tribunales. Mientras tanto, la reciente adopción de un “gravamen sobre los beneficios desviados” en el Reino Unido y Australia —que tiene por objeto contrarrestar la utilización de técnicas agresivas de planificación tributaria— se aparta del enfoque consensuado del Proyecto BEPS¹⁸ ¹⁹. Si bien este hecho refleja la frustración por la lentitud del proceso de implementación del Proyecto BEPS, es posible que ese tipo de medidas unilaterales no siempre se adapten a las necesidades de los países en desarrollo.

Paralelamente, varios países latinoamericanos han trabajado para frenar el uso de paraísos fiscales mediante el establecimiento y el mantenimiento activo de listas de ese tipo de jurisdicciones. El Brasil, por ejemplo, ha impuesto un tipo de retención tributaria cuando se trata de pagos de servicios a entidades radicadas en paraísos fiscales identificados que es más elevado (25 %) que el aplicable en las de jurisdicciones ordinarias (15 %). Al mismo tiempo, varios países en desarrollo han adoptado el “sexto método” para la valoración de los precios de transferencia, siguiendo la experiencia de la Argentina, como se explica más adelante²⁰.

Tanto las iniciativas multilaterales como las específicas de cada país han contribuido a que las cuestiones impositivas pasen a ocupar un lugar prioritario en la agenda internacional. Sin embargo, han provocado

que el sistema sea más complejo y, por lo tanto, más difícil de gestionar, especialmente para los pequeños países en desarrollo. Además, no hay indicios de que hayan disminuido las pérdidas de ingresos públicos debidas a flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones impositivas. En conjunto, suscita dudas sobre el enfoque actual y exige una reforma profunda del sistema tributario internacional. A continuación se detallan los principios fundamentales en los que debería basarse dicha reforma.

c) Posibles soluciones

Es evidente que las empresas multinacionales pueden aprovecharse indebidamente de los sistemas impositivos nacionales que tratan a sus filiales como sociedades individuales separadas. Si se acepta que los beneficios de las empresas multinacionales se generan colectivamente a nivel de grupo, tiene mucho más sentido la adopción de un sistema de tributación unitaria para todo el grupo. La introducción de un tipo mínimo efectivo global del impuesto de sociedades sobre el total de beneficios de una empresa multinacional limitaría los perjuicios que ocasiona la competencia tributaria entre países y evitaría el arbitraje en esta materia. Este tipo podría fijarse en torno al 20 % o 25 %, que es el promedio de los tipos nominales actuales aplicados en todo el mundo. Esto simplificaría en gran medida el sistema fiscal mundial y contribuiría a aumentar la recaudación tributaria de todos los países.

Llegados a este punto, cabría dilucidar la manera de repartir entre los países esos impuestos sobre los beneficios de las empresas. En este sentido, actualmente se están debatiendo varias opciones al respecto. Uno de los mecanismos sería de la asignación de beneficios residuales, que implica atribuir un rendimiento “normal” a los países de origen y utilizar una fórmula para asignar los beneficios restantes (residuales) a otros países en los que opera la empresa multinacional. Otra posibilidad es gravar los flujos de efectivo en función del destino de estos. Bajo este sistema, el país en el que se venden los bienes recauda el impuesto (de modo que las importaciones están sujetas a tributación, pero las exportaciones no) y el gravamen no se aplica a los beneficios, sino a los flujos de efectivo —los ingresos menos todos los gastos no financieros, incluidos los gastos de capital y los salarios. La tercera vía, y la más prometedora para los países en desarrollo, es la del “reparto en base a una fórmula”, en virtud de la cual los impuestos totales de un grupo empresarial multinacional se reparten entre los países de acuerdo con una fórmula previamente

convenida. Por supuesto, la ecuación seleccionada y la elección de los factores revisten gran importancia, pero el hecho de contar con una fórmula comúnmente acordada limitaría las controversias posteriores. Los países en desarrollo se beneficiarían más de una fórmula que priorice el empleo y los activos físicos productivos en lugar de las ventas totales.

Para apoyar la recaudación del impuesto de sociedades a nivel nacional sería necesario establecer registros públicos mundiales de las verdaderas sociedades matrices de todas las sociedades, fideicomisos y fundaciones, en los que constasen también sus activos financieros y reales. La Comisión Independiente para la Reforma de la Fiscalidad Corporativa Internacional (ICRICT, 2019b) propone pasos prácticos sobre la manera de implantar ese registro global. La idea es empezar por crear proyectos piloto de registros mundiales en los principales centros financieros de la OCDE en los que residentes de todo el mundo mantienen sus activos, ya que esos centros cuentan con la capacidad financiera y tecnológica para desarrollar dichos registros y albergan una parte importante de los activos mundiales. El segundo paso consistiría en obtener un panorama global completo conectando todos los registros nacionales de activos, ya que, de lo contrario, la riqueza oculta se colocaría en los países que careciesen de un registro de activos de ese tipo. Garantizar el acceso público a esos registros reduciría la carga de control y vigilancia de las administraciones tributarias, ya que la información podría verificarse fácilmente. Debido a su composición universal, las Naciones Unidas son el órgano más legitimado para coordinar ese proceso.

Llevará tiempo alcanzar un acuerdo multilateral para cada una de esas reformas. Mientras tanto, los países podrían utilizar las directrices existentes de las Naciones Unidas y la OCDE en materia de precios de transferencia para avanzar hacia un sistema de reparto en base a una fórmula (BEPS Monitoring Group, 2018: 2). Paralelamente, los países en desarrollo también podrían considerar la adopción de medidas transitorias unilaterales, aunque ello tendría que hacerse sin vulnerar los tratados bilaterales vigentes en materia tributaria que tienen por objeto evitar la doble imposición. Recientemente, la Junta Central de Impuestos Directos de la India ha declarado su intención de examinar y quizás reformar las normas tributarias vigentes, medida, según se sostiene, que es aceptable con arreglo a los tratados tributarios y la legislación de la India en materia de impuesto de sociedades (EY, 2019).

Cuando se negocian o renegocian tratados bilaterales en materia tributaria, la adición de una norma general contra las prácticas abusivas (GAAR, por sus siglas en inglés) contrarrestaría la potencial elusión de impuestos llevada a cabo mediante esquemas que no puede preverse de antemano, mientras que el establecimiento de normas específicas contra las prácticas abusivas (SAAR, por sus siglas en inglés) combatiría los métodos conocidos de elusión de impuestos²¹. También es fundamental añadir en los acuerdos internacionales de inversión disposiciones que contemplen excepciones para evitar que los tribunales de solución de controversias entre inversionistas y Estados tengan competencia en asuntos relacionados con medidas tributarias adoptadas por los gobiernos. Aun cuando la aplicación de la imposición de las empresas multinacionales siga siendo limitada en un país, merece la pena introducir una norma eficaz para las sociedades extranjeras controladas, que limitaría las oportunidades de traslado de beneficios y de diferir a largo plazo el pago de los impuestos escudándose en transacciones parcialmente artificiales.

A la espera de un acuerdo global en materia de tributación, hay varias maneras de reducir la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios. Por ejemplo, el “sexto método” de fijación de precios de transferencia es útil para los grandes países en desarrollo exportadores de productos básicos, ya que su objetivo es establecer un precio de referencia para las transacciones que sea claro y fácil de regular (Grondona, 2018). Este método utiliza un precio de mercado (generalmente la cotización de los futuros precios) para determinar el precio de plena competencia, en lugar de comparar los precios acordados entre partes no vinculadas. Esta sencilla técnica puede limitar la infradeclaración de los valores de exportación y, por lo tanto, conservar la base imponible. Del mismo modo, establecer una regla para limitar las deducciones de intereses basadas en ratios como el coeficiente de endeudamiento o el ratio de cobertura de intereses frenaría la subcapitalización. Igualmente, gravar las plusvalías derivadas de transferencias indirectas por participaciones empresariales en el extranjero pero generadas a partir de activos situados en el país también aumentaría la base imponible asignada a este y, por tanto, sus ingresos fiscales. Por último, todas las transacciones con paraísos fiscales deben considerarse como realizadas entre partes vinculadas y las autoridades tributarias podrían incluso estudiar la posibilidad de aumentar el porcentaje de la retención tributaria aplicable a dichas operaciones.

2. Pérdidas de ingresos tributarios derivadas de la creciente digitalización de las transacciones económicas

a) Digitalización: repercusiones en la tributación de sociedades, los impuestos indirectos y los derechos de aduana

Si bien la economía analógica durante mucho tiempo ha tenido dificultades para enfrentar las consecuencias perjudiciales de la elusión y la evasión de impuestos practicadas por las empresas multinacionales, el rápido aumento de la digitalización de las actividades económicas ha hecho que los supuestos en los que se basa el actual marco de la tributación internacional sean cada vez menos pertinentes para determinar dónde se crea el valor imponible y cómo medirlo y repartirlo entre los países²². En particular, el concepto de establecimiento permanente, que permite a una jurisdicción fiscal gravar los beneficios obtenidos por sociedades no residentes si estas tienen presencia física en la jurisdicción, no logra captar la naturaleza de las transacciones digitales transfronterizas, en las que a menudo no se requiere tal presencia. No obstante, las empresas que no cuentan con presencia física en una jurisdicción tributaria pueden llevar a cabo actividades económicas a través de Internet y a continuación fragmentarlas y repartirlas entre diferentes jurisdicciones, utilizando modelos de negocio digitalizados que dependen de los usuarios y las ventas.

Otro supuesto es que el reparto entre jurisdicciones de los beneficios imponibles obtenidos por las distintas sociedades de las empresas multinacionales puede basarse en el principio de plena competencia, según el cual las transacciones económicas entre distintas entidades vinculadas entre sí han de tratarse como si se produjeran entre empresas independientes (véase la sección anterior). La digitalización abre la posibilidad de transacciones económicas basadas en activos intangibles, como el *software*, los algoritmos o la propiedad intelectual. Estos activos son difíciles de valorar debido a su singularidad, lo que complica la determinación de la base imponible de una transacción. Además, el creciente peso de los activos intangibles en las empresas multinacionales facilita la distribución de sus activos en múltiples jurisdicciones fiscales, así como la transferencia de la titularidad de sus activos intangibles y el traslado de los beneficios derivados de su utilización a sociedades de cartera situadas en jurisdicciones de baja tributación. Esto puede hacerse independientemente de si

esas sociedades de cartera participan realmente en las funciones de desarrollo, mejora, mantenimiento, protección o explotación relacionadas con los activos intangibles. En otras palabras, la economía digital saca a relucir todas las contradicciones del principio de plena competencia y demuestra que ha dejado de ser un criterio válido (ICRICT, 2019a: 11).

La medición de la actividad digital es una tercera razón por la que el actual marco de la tributación internacional resulta cada vez menos apropiado. Una gran parte de la creación de valor en la economía digital depende de los usuarios, ya sea como fuente de macrodatos (*Big Data*) en forma de información personal y contenidos creados por ellos —como imágenes, vídeos, texto y audio que se han publicado en plataformas en línea y pueden atraer a otros usuarios— o simplemente como partícipes en ecosistemas cuyo creciente tamaño genera valor en forma de externalidades de red. La medición de los beneficios resultantes es, en la práctica, imposible porque el suministro de datos y la participación de los usuarios se producen generalmente a precios nominales nulos.

Además de estos tres retos que plantea la imposición directa de los beneficios de las empresas, la compra en línea de bienes y servicios —por ejemplo a través de plataformas de comercio electrónico— también complica la imposición indirecta, sobre todo la recaudación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y el impuesto sobre bienes y servicios (IBS). Los impuestos indirectos se basan generalmente en el principio de imposición en destino. En última instancia, son abonados por el consumidor final, pero el proveedor de los bienes y servicios imponibles se encarga de recaudarlos. Si el bien tangible es importado, entonces el IVA se cobra al importador al mismo tiempo que los derechos de aduana. En cambio, en el caso de la importación de bienes intangibles, el principio de imposición en destino no puede aplicarse porque no existen controles aduaneros que puedan confirmar efectivamente la transacción y gravarla con el IVA en el punto de importación.

Estos cuatro aspectos ligados a las características de desmaterialización y movilidad propias de la digitalización no encajan en unos marcos tributarios como los vigentes que fueron creados para la economía tradicional. Agravan el alcance de la pérdida de ingresos fiscales resultante de la planificación tributaria, que aprovecha las lagunas en la interacción de los diferentes sistemas tributarios para reducir los ingresos imponibles o trasladar beneficios, como se

ha comentado en la sección anterior. El rápido avance de la digitalización de la economía hace probable que, en el caso de todos los países, la consiguiente pérdida adicional de ingresos tributarios sea considerable y creciente. La propagación de la digitalización por toda la economía también implica que para reducir el desfase entre las normas tributarias imperantes y la que sería necesaria para gravar adecuadamente el sector digital es preciso acometer una reforma en profundidad del régimen de tributación internacional.

La pérdida de ingresos tributarios a causa de la digitalización es especialmente acusada en los países en desarrollo porque es menor la probabilidad de que alberguen empresas digitales, si bien tienden a ser importadores netos de bienes y servicios en línea; porque la proporción que representa los impuestos pagados por las empresas respecto al total de ingresos tributarios es mayor que en los países desarrollados y porque el IVA suele ser su fuente más importante de ingresos tributarios (Li, 2017; United Nations, 2019). Otro motivo guarda relación con la moratoria sobre la imposición de derechos de aduana a las transmisiones electrónicas declarada por la OMC, que se adoptó como medida temporal en 1998 y que desde entonces se ha venido prorrogando. Un estudio reciente (Banga, 2019), basado en unos supuestos cautelosos sobre el desarrollo de las transmisiones electrónicas, estima que en 2017 esa moratoria conllevó pérdidas de más de 10.000 millones de dólares a nivel mundial, y que el 95 % de esa cantidad correspondió a países en desarrollo²³. Dado que esa estimación se basa en un número reducido de productos y que la digitalización está afectando rápidamente a un número creciente de artículos, este cálculo de la pérdida de ingresos tributarios bien podría multiplicarse rápidamente.

b) Posibles soluciones

Encontrar un sistema viable para recaudar el IVA sobre los bienes y servicios digitales procedentes del comercio electrónico es esencialmente un problema práctico. En el caso de las transacciones digitales de importación, podrían utilizarse dos enfoques para abordar la cuestión: 1) la autoevaluación por parte del importador en el marco del denominado mecanismo de inversión del sujeto pasivo; y 2) el requisito de que los proveedores no residentes se registren a efectos del IVA y recauden e ingresen en el tesoro dicho impuesto²⁴. El uso de este último enfoque requeriría poner fin a la moratoria de la OMC, lo cual permitiría recaudar el IVA al mismo

tiempo que se perciben los derechos de aduana sobre las transmisiones electrónicas.

En cambio, en lo que respecta a la tributación de las empresas, la reformulación del marco fiscal internacional vigente para permitir la localización de la fuente de los beneficios de las empresas en una economía digitalizada y su reparto equitativo plantea un reto conceptual. Para ello se hace necesario revisar muchas características del sistema actual: las reglas en materia de nexo, que determinan qué jurisdicción tiene derechos de imposición; las reglas de asignación de beneficios, que determinan cómo se tratan las transacciones transfronterizas entre las diferentes entidades de las empresas multinacionales, así como la medición de la creación de valor cuando los activos intangibles desempeñan un papel clave en las transacciones económicas y cuando los usuarios representan una parte significativa de la creación de valor. Si bien el efecto de la digitalización puede limitarse a exacerbar los problemas existentes con respecto a las reglas de asignación de beneficios, también puede plantear dificultades relacionadas con la regulación del nexo y la determinación de la creación de valor que las actuales normas en materia de tributación internacional no logran captar.

Los esfuerzos para “abordar los retos fiscales de la economía digital” en el marco del Proyecto BEPS (Acción 1) no han sido concluyentes. Las deliberaciones al respecto respaldan la opinión de que la naturaleza remota y centralizada de las operaciones características de la economía digital acentúa las inquietudes que ya recoge el Proyecto BEPS, pero no se plantea problemas adicionales, como los inherentes a la economía digital (OECD, 2019a). Si bien en el Proyecto BEPS se reconoce que la recaudación de impuestos indirectos sobre las compras en línea de carácter transfronterizo conlleva nuevas dificultades, la recomendación es que los países apliquen las *Directrices internacionales sobre IVA/IBS* de la OCDE (OECD, 2017). Sin embargo, al mismo tiempo en el informe sobre cómo abordar los desafíos que plantea la economía digital desde el punto de vista de la tributación (OECD, 2015c) se llega a la conclusión de que sería preciso un análisis más profundo y se conviene en que el Grupo de Trabajo sobre Economía Digital lleve a cabo un examen exhaustivo de los efectos de la digitalización en las reglas de nexo y las reglas de asignación de beneficios con miras a encontrar una solución de consenso, que se presentaría a más tardar en 2020 (Martin, 2018). El *Documento para consulta pública* presenta normas estandarizadas para gravar

a las empresas digitales sobre la base de medidas ya propuestas en la Unión Europea y que van más allá del principio de plena competencia y de la regulación del nexo basada en la presencia física. Estas propuestas, que se examinan más adelante, podrían representar un gran avance en la reforma integral de las normas vigentes en materia de impuesto de sociedades.

Existen varias opciones para abordar la necesidad de modificar las normas internacionales de fiscalidad corporativa que ha creado la digitalización. Podría decirse que la más prometedoras es avanzar hacia el concepto de “presencia económica significativa”²⁵. Esto crearía un nexo imponible para las empresas que operan en un entorno digital si generan ingresos por ventas o transacciones en la jurisdicción del mercado en cuestión y cuentan con una “presencia económica significativa”, definida por el desarrollo de al menos una de las seis actividades siguientes: 1) introducción de datos por una base de usuarios existente; 2) volumen significativo de contenido digital procedente de la jurisdicción; 3) facturación y cobro en moneda local o mediante una forma de pago local; 4) mantenimiento de un sitio web en un idioma local; 5) entrega final de bienes al cliente o prestación de otros servicios de apoyo tales como servicios de posventa o reparaciones y mantenimiento, y 6) actividades estables de mercadotecnia y promoción de ventas.

Posiblemente la ventaja más importante de avanzar hacia una regulación del nexo basada en una presencia económica significativa es que el nexo podría establecerse —en una economía digital— no exclusivamente en función de la ubicación (principalmente en los países desarrollados) de los factores de generación de ingresos (activos y empleados), sino teniendo en cuenta también dónde suministra bienes y servicios una empresa multinacional digitalizada y dónde generan ingresos (incluidos los países en desarrollo) las ventas y los usuarios conexos. Por consiguiente, la inclusión de elementos tanto del ámbito de la oferta como de la demanda beneficiaría no solo a los países desarrollados sino también a los países en desarrollo. Además, facilitaría la imposición unitaria de las empresas multinacionales, por ejemplo, mediante el método de reparto en base a una fórmula analizado en la sección anterior, ya que permitiría incluir como factores en dicha fórmula el valor creado gracias a la utilización de los activos intangibles de una empresa y de los contenidos generados por los usuarios, así como las tres variables restantes: los activos, los empleados y las ventas.

A la espera de un consenso internacional sobre el modo de gravar las transacciones digitales con impuestos indirectos de acuerdo con la práctica internacional y, especialmente, sobre cómo redefinir la tributación de las empresas mediante la reorganización de la regulación del nexo y la inclusión del valor y las ventas generados por los usuarios, varios países desarrollados y en desarrollo han explorado en el plano nacional medidas tributarias unilaterales de carácter temporal específicamente diseñadas para la economía digitalizada (véanse, por ejemplo, Committee of Experts, 2017, 2019; Jones *et al.*, 2018; OECD, 2018; AICPA, 2019). Es posible que los responsables de la formulación de políticas en esos países perciban que los problemas que plantea la digitalización en materia tributaria son de naturaleza mundial y que, por lo tanto, se necesitan soluciones globales; y probablemente también son conscientes de que los procesos internacionales se pusieron en marcha precisamente para evitar que cada país aplicase medidas específicas y que, de esa manera, se corriese el riesgo de que la regulación generase incoherencia, incertidumbre y controversia. El recurso a medidas unilaterales de carácter temporal puede obedecer a varias razones, entre ellas la frustración por la lentitud de los avances a nivel internacional, el interés por orientar el debate internacional en una dirección específica²⁶ o los intentos de garantizar la equidad económica y la igualdad en materia impositiva para las empresas locales que compiten con las grandes empresas multinacionales que tienen negocios digitales y generan valor en sus jurisdicciones.

Las diversas medidas que se han adoptado unilateralmente retoman en parte las opciones que se habían contemplado en el marco del Proyecto BEPS, pero sobre las que no se había alcanzado un acuerdo de cara al informe final (OECD, 2015c). Estas medidas se inscriben en las cinco categorías siguientes (para un análisis detallado, véanse, por ejemplo, Committee of Experts, 2017, 2019; Jones *et al.*, 2018; OECD, 2018; AICPA, 2019): 1) medidas de establecimiento físico virtual; 2) gravámenes de nivelación sobre los impuestos a la publicidad en Internet y los servicios digitales; 3) retención de impuestos en ciertas transacciones digitales, tales como la publicidad; 4) impuestos sobre los beneficios desviados; y 5) impuestos indirectos del tipo IVA/IBS, basados en la ubicación geográfica del mercado consumidor.

Un ejemplo de esas medidas es el impuesto especial, el impuesto de nivelación o el gravamen que varios países (muchos de ellos miembros de la Unión Europea) han considerado aplicar —o han comenzado

a hacerlo— sobre los ingresos procedentes de actividades como la publicidad, las ventas o el tratamiento de datos y a las empresas que superan un determinado umbral de ingresos procedentes de esos servicios digitales a nivel mundial, así como en su propia jurisdicción tributaria²⁷. Este enfoque adopta la perspectiva de que los usuarios individuales generan valor, que existe un desfase extremadamente importante entre el valor creado por los usuarios y la capacidad de gravarlo, y que esa realidad confiere al país en el que el usuario está físicamente ubicado en el momento de la transacción no financiera el derecho a gravar ese valor.

Dada la creciente digitalización de toda la economía, cabe preguntarse si es útil elaborar nuevas normas que se apliquen únicamente a las transacciones digitales. También suscitan inquietud la posibilidad de que se desincentive en exceso una innovación que es deseable y la extensión de los bienes y servicios digitales a los países en desarrollo. Además, algunos han interpretado que tales medidas se dirigen específicamente a las grandes plataformas de medios sociales, los motores de búsqueda y las tiendas en línea con sede en los Estados Unidos (dado que los umbrales relativamente altos que hacen que una empresa esté sujeta al impuesto tienden a ser superados únicamente por las grandes compañías de ese país), lo que aumenta el riesgo de que se impongan restricciones a las exportaciones de empresas nacionales a los Estados Unidos o se produzca una doble imposición de las empresas nacionales que operan en ese mercado²⁸.

Sin embargo, este tipo de medidas unilaterales reportan beneficios innegables, siquiera sea porque la aspiración de la OCDE de alcanzar una solución global a más tardar en 2020 parece improbable. Reviste mayor importancia el hecho de que la imposición de la economía digitalizada amplía las bases de los impuestos directos e indirectos en los países en desarrollo y proporciona ingresos tributarios adicionales. El volumen de esos ingresos adicionales dependerá de las regulaciones específicas que introduzca cada país—como la determinación de los tipos y los umbrales impositivos— y del número de usuarios de Internet, pero podría ser considerable.

Puede realizarse una estimación simple de los posibles ingresos tributarios adicionales derivados de esas medidas unilaterales a partir de una muestra de la Unión Europea en su conjunto y de ocho países concretos (en su mayoría miembros de la Unión Europea que han considerado la posibilidad de aplicar un impuesto nacional a las actividades

digitales) sobre los que se dispone de estimaciones de previsiones de ingresos. Las previsiones de ingresos anuales totales e ingresos anuales por usuario de Internet (entre paréntesis)²⁹ en los países desarrollados ascienden a 5.000 millones de euros (13,7 dólares) en la Unión Europea (European Commission, 2018), 300 millones de euros (44,0 dólares) en Austria (The Economist Intelligence Unit, 2019), 500 millones de euros (10,8 dólares) en Francia, 1.200 millones de euros (34,5 dólares) en España (Bloomberg Tax, 2019), entre 275 y 440 millones de libras esterlinas (5,7-9,0 dólares) en el Reino Unido (HM Treasury, 2018), 190 millones de euros (5,9 dólares) en Italia (Reuters, 2018b); y en los países en desarrollo, 250 millones de dólares (16,8 dólares) en Chile (The Economist Intelligence Unit, 2018), entre 5.600 y 5.900 millones de rupias (0,2 dólares) en la India (*The Economic Times*, 2018), y 10 millones de dólares (4,2 dólares) en el Uruguay (Taxamo, 2019). Tomando como referencia inferior los ingresos anuales medianos por usuario de Internet de los tres países en desarrollo de la muestra, esto es, 4,2 dólares, y los de toda la muestra como referencia superior, esto es, 10,8 dólares, y combinando estas cifras con el número de usuarios de Internet, se calcula que los ingresos tributarios adicionales pueden situarse entre los 11.000 y los 28.000 millones de dólares al año en los países en desarrollo, de los cuales entre 3.200 y 8.200 millones corresponderían a China; entre 900 y 2.400 millones al África Subsahariana; entre 500 y 1.100 millones al África Septentrional; entre 1.700 y 4.300 millones a América Latina y el Caribe—de los cuales entre 900 y 2.400 millones al Brasil y a México—; entre 1.800 y 4.500 millones al Asia Meridional y Sudoriental, excluida la India; y entre 800 y 1.900 millones a los países menos adelantados³⁰. Si los países en desarrollo utilizan esos ingresos tributarios adicionales para aumentar las conexiones a Internet en sus economías, podrían seguir incrementando la movilización de recursos internos. No obstante, la estimación de los ingresos adicionales debe realizarse teniendo en cuenta los costos adicionales de cumplimiento y administración.

Aun teniendo presente las diversas precauciones expresadas anteriormente, esas medidas unilaterales pueden conllevar otras ventajas desde una perspectiva a más largo plazo. Su adopción puede ayudar a contener el cabildeo de las empresas multinacionales, que podría retrasar indebidamente o incluso impedir que los marcos de la tributación internacional respondan mejor a la digitalización. Dado que la economía digitalizada saca a relucir las debilidades

de los fundamentos del diseño de la regulación actual, centrarse en los desafíos que plantea la digitalización puede llegar a ser una forma de solventar adecuadamente esos problemas fundamentales de carácter estructural y de repartir equitativamente entre los países los ingresos tributarios que presenten

una dimensión internacional. No es posible alcanzar esos objetivos sin tener debidamente en cuenta los intereses de los países en desarrollo, así como la capacidad de sus administraciones tributarias para aplicar eficazmente las leyes y normas tributarias una vez revisadas.

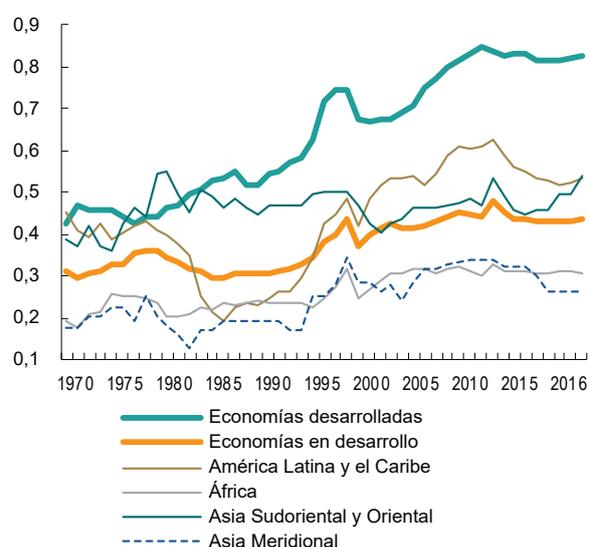
C. Aprovechar los beneficios de los flujos de capital privado gracias a una mejor regulación

Esta sección trata de la contribución directa que podrían aportar los flujos de capital privado transfronterizos³¹ al financiamiento externo en los países en desarrollo. Un aumento de las entradas netas de capital en los países en desarrollo puede aportar una valiosa fuente adicional de financiamiento; ahora bien, en muchos casos, los desequilibrios macroeconómicos conexos —como la sobrevaloración del tipo de cambio, el recalentamiento económico y la inflación de los precios de los activos— complican la gestión macroeconómica de los países receptores. El examen de los activos y pasivos externos brutos de un país (es decir, de la cuenta corriente de la balanza del país, en el que las entradas generan pasivos brutos y las salidas sumadas a los superávits de cuenta corriente generan activos brutos) pone de manifiesto las vulnerabilidades que resultan de los descalces entre activos y pasivos según la divisa, la liquidez y la categoría de inversión. Esos descalces han provocado considerables transferencias de recursos de los países en desarrollo a los países desarrollados. Algunos países en desarrollo han instaurado controles de capital para hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos y las vulnerabilidades de sus balances asociadas a los flujos de capital, lo que supone una serie de implicaciones de política que se analizan al final del presente capítulo.

1. Flujos netos de capitales privados hacia los países en desarrollo: evidencia y desafíos

En los años setenta y ochenta, la liberalización de la cuenta de capital en los países desarrollados avanzó rápidamente (gráfico 5.2)³². En los países en desarrollo, en cambio, el grado de apertura de la cuenta de capital se ha mantenido, en promedio, muy por debajo del de los países desarrollados. Además, ha aumentado de manera menos constante, con interrupciones en América Latina y el Caribe,

GRÁFICO 5.2 Grado de apertura de la cuenta de capital en determinados grupos de países en 1970-2016



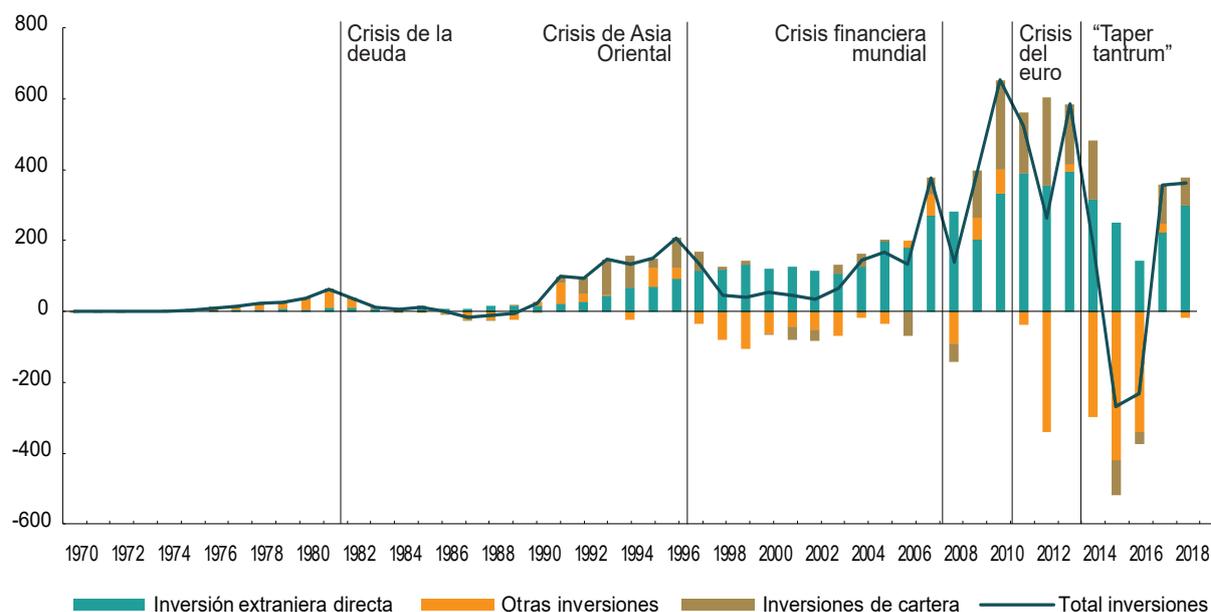
Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, sobre la base de Chinn e Ito, 2006, y posteriores actualizaciones de los datos.

Nota: La cifra corresponde al valor normalizado del índice Chinn-Ito de apertura de la cuenta de capital, que varía entre un valor mínimo de 0 y un valor máximo de 1. El conjunto de datos abarca 182 países. Las cifras de los grupos son los promedios no ponderados correspondientes a países que disponen de datos completos.

tras la crisis de la deuda de principios de la década de 1980 y la crisis mexicana en los años 1994 y 1995, y en Asia Sudoriental y Oriental, tras la crisis asiática de 1997; alcanzó su punto máximo en los años 2007 y 2008, cuando la crisis financiera global provocó una ligera inversión de las tendencias de la liberalización.

La mayor integración de los países en desarrollo en el sistema financiero internacional ha ido acompañada de un marcado aumento del nivel y de la volatilidad de los flujos netos de capital privado en esos países (gráfico 5.3). Desde 1970, las entradas netas

GRÁFICO 5.3 Países en desarrollo seleccionados: flujos netos de capital, por categoría en 1970-2018
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos International Financial Statistics, del FMI.

Nota: Los valores negativos indican las salidas. Las cifras indicadas no tienen en cuenta los activos de reserva y otros flujos de inversión oficial. Se refieren a los 31 países en desarrollo que están comprendidos en el índice MSCI EFM y para los cuales se dispone de datos (para la composición por países del índice véase <https://www.msci.com/documents/10199/00e83757-9582-444f-9160-d22a4e33c5f6>). Las cifras de 2018 corresponden en parte a estimaciones.

de capital privado en los países en desarrollo han registrado cuatro ciclos de expansión y contracción, con un primer punto máximo de 64.000 millones de dólares en 1980, seguido de la crisis de la deuda, un segundo máximo de 207.000 millones de dólares en 1996, seguido de la crisis asiática, un tercer máximo de 378.000 millones de dólares en 2007, seguido de la crisis financiera global, y un cuarto máximo de 650.000 millones de dólares en 2010 y 584.000 millones de dólares en 2013, seguido del fenómeno conocido como “*taper tantrum*”, es decir el desplome de las monedas de varios países en desarrollo, que se habían disparado en el período comprendido entre 2009 y 2012, tras el anuncio en mayo de 2013 del entonces Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos de que adoptaría una política monetaria más restrictiva. En 2015 y 2016 los flujos netos de capital entraron incluso en números rojos, aunque el fenómeno fue propiciado en gran medida por el Brasil, China y la República de Corea.

Un aumento de las entradas netas de capital en los países en desarrollo puede ser una valiosa fuente de financiamiento externa. Sin embargo, la volatilidad y el carácter procíclico de esos flujos complican la

gestión macroeconómica y aumentan las vulnerabilidades financieras. Por ejemplo, las entradas de capital suelen provocar una apreciación del tipo de cambio y alimentan ciclos de expansión del crédito interno y el aumento de los precios de los activos, estimulando el crecimiento económico y atrayendo nuevos flujos de capital a corto plazo, pero crean desequilibrios macroeconómicos, como el recalentamiento económico interno y la sobrevaloración del tipo de cambio, con consecuencias negativas para la competitividad externa y la balanza por cuenta corriente. Además, agudizan la vulnerabilidad financiera, ya que el creciente endeudamiento y la inflación del precio de los activos, sumados al deterioro de la cuenta corriente, terminan por provocar reflujos de capitales y pueden llegar a ocasionar una crisis financiera³³.

Esos riesgos son particularmente importantes en los países en desarrollo, que están mucho más expuestos a los ciclos financieros globalizados —la evolución correlacionada de las condiciones financieras globales y nacionales— que los países desarrollados. Un ciclo financiero global implica que los flujos de capitales dirigidos hacia los países en desarrollo

suelen obedecer sobre todo a factores externos al país receptor (como tipos de interés bajos en las economías desarrolladas, especialmente en los Estados Unidos, elevados precios de los productos básicos y poca aversión al riesgo a nivel mundial) y no tanto a los factores locales (como el grado de apertura de la cuenta de capital y el vigor del crecimiento económico) que podrían atraer flujos internacionales de capital (véase por ejemplo Eichengreen y Gupta, 2018). Según un estudio reciente (Goldberg y Krogstrup, 2019) la sensibilidad de los flujos de capital a los factores externos que impulsan el fenómeno ha aumentado desde la crisis financiera global y las condiciones financieras mundiales influyen cinco veces más en los flujos de capital dirigidos hacia los países en desarrollo que en los destinados a los países desarrollados. Un ejemplo reciente de ello es el fenómeno conocido como “*taper tantrum*” ya mencionado.

Otro aspecto de los desafíos que conlleva la integración financiera es el desacoplamiento entre los flujos brutos y los flujos netos y la consiguiente falsa sensación de seguridad que puede infundir una cuenta corriente en equilibrio en una economía financieramente integrada. Antes de la crisis financiera global, por ejemplo, la zona del euro tenía una balanza por cuenta corriente casi equilibrada, pero registraba ingentes flujos de capital con los Estados Unidos. Los bancos europeos contraían préstamos a corto plazo de los Estados Unidos para invertir en productos resultantes de la titulación de hipotecas de alto riesgo (“*subprime*”) en los Estados Unidos. Aunque suponía una pequeña parte de los flujos netos entre los Estados Unidos y Europa, los flujos brutos hicieron que la zona del euro fuera muy vulnerable al hundimiento de los precios de los activos causado por la crisis de las hipotecas subprime en los Estados Unidos³⁴. Este dato demuestra que la balanza por cuenta corriente ya no es una medida tan fiable como lo era antes de la evolución de la posición de activos externos netos de un país, puesto que esta posición refleja cada vez más las variaciones del valor de mercado de los activos y pasivos externos (véase por ejemplo Gourinchas y Rey, 2014; Akyüz, 2018).

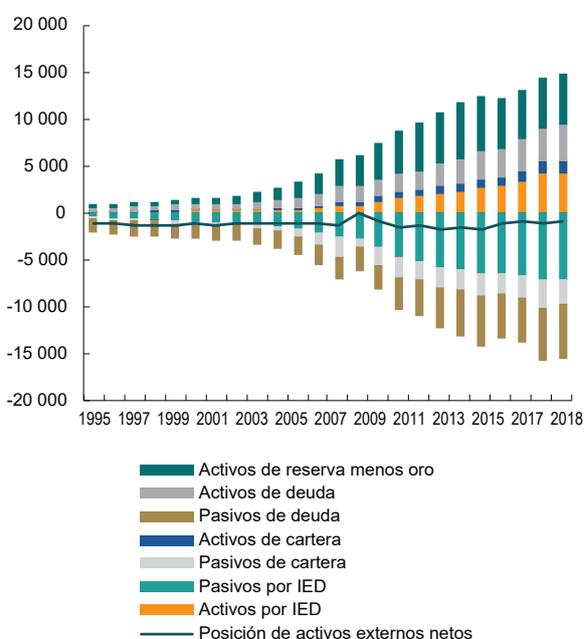
Como consecuencia de esos procesos, el debate sobre los flujos de capital, antes centrado en los flujos netos de capital, está cada vez más focalizado en los stocks de activos y pasivos externos brutos.

2. El aumento de los stocks de activos y pasivos externos brutos y las consiguientes vulnerabilidades del balance

a) Stocks de activos y pasivos externos brutos: evidencia más reciente

A consecuencia del marcado aumento de los flujos de capital registrado desde 1995, los stocks de pasivos externos de los países en desarrollo se han multiplicado por 8 y sus stocks de activos externos se han multiplicado por 16 (gráfico 5.4)³⁵. Este aumento se vio interrumpido tan solo por la disminución de la inversión de cartera y los pasivos de deuda en 2008 y en 2015, así como por una reducción de las reservas de divisas en 2015. Ese aumento casi continuo también significa que cerca del 95 % de los activos externos brutos en manos de los países en desarrollo y cerca del 90 % de sus pasivos externos brutos pendientes en 2018 se han ido acumulando desde 1995.

GRÁFICO 5.4 Tenencias de activos y pasivos externos brutos, grupo de países en desarrollo seleccionados en 1995-2018
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018) y la base de datos International Investment Position (IIP) del Fondo Monetario Internacional.

Note: Los datos de 2016-2018 corresponden en parte a estimaciones. Las cifras negativas indican tenencias de no residentes frente a la economía nacional. Las cifras reflejan datos relativos a los 22 países que están comprendidos en el índice MSCI EFM y para los cuales se dispone de datos completos.

Una implicación de la considerable expansión contemporánea de los activos y pasivos brutos es que una gran proporción del aumento de los activos externos de los países en desarrollo estaba ligado a sus pasivos externos, es decir, que gran parte de esos activos era endeudamiento³⁶. Esto se ha relacionado en particular con la acumulación de reservas de divisas emprendida por países en desarrollo con superávit de balanza por cuenta corriente, así como por aquellos con déficit, como una forma de seguro propio ante un repentino reflujo de capitales o para contener sus efectos adversos³⁷. Otra consecuencia de esta expansión es que los ingresos percibidos y los pagos devengados por stocks externos se han convertido en un importante componente de la balanza por cuenta corriente de la balanza de pagos de los países en desarrollo. Ahora puede producirse un déficit de ingresos por la inversión internacional no solo cuando los pasivos externos de esos países son mayores que los activos externos —como en el caso del grupo de países en desarrollo que figura en el gráfico 5.4— sino también cuando la tasa total de rendimiento de sus activos externos es inferior a la de los pasivos externos.

Una situación en que el rendimiento de los pasivos brutos externos (es decir el pago de ingresos devengados por inversiones) es mayor que el de los activos brutos externos (es decir las entradas de ingresos devengados por inversiones) puede producirse si hay una divergencia entre la importancia relativa de las categorías de deuda e inversión en los activos y pasivos externos brutos. La toma de participaciones de capital suelen conllevar más riesgos y, por lo tanto, tienen una tasa de rendimiento más alta que los títulos de deuda. Por cuanto respecta a los activos externos brutos de los países en desarrollo (cuadro 5.A.1 del anexo), en el período comprendido entre 1996 y 2018 se observó que el peso de los títulos de deuda (bonos extranjeros, depósitos en el extranjero y reservas de divisas) se desplazó progresivamente hacia las participaciones de capital (inversión extranjera directa (IED) e inversión de cartera)³⁸. Mientras que la reducción de la proporción de las reservas de divisas con respecto al total de los activos externos brutos es relativamente pequeña y se produjo sobre todo en los últimos años, la proporción de los instrumentos de deuda disminuyó marcadamente en muchos países en desarrollo (como el Brasil, Chile, Egipto, Marruecos y Turquía), aunque en los años 2017 y 2018 registró un ligero repunte en algunos países (como Argentina, China, Indonesia, Malasia y la República de Corea). En cambio, la

proporción de la inversión directa para la adquisición de participaciones de capital en el total de activos externos brutos aumentó considerablemente, aunque la proporción de la IED en el total de esos activos sigue siendo baja en comparación con los activos de reserva de baja rentabilidad. Además, el mayor peso relativo de la IED se debe en gran medida al hecho de que las empresas que habían aumentado sus inversiones en otros países en desarrollo. Por ejemplo, la proporción correspondiente a países en desarrollo en el volumen registrado de salidas de IED del Brasil pasó de cerca del 50 % en 2005-2013 a un 80 % en 2015-2017; en Filipinas pasó de un 70 % en 2009-2012 a cerca del 90 % en 2015-2017; y en Sudáfrica pasó de un 15 % en 2001-2004 a más del 60 % en 2015-2017. China es el único país en desarrollo que registró un aumento considerable de su volumen de IED en economías avanzadas, al pasar de cerca del 5 % del total antes de la crisis financiera global a alrededor del 14 % en 2012-2017; en el caso de la India, esa proporción aumentó y rondó el 40 % en 2010-2013 y el 50 % en 2016-2017³⁹.

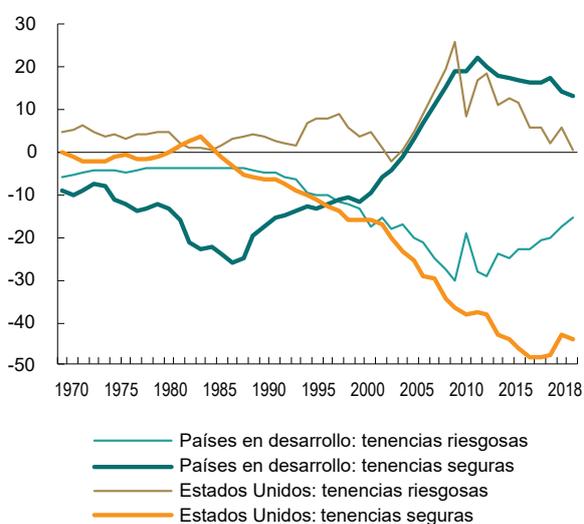
En la composición de los pasivos externos brutos de los países en desarrollo (cuadro 5.A.2 del anexo) también se observó un desplazamiento del peso de los títulos de deuda hacia las inversiones de cartera en el período comprendido entre 1996 y 2018, cambio que fue considerablemente más marcado y generalizado que en el caso de los activos externos brutos. Así pues, aumentaron tanto la proporción de la IED como la de inversión de cartera con respecto al total de pasivos externos de los países en desarrollo. A excepción de Asia Oriental, gran parte del volumen de las entradas de IED es propiedad de residentes de economías avanzadas. Así es en el caso de América Latina y el Caribe, y así fue en África hasta 2010, año en que la parte de las entradas de IED registradas procedentes de otros países en desarrollo, principalmente China, aumentó considerablemente. Este aumento de la predominancia de las las inversiones para la adquisición de participaciones de capital se ha sumado a un marcado descenso de la parte correspondiente a la deuda en el total de los pasivos externos, especialmente entre 1996-1997 y 2010-2011. Más recientemente, en muchos países en desarrollo —en particular la Argentina, Egipto, Indonesia y Turquía— ha aumentado la proporción de la deuda, particularmente la deuda corporativa, como se analiza más en detalle en el capítulo IV del presente *Informe*.

Muchos de esos cambios son el resultado de políticas deliberadamente adoptadas como reacción a las crisis recurrentes de los años noventa y principios de la década de 2000. Con el fin de reducir la proporción de la deuda en sus pasivos externos, los responsables de las políticas de los países en desarrollo liberalizaron su régimen de IED y abrieron sus mercados de valores a los no residentes. Además, para reducir los descalces de moneda, se abrieron los mercados de renta fija a la inversión extranjera y se contrajeron préstamos en moneda nacional. Esos cambios mejoraron sin duda el perfil de los pasivos externos brutos de los países en desarrollo y redujeron su sensibilidad al tipo de perturbaciones que habían sufrido en crisis anteriores. Ahora bien, la mayor presencia de extranjeros en los mercados de renta fija y renta variable también provocó un aumento de la inestabilidad potencial de los tipos de cambio, puesto que los episodios de repentinas e importantes entradas y salidas de capitales de no residentes afectaron no solo a los precios de los activos sino también a los tipos de cambio (para un análisis más detallado, véase Akyüz, 2017).

Los cuadros 5.A.1 y 5.A.2 indican también que los derivados financieros, especialmente los contratos de futuros sobre divisas, constituyen ahora una parte nada despreciable de los activos y pasivos externos de los países en desarrollo. Aunque es válida sobre todo para los países en desarrollo con mercados financieros relativamente bien desarrollados (como la Argentina, el Brasil, Chile y Sudáfrica), esta descripción pone de manifiesto la creciente complejidad de los flujos de capital transfronterizos en que participan los países en desarrollo. También indica que es cada vez más complejo regular los flujos de capital y que las características propias de los mercados financieros de cada país desempeñan un papel muy importante.

Los cambios en la composición de los activos y pasivos externos brutos de los países en desarrollo que pueden observarse en los cuadros 5.A.1 y 5.A.2 también son reflejo de los cambios en los *stocks* de activos externos netos “de riesgo” y “seguros”⁴⁰. Si se compara la evolución de esas posiciones netas en los Estados Unidos y en los países en desarrollo que figuran en los dos cuadros, se observa que la posición neta de activos de riesgo de los Estados Unidos fue positiva, mientras que su posición neta de activos seguros fue negativa durante casi todo el período comprendido entre 1970 y 2018 (gráfico 5.5). Los Estados Unidos registran un saldo acreedor de

GRÁFICO 5.5 Tendencias de activos externos netos riesgosos y seguros, Estados Unidos y países en desarrollo seleccionados en 1970-2018
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), la base de datos International Investment Position (IIP) del Fondo Monetario Internacional y la base de datos World Economic Outlook (WEO) del Fondo Monetario Internacional.

Nota: Tenencias netas de riesgo = (activos de cartera + activos por IED) – (pasivos de cartera + pasivos por IED); tenencias netas seguras = activos de reservas + activos de deuda + pasivos de deuda. En el grupo de los países en desarrollo figuran la Argentina, el Brasil, Chile, China, Egipto, Filipinas, la India, Indonesia, Malasia, Marruecos, México, el Pakistán, la República de Corea, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

activos externos de riesgos y un saldo deudor de activos externos seguros porque emiten la principal moneda de reserva y son el proveedor oficial de liquidez del mundo (*TDR 2015*). En cambio, los países en desarrollo registraron unas posiciones netas que fueron negativas, en lo que respecta a los activos de riesgo, durante la mayor parte de ese período, pues el aumento de sus *stocks* de pasivos en concepto de IED y de inversiones de cartera superó al de los activos. Desde 2003 registran también una posición neta positiva de activos seguros, puesto que han venido acumulando reservas de divisas y que sus pasivos de deuda han ido disminuyendo. El hecho de que los países en desarrollo tengan un saldo acreedor en activos seguros y deudor en activos de riesgo podría ser un indicio de que los rendimientos que pagan por sus pasivos externos probablemente sean mayores a los que perciben por sus activos externos. Dicho de otro modo, este dato implica que hay una transferencia neta de recursos de los países en desarrollo a los países desarrollados.

b) Consecuencias para la transferencia de recursos

Para evaluar la dirección y la magnitud de las transferencias de recursos conviene comparar la rentabilidad de los activos externos brutos de los países en desarrollo con la de sus pasivos externos brutos, así como las tasas de rendimiento total, incluidas las plusvalías y pérdidas. Durante todo el período comprendido entre 1995 y 2018, los países en desarrollo registraron diferenciales de rendimiento negativos entre sus activos externos brutos y sus pasivos externos brutos (cuadro 5.2)⁴¹. En promedio, esos diferenciales se mantuvieron dentro de un intervalo (entre el 2 % y el 3 %) relativamente estable, pero acusaron un leve aumento tras la crisis financiera global. Además, el diferencial de rentabilidad fue bastante parecido en los 16 países considerados. La conclusión de que el diferencial de rentabilidad en el caso de China fue considerablemente negativo, pese a que su posición de activos externos netos era muy elevada y el superávit de su cuenta corriente fue muy abultado, podría estar relacionada con la conjunción de dos factores: una proporción de inversiones de cartera en los activos externos del país muy discreta y un porcentaje muy elevado de las inversiones de cartera entre sus pasivos externos (cuadros 5.A.1 a 5.A.3 del anexo).

En el caso de las dos economías en transición consideradas en el cuadro 5.2, los diferenciales de rentabilidad negativos son considerablemente mayores que en los países en desarrollo, tanto antes como después de la crisis financiera global. Esto es válido también en el caso de la Federación de Rusia, que registró una posición de activos externos netos extremadamente positiva, aunque la proporción de las inversiones de cartera de alta rentabilidad en sus pasivos externos era considerablemente más elevada que entre sus activos externos (cuadros 5.A.1 a 5.A.3).

En cambio, en los cuatro países desarrollados que figuran en el cuadro, los diferenciales de rentabilidad fueron, en promedio, positivos en el período comprendido entre 1995 y 2018, y fueron ligeramente superiores después de la crisis financiera global. Además, en promedio, obtuvieron rentabilidades mayores sobre sus activos brutos y ofrecieron rentabilidades menores sobre sus pasivos brutos que los países en desarrollo y las economías en transición que figuran en el cuadro.

El efecto neto de esos diferenciales de rentabilidad en la cuenta corriente de un país depende de la posición

de activos externos netos de este. Cabe prever que los países que tengan un saldo acreedor de activos externos netos registrarán corrientes netas positivas de ingresos obtenidos de sus inversiones internacionales. Ahora bien, no hay una relación clara entre la posición de activos externos netos de un país y la magnitud y el signo de sus flujos de rendimientos internacionales (cuadro 5.A.3 del anexo). Las tasas de rendimiento pueden ser diferentes en el caso de países con posiciones de activos externos netos parecidas, porque el peso de cada una de las categorías de activos y pasivos brutos externos muy rentables y de riesgo o poco rentables y seguros pueden ser diferentes y porque los rendimientos de activos o pasivos similares puede variar de un país a otro debido a, por ejemplo, estructuras de vencimiento y divisas diferentes.

Además de los efectos derivados de las diferencias en la proporción relativa de cada categoría de riesgo y segura en los *stocks* de activos y pasivos externos de los países que se analizaron más arriba, los diferenciales de rentabilidad que figuran en el cuadro 5.2 pueden estar relacionados con otros factores. Uno de esos factores podría ser el riesgo de jurisdicción. Los gobiernos de los países en desarrollo pueden causar pérdidas a los acreedores extranjeros si dejan de pagar la deuda soberana que se emite localmente y está sujeta a la jurisdicción local (Du y Schreger, 2016). Es tal vez más importante señalar que las monedas de los países en desarrollo generalmente no cumplen, o solo lo hacen parcialmente, las tres funciones internacionales de la moneda: unidad de cuenta (moneda de facturación), medio de pago (moneda de transacción) y reserva de valor (moneda de inversión y reserva). En el sistema monetario internacional actual, el dólar es la moneda que cumple esas tres funciones y una serie de monedas de otras economías avanzadas las cumplen parcialmente⁴². Esas diferencias en la capacidad de las monedas para cumplir esas tres funciones determinan diferentes grados de liquidez; el dólar es la moneda de mayor liquidez y está en la cúspide de lo que se ha denominado la “pirámide de las monedas” (Cohen, 1998) o “jerarquía de las monedas” (Andrade y Prates, 2013; Kaltenbrunner, 2015). Las monedas de otros países desarrollados importantes están en posiciones intermedias y las monedas de los países en desarrollo ocupan la parte inferior de la pirámide. Para compensar esas diferencias de liquidez, es necesario que los activos denominados en monedas con menor liquidez ofrezcan unos rendimientos totales más elevados y así atraer a los inversionistas internacionales. Los países

CUADRO 5.2 Rendimientos de activos y pasivos externos brutos, países seleccionados en 1995-2018
 (En porcentaje)

	Activos brutos				Pasivos brutos				Pro memoria: Rendimiento de los activos brutos menos rendimiento de los pasivos			
	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018
	Países en desarrollo											
Argentina	3,8	2,3	1,2	2,7	6,7	7,5	7,5	7,1	-2,9	-5,3	-6,3	-4,4
Brasil	3,2	2,4	2,1	2,7	6,7	6,2	4,7	5,9	-3,5	-3,7	-2,6	-3,2
Chile	3,3	3,7	2,8	3,1	8,6	11,3	6,1	7,9	-5,3	-7,6	-3,3	-4,7
China	3,2	3,8	3,3	3,3	6,9	6,3	6,3	6,6	-3,7	-2,5	-3,0	-3,3
Egipto	3,8	2,8	0,8	2,6	2,4	2,6	4,9	3,3	1,4	0,1	-4,1	-0,8
Filipinas	5,9	3,5	1,6	4,1	5,1	5,2	4,5	4,9	0,8	-1,7	-2,9	-0,8
India	4,6	4,2	1,9	3,5	4,5	3,4	3,5	4,0	0,1	0,8	-1,6	-0,5
Indonesia	4,5	2,7	1,6	3,3	6,2	6,7	5,7	6,0	-1,7	-4,1	-4,1	-2,8
Malasia	4,0	4,4	3,4	3,8	7,9	7,1	5,8	7,0	-3,9	-2,6	-2,4	-3,2
Marruecos	2,3	2,7	1,9	2,2	4,1	3,2	3,0	3,6	-1,9	-0,5	-1,0	-1,4
México	3,4	2,1	1,8	2,7	5,4	3,4	3,8	4,6	-2,1	-1,3	-2,0	-2,0
Pakistán	2,8	5,0	2,7	3,0	6,6	6,2	5,0	6,0	-3,8	-1,2	-2,4	-3,0
República de Corea	3,4	3,0	2,9	3,2	4,2	2,8	2,3	3,4	-0,8	0,2	0,6	-0,2
Sudáfrica	3,1	1,9	1,4	2,4	5,9	4,2	3,6	4,9	-2,8	-2,3	-2,2	-2,5
Tailandia	4,0	2,5	1,6	3,0	6,2	6,9	6,8	6,5	-2,2	-4,4	-5,2	-3,5
Turquía	4,9	3,4	2,4	3,8	4,9	3,3	2,3	3,8	0,0	0,1	0,1	0,1
<i>Promedio</i>	3,8	3,1	2,1	3,1	5,8	5,4	4,7	5,3	-2,0	-2,3	-2,6	-2,3
<i>Mediana</i>	3,6	2,9	1,9	3,1	6,0	5,7	4,8	5,4	-2,4	-2,8	-2,9	-2,3
Economías en transición												
Federación de Rusia	3,2	4,2	3,3	3,3	7,2	7,7	8,0	7,5	-4,0	-3,5	-4,7	-4,2
Kazajistán	3,6	3,8	1,5	2,9	8,9	13,7	11,5	10,3	-5,3	-9,9	-10,0	-7,4
<i>Promedio</i>	3,4	4,0	2,4	3,1	8,1	10,7	9,7	8,9	-4,6	-6,7	-7,3	-5,8
<i>Mediana</i>	3,4	4,0	2,4	3,1	8,1	10,7	9,7	8,9	-4,6	-6,7	-7,3	-5,8
Países desarrollados												
Alemania	4,3	3,5	2,6	3,6	4,7	3,0	2,0	3,5	-0,4	0,5	0,6	0,1
Estados Unidos	4,9	3,6	3,6	4,3	3,8	2,6	2,1	3,1	1,1	1,0	1,5	1,2
Japón	3,7	3,3	3,3	3,5	2,1	1,5	1,5	1,9	1,6	1,8	1,8	1,7
Reino Unido	4,8	2,5	1,6	3,4	4,5	2,6	1,8	3,3	0,3	-0,1	-0,2	0,1
<i>Promedio</i>	4,4	3,2	2,8	3,7	3,8	2,4	1,9	2,9	0,7	0,8	0,9	0,8
<i>Mediana</i>	4,5	3,4	2,9	3,5	4,1	2,6	1,9	3,2	0,4	0,8	1,0	0,4

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), la base de datos International Investment Position (IIP) del Fondo Monetario Internacional y datos de Balance of Payments (BOP) statistics, del Fondo Monetario Internacional.

Nota: Los datos de 2017-2018 corresponden en parte a estimaciones.

en desarrollo pueden lograrlo ofreciendo una mayor rentabilidad (por ejemplo con tipos de interés más altos) o mayores plusvalías (por ejemplo elevando el precio de los activos o apreciando el tipo de cambio) en comparación con activos comparables a los ofrecidos en los países desarrollados y/o modificando la composición de sus pasivos externos para tener una proporción de pasivos de mayor riesgo y, por ende, más rentables. Ahora bien, cuando lo hacen los países en desarrollo quedan más expuestos a los factores exógenos de los ciclos financieros globales y a las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras que conllevan. Además, todo ello suele provocar que las corrientes de ingresos netos devengados por sus activos y pasivos externos brutos sean negativas y

accesoriamente una transferencia neta de recursos a los países desarrollados.

Por cuanto respecta a las tasas de rendimiento total, incluidas las plusvalías y las pérdidas, las variaciones de la valoración de los activos y los pasivos externos brutos pueden deberse a las variaciones de los precios de los activos o de los tipos de cambio, así como a un cambio en el peso relativo de los activos y pasivos en moneda nacional y en divisas. Aunque no se dispone de datos sistemáticos y completos sobre las monedas en las que están denominados los activos y pasivos externos de los países, en un estudio reciente (Akyüz, 2018) en el que se examinan los casos de

varios países y categorías de inversión se llega a la conclusión de que 1) los Estados Unidos suelen tener activos externos en moneda extranjera y pasivos externos en dólares; 2) los demás países avanzados tienen la mayor parte de sus activos externos en monedas extranjeras y la mayor parte de sus pasivos externos en moneda nacional, aunque también una parte considerable en dólares; 3) los países en desarrollo suelen tener las inversiones de cartera y los activos de deuda en monedas extranjeras, mientras que los pasivos externos por inversiones de cartera y una proporción cada vez mayor de los pasivos de deuda están denominados en la moneda nacional; esto último es resultado de la apertura de los mercados de depósitos y renta fija a los extranjeros, las crecientes presiones de la deuda del sector privado en los mercados nacionales y la mayor disposición de los prestamistas internacionales a asumir riesgos cambiarios para obtener rendimientos considerablemente mayores que los que podrían obtener en las economías avanzadas; 4) la combinación de todos esos factores parece indicar que una proporción creciente de los pasivos externos de los países en desarrollo está denominada en moneda nacional (dado que la participación de la inversión directa y la inversión de cartera es elevada y sigue aumentando) y que su posición neta en moneda nacional —activos brutos menos pasivos brutos denominados en moneda nacional— probablemente sea negativa (puesto que todos los pasivos por inversiones de cartera y parte de la deuda externa están en moneda nacional mientras que los activos de renta variable y de deuda están todos denominados en moneda extranjera). Como las economías avanzadas no contraen préstamos en monedas de países en desarrollo, pero tienen grandes cantidades de inversiones de cartera denominadas en esas monedas, la apreciación de la moneda de una economía en desarrollo provocaría pérdidas y deterioraría su posición de activos externos netos, al tiempo que generaría ganancias de capital para los tenedores de las economías avanzadas de sus activos en moneda local (Akyüz, 2018:24). Además, esos efectos de valoración provocados por la apreciación de los tipos de cambio podrían desencadenar entradas de inversión de cartera con efectos distorsionadores que crearían burbujas económicas por las subidas desaforadas de los precios de los activos y ejercerían una presión alcista aún mayor en la moneda nacional, todo lo cual generaría nuevos incrementos de valor para los tenedores de pasivos por inversiones de cartera denominadas en moneda nacional. También aumentaría la vulnerabilidad del país a una repentina

interrupción o inversión de las entradas de capital y a la devaluación de su moneda.

A la vista de la evidencia sobre las tasas de rendimiento total, incluidas las plusvalías y las pérdidas (cuadro 5.3)⁴³, se observa una pauta muy parecida a la de los diferenciales de rentabilidad analizada anteriormente: las tasas de rendimiento total son negativas en los países en desarrollo y en particular en las economías en transición, mientras que son positivas en los desarrollados⁴⁴. En el período comprendido entre 1995 y 2018, el diferencial de rendimiento entre activos y pasivos en el caso del grupo de 16 países en desarrollo recogidos en el cuadro se situó entre un -3,1 % y un -4,3 %, que cabe atribuir en unos dos tercios a los diferenciales de rentabilidad (cuadro 5.2) y el resto a cambios de valoración. Además, las tasas de rendimiento total de los activos externos brutos de los países desarrollados son mayores y las de sus pasivos externos brutos menores que las de los países en desarrollo y las economías en transición. En el período comprendido entre 1995 y 2018, en promedio, los países en desarrollo ganaron cerca de 2 puntos porcentuales menos por sus activos externos brutos y pagaron cerca de 2 puntos porcentuales más por sus pasivos externos brutos que los países desarrollados, lo cual implica un diferencial de rendimiento total de unos -4 puntos porcentuales entre países en desarrollo y países desarrollados⁴⁵. Entre estos últimos, los Estados Unidos registraron, con mucho, el rendimiento total más favorable en su balanza externa.

En cambio, se observa una mayor diferencia en los valores de las medias y medianas de las tasas de rendimiento total que en los correspondientes a los diferenciales de rentabilidad, lo que indica considerables variaciones entre países en cuanto ganancias y pérdida. Las considerables fluctuaciones de las ganancias y pérdidas de capital a lo largo del tiempo también se reflejan en la importante variabilidad anual de las medianas de los rendimientos totales del grupo (gráfico 5.6).

Los cambios en la composición de los activos y pasivos externos brutos de los países en desarrollo, combinados con la moneda de denominación de las categorías de inversión correspondientes, implican que los países en desarrollo están expuestos a pérdidas de valoración en la balanza externa y que ofrecen rendimientos más altos por sus pasivos externos que los que perciben por sus activos externos. Para que este diferencial de rentabilidad no suponga

CUADRO 5.3 Tasas de rendimiento total de los activos y pasivos externos brutos, selección de países en 1995-2018
(En porcentaje)

	Activos brutos				Pasivos brutos				Pro memoria: Rendimiento total de los activos brutos menos el rendimiento total de los pasivos brutos			
	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018
Países desarrollados												
Argentina	5,0	-0,6	0,4	2,8	5,2	3,3	2,1	3,9	-0,2	-3,8	-1,7	-1,1
Brasil	4,3	-0,4	-0,9	1,9	10,2	11,1	0,6	6,7	-6,0	-11,5	-1,6	-4,8
Chile	4,4	-1,6	1,9	3,0	8,4	11,7	5,7	7,6	-4,0	-13,3	-3,7	-4,7
China	0,0	3,0	0,7	0,5	7,1	14,0	6,5	7,4	-7,1	-11,0	-5,9	-6,9
Egipto	2,8	-4,2	-10,4	-2,7	3,2	5,0	4,3	3,7	-0,4	-9,2	-14,7	-6,5
Filipinas	2,3	5,8	-0,9	1,4	5,3	3,7	6,3	5,5	-2,9	2,1	-7,3	-4,2
India	4,2	1,8	-7,3	-0,3	8,4	2,5	-2,9	3,7	-4,3	-0,7	-4,4	-4,0
Indonesia	8,3	-14,1	2,2	4,2	11,3	12,7	6,3	9,6	-3,0	-26,8	-4,1	-5,4
Malasia	1,5	-3,2	-2,3	-0,3	12,8	7,9	6,8	10,1	-11,3	-11,1	-9,0	-10,4
Marruecos	14,2	7,2	6,0	10,6	12,6	8,3	3,6	8,9	1,6	-1,1	2,5	1,7
México	11,1	-4,4	-1,6	5,0	8,9	-2,9	3,0	5,7	2,2	-1,6	-4,7	-0,7
Pakistán	21,3	16,1	1,8	13,5	10,1	2,1	5,7	7,8	11,2	14,0	-3,9	5,8
República de Corea	1,6	0,3	2,9	2,0	9,3	-1,2	5,2	6,9	-7,7	1,5	-2,3	-4,9
Sudáfrica	9,0	11,3	7,1	8,5	11,3	5,3	3,7	8,0	-2,3	6,0	3,4	0,5
Tailandia	7,6	7,7	-1,6	4,2	8,9	5,2	11,8	9,7	-1,3	2,5	-13,4	-5,5
Turquía	9,3	5,5	3,1	6,7	11,6	-3,1	-2,1	5,2	-2,3	8,6	5,2	1,4
<i>Promedio</i>	6,7	1,9	0,1	3,8	9,0	5,4	4,2	6,9	-2,4	-3,5	-4,1	-3,1
<i>Mediana</i>	4,7	1,1	0,5	2,9	9,1	5,1	4,7	7,2	-4,4	-4,1	-4,2	-4,3
Economías en transición												
Federación de Rusia	-0,1	-9,7	-2,6	-1,9	16,5	-2,5	6,0	11,0	-16,6	-7,1	-8,6	-12,8
Kazajstán	-19,3	-0,9	-1,8	-11,2	14,9	11,2	10,1	12,8	-34,3	-12,1	-11,9	-24,0
<i>Promedio</i>	-9,7	-5,3	-2,2	-6,5	15,7	4,3	8,0	11,9	-25,4	-9,6	-10,2	-18,4
<i>Mediana</i>	-9,7	-5,3	-2,2	-6,5	15,7	4,3	8,0	11,9	-25,4	-9,6	-10,2	-18,4
Países desarrollados												
Alemania	6,5	-0,4	1,6	4,1	7,7	0,5	2,2	5,0	-1,2	-0,9	-0,6	-1,0
Estados Unidos	12,3	1,0	5,3	8,7	7,8	1,2	4,3	5,9	4,5	-0,2	1,0	2,8
Japón	3,2	8,0	2,6	3,4	2,9	3,0	3,1	3,0	0,3	4,9	-0,5	0,4
Reino Unido	9,9	1,7	1,8	6,2	9,6	1,2	1,5	5,9	0,2	0,6	0,3	0,3
<i>Promedio</i>	8,0	2,6	2,8	5,6	7,0	1,5	2,8	5,0	1,0	1,1	0,1	0,6
<i>Mediana</i>	8,2	1,4	2,2	5,1	7,7	1,2	2,6	5,5	0,4	0,2	-0,4	-0,3

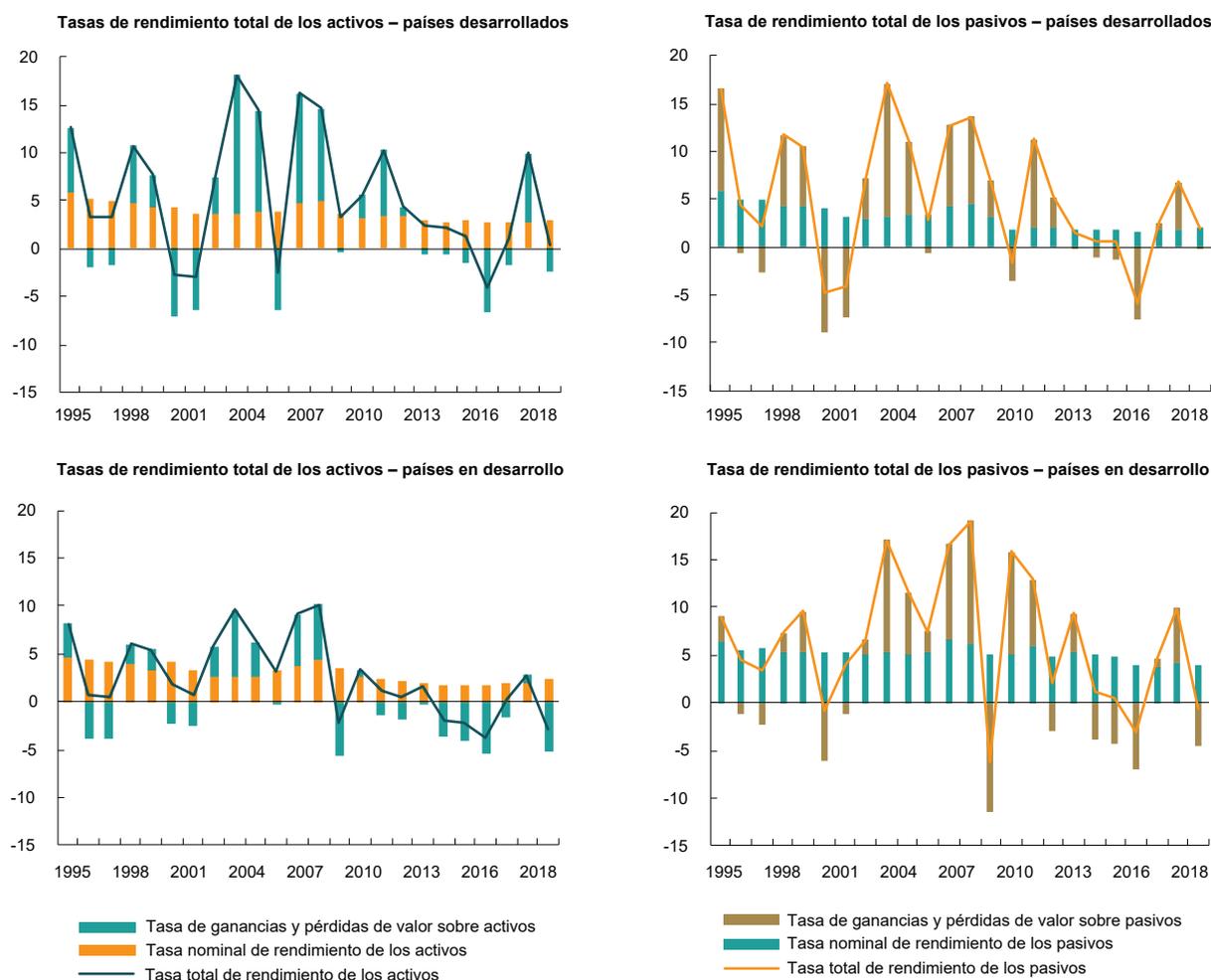
Fuente: Véase el cuadro 5.2.

Nota: Véase el cuadro 5.2.

un déficit en su cuenta de ingresos por inversiones internacionales ni una transferencia de recursos a los países desarrollados, sería necesario que los países en desarrollo mantuvieran una posición de activos externos netos claramente positiva o mantener un superávit comercial suficientemente grande para compensar el déficit de ingresos por inversiones y lograr el equilibrio de la balanza por cuenta corriente. Ahora bien, los países en desarrollo como grupo no tienen una posición de activos externos netos claramente positiva (cuadro del anexo 5.A.3) y el actual entorno de escaso crecimiento en los países desarrollados, sumado al fuerte descenso de los precios de los productos básicos en comparación con

su nivel previo a la crisis financiera global, hace que tengan pocas posibilidades de alcanzar un superávit comercial considerable.

Este debate pone de relieve una problemática, importante y poco reconocida, tratándose de la integración de los países en desarrollo en los mercados internacionales de capitales. Es obvio que al liberalizar los flujos de capitales privados los países en desarrollo se han vuelto más vulnerables desde el punto de vista macroeconómico y financiero a los ciclos de expansión y contracción de las corrientes internacionales de capitales. La liberalización implica además que los diferenciales de rentabilidad y las

GRÁFICO 5.6 Tasas de rendimiento total de los activos y pasivos externos brutos, grupos de países seleccionados en 1995-2018*(En porcentaje)***Fuente:** Véase el cuadro 5.2.**Nota:** Los datos de 2017 y 2018 corresponden en parte a estimaciones. Las cifras de los grupos son valores medianos. Véase en el cuadro 5.2 la composición de los grupos de países.

variaciones de los tipos de interés, los precios de los activos y los tipos de cambio en las principales economías avanzadas alteran el valor de los *stocks* de activos y pasivos internacionales brutos de los países en desarrollo. Esto provoca una transferencia de recursos desde los países en desarrollo que en gran parte van a parar a los países desarrollados porque, como se indicó anteriormente, los activos y pasivos de los países en desarrollo son activos y pasivos en su mayoría en los países desarrollados y contraídos con ellos. Precisamente ese es el tipo de transferencia de recursos registrada en el período 2000-2018 por los 16 países en desarrollo observada en el presente análisis, una transferencia que,

en promedio, se elevó a unos 440.000 millones de dólares anuales, cuantía equivalente a un 2,2 % del PIB de esos países.

Esta situación contradice radicalmente el inquebrantable convencimiento de que la integración financiera en los mercados globales de capitales privados es una estrategia vital y deseable para que los países en desarrollo capten el ahorro extranjero y alcancen sus metas en materia de desarrollo. Por el contrario, todo parece indicar que, en definitiva, esa integración se acompaña de una salida neta de recursos invertibles, salida impulsada por las variables tanto de flujo como de stock de la balanza de pagos.

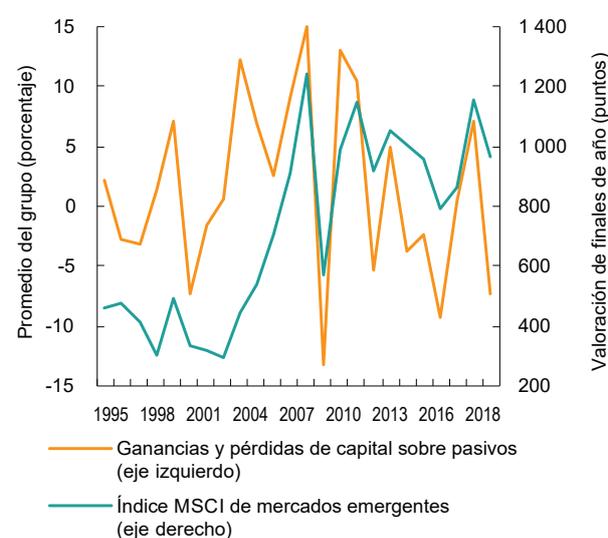
3. Posibles consecuencias de una mayor participación de los inversionistas institucionales

Se ha puesto de manifiesto últimamente que la movilización de inversionistas institucionales —fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutuos de inversión y fondos soberanos— al crear, por ejemplo, una amplia clase de activos, principalmente para la infraestructura, podría contribuir considerablemente al financiamiento del desarrollo (véase el capítulo II).

Dado que los inversionistas institucionales disponen de fondos considerables y tienen un horizonte largo-placista, cabría esperar que adoptaran estrategias de comprar para conservar y proporcionar un financiamiento estable y a largo plazo a los países en desarrollo (Della Croce *et al.*, 2011). Ahora bien, según un estudio reciente de la evidencia sobre las pautas de inversión real de los inversionistas institucionales (Abraham y Schmukler, 2018), estos suelen adoptar estrategias basadas en análisis de *momentum* en sus actividades y además con un comportamiento gregario (*herding*), por lo que sus inversiones son procíclicas y a menudo una correa de transmisión de las crisis que se desencadenan en sus países de origen. Uno de los motivos de este fenómeno es que los inversionistas institucionales suelen optar por inversiones pasivas, basadas en índices, tomando como referencia para el volumen de sus activos los títulos de deuda de mercados emergentes o el índice de mercados emergentes y mercados frontera de la agencia MSCI (índice MSCI EFM). Así pues, sus pautas de inversión son muy sensibles a los ciclos financieros mundiales y sus determinantes, como el apetito de riesgo a nivel mundial y los movimientos (previstos) de la política monetaria y el dólar de los Estados Unidos. Un efecto de las pautas de inversión específicas de los inversionistas institucionales parece ser una mayor sensibilidad de las plusvalías y pérdidas de los países en desarrollo a las variaciones del índice MSCI EFM; el coeficiente de correlación entre este índice y los cambios de valoración de los pasivos externos brutos de los países en desarrollo en el período 2009-2018 fue de 0,7 (gráfico 5.7)⁴⁶.

La propensión de los inversionistas institucionales a operar con estrategias de *momentum* y con un comportamiento gregario probablemente haría que una mayor participación de los inversionistas institucionales en los flujos de capital de los países en desarrollo agravara la inestabilidad de los precios de los activos y los tipos de cambio en los países en desarrollo, mientras que los intentos de atraerlos ofreciéndoles altos rendimientos

GRÁFICO 5.7 Grupo de países en desarrollo seleccionados: efectos de valoración en los pasivos externos brutos y en el índice MSCI de mercados bursátiles emergentes en 1995-2018



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), la base de datos International Investment Position (IIP) del Fondo Monetario Internacional, datos de Balance of Payments (BOP) statistics, del Fondo Monetario Internacional y datos de Thompson Reuters.

Nota: Los datos de 2017-2018 corresponden en parte a estimaciones. Las cifras reflejan las medias anuales de los efectos de valoración en los pasivos externos brutos de los 16 países en desarrollo que figuran en el gráfico 5.A.2 y el valor de finales de año del índice MSCI de mercados bursátiles emergentes. Solo se dispone de datos relativos al índice MSCI EFM a partir de junio de 2004, pero siguen de muy cerca los datos correspondientes al índice MSCI de mercados emergentes (<https://www.msci.com/documents/10199/00e83757-9582-444f-9160-d22a4e33c5f6>).

tenderían a fomentar las transferencias de recursos de los países en desarrollo a países desarrollados, como se vio en la sección anterior⁴⁷. Para contener esos riesgos, los países en desarrollo, especialmente los que tienen una importante posición negativa de activos externos netos y déficits persistentes de cuenta corriente (es decir los que más necesitan fuentes suplementarias de financiamiento externo sostenible) necesitarán reducir su exposición a los flujos de capital y mejorar su posición de activos externos netos. Los controles de capital podrían contribuir enormemente a los esfuerzos de esos países por influir en el tamaño y la composición de su balanza externa.

4. Utilización de controles de capital para regular los flujos internacionales de capital

Actualmente se reconoce ampliamente la utilidad de los controles de capital, especialmente cuando se trata

de hacer frente a episodios repentinos de afluencia de capitales y preservar la resiliencia de la economía receptora en caso de que los flujos se retiren o se inviertan o ante la eventualidad de que los cambios en las condiciones financieras internacionales afecten el perfil de valoración y rendimiento de la balanza externa de un país⁴⁸. Aunque ya hacía tiempo que se escuchaban opiniones disidentes (por ejemplo, *TDR 1998*; Stiglitz, 2002), antes de la crisis financiera global se consideraba que los países en desarrollo debían permitir que su moneda se apreciara frente a las entradas de capital. A ello debía sumarse un endurecimiento de la política fiscal, cuando había riesgo de recalentamiento económico; la intervención de los tipos de cambio para contrarrestar la volatilidad de los mercados a muy corto plazo; la imposición de requisitos de capital a los bancos para contener la expansión del crédito interno, y la profundización de los mercados financieros nacionales para reducir la volatilidad del sector financiero. La utilización de controles de capital para influir directamente en el volumen y la composición de los flujos de capital no tenía cabida en esta forma de ver las cosas.

Un análisis de los controles de capital más favorable se basa en la evidencia empírica —cada vez más contundente— de que no hay una correlación positiva clara entre la liberalización de la cuenta de capital y el crecimiento económico (por ejemplo, Jeanne *et al.*, 2012). Varios estudios indican además que las naciones que regulaban los flujos de capital estaban entre las menos afectadas por la crisis financiera global y que su crecimiento fue más rápido después de la crisis que los países que no habían regulado las finanzas transfronterizas (Ghosh *et al.*, 2017).

Otro aspecto tiene que ver con el desarrollo de una nueva economía del bienestar vinculada con los controles de capital (Jeanne y Korinek, 2010; Korinek, 2011). Este enfoque preconiza aplicar temporalmente a la cuenta de capital una regulación que internalice las externalidades alineando los costos privados y sociales de los flujos de capital, corrigiendo de ese modo los fallos de mercado y restaurando un equilibrio eficiente del mercado⁴⁹. Desde este punto de vista, los controles de capital no son factores de distorsión sino que permiten que los mercados funcionen mejor⁵⁰.

En particular, se ha recomendado utilizar los controles de capital en forma anticíclica, limitando las entradas en épocas de bonanza y orientándolas hacia categorías menos volátiles, como la IED (por

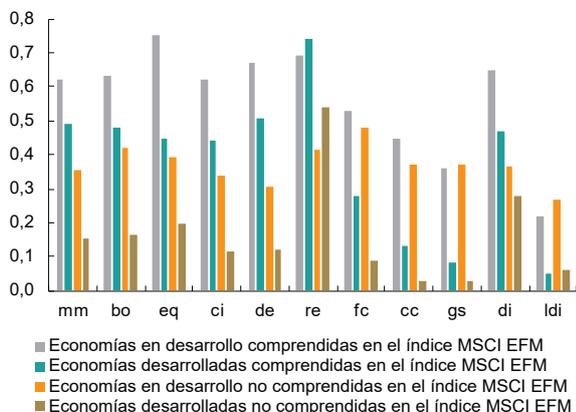
ejemplo, Jeanne y Korinek, 2010; Benigno *et al.*, 2016; Erten y Ocampo, 2017; Ghosh *et al.*, 2017). Cabe preguntarse entonces hasta qué punto los países en desarrollo han utilizado controles de capital y cuán eficaces han resultado estos.

De un examen de los controles de capital por categoría de activos y dirección de los flujos, agregados por grupos de países y a lo largo del período 1995-2016, se desprende que los países desarrollados y en desarrollo incluidos en los índices que suelen utilizar los inversionistas privados e institucionales internacionales, como el índice MSCI EFM, controlan más las entradas de capital que los países no incluidos en esos índices; y esto es válido respecto de una gran mayoría de las categorías de activos (gráfico 5.8)⁵¹. Eso significa que los responsables de las políticas de todos esos países utilizan los controles de capital para hacer frente a las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras. Además, aparte de los bienes raíces, los controles de capital en esos países se aplican sobre todo a las categorías que suelen estar asociadas con la inversión de cartera —como las participaciones de capital, los derivados, los bonos y los instrumentos del mercado monetario. El hecho de que, salvo en el caso de los bienes raíces, los controles de capital sean más frecuentes en los países en desarrollo que en los desarrollados, independientemente de que estén incluidos o no en el índice MSCI EFM, se debe tal vez a que están particularmente expuestos a los ciclos financieros mundiales.

También es interesante observar que los cambios en la prevalencia de los controles de capital por categoría de activos entre el período anterior al abandono de los controles de capital en 2005 (Fernandez *et al.*, 2016) y el período posterior a la crisis financiera global son considerablemente diferentes según que se trate de países comprendidos en el índice MSCI EFM o no (gráfico 5.9). Mientras que los países en desarrollo comprendidos en el índice MSCI EFM reforzaron los controles de las entradas de capital, especialmente en los mercados de renta variable y de derivados, otros países en desarrollo se focalizaron en los mercados de bonos y en instrumentos del mercado monetario. Una vez más, esto puede corresponder en gran medida a la forma en que los países en desarrollo están incluidos en las carteras de los inversionistas internacionales privados e institucionales.

A fin de complementar los elementos basados en los pocos datos accesibles al público, algunos estudios sobre determinados países han utilizado datos más

GRÁFICO 5.8 Proporción de observaciones que conllevan controles de las entradas de capital, por categoría de activos y grupos de países seleccionados en 1995-2016

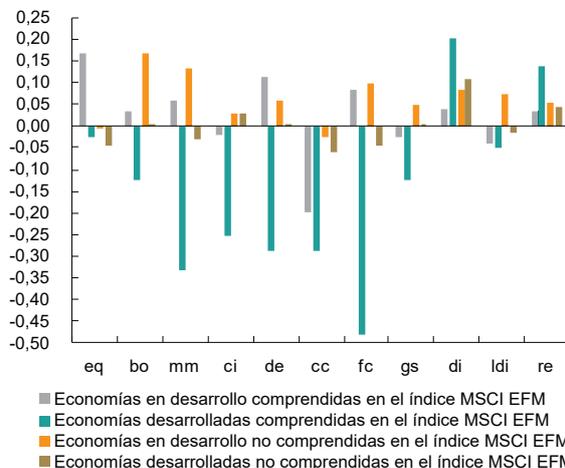


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Fernández *et al.*, 2016.

Nota: En el grupo “Economías en desarrollo comprendidas en el índice MSCI EFM” figuran las 31 economías en desarrollo comprendidas tanto en Fernández *et al.*, 2016, como en el índice MSCI EFM; en el grupo “Economías desarrolladas comprendidas en el índice MSCI EFM” figuran los 6 países desarrollados comprendidos tanto en el índice como en Fernández *et al.*, 2016; en el grupo “Economías en desarrollo no comprendidas en el índice MSCI EFM” figuran 30 economías (Angola, Arabia Saudita, Argelia, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brunei Darussalam, Burkina Faso, Costa Rica, Côte d’Ivoire, Ecuador, El Salvador, Eswatini, Etiopía, Ghana, Guatemala, Irán (República Islámica del), Jamaica, Myanmar, Nicaragua, Panamá, Paraguay, República Dominicana, República Unida de Tanzania, Singapur, Togo, Uganda, Uruguay, Venezuela (República Bolivariana de), Yemen, Zambia, Hong Kong (China)); en el grupo “Economías desarrolladas no comprendidas en el índice MSCI EFM” figuran 26 economías (Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Bulgaria, Canadá, Chipre, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Letonia, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza). Las cifras de los grupos son promedios no ponderados. mm= instrumentos del mercado monetario (instrumentos de deuda con vencimiento de 1 año o menos); bo = bonos (instrumentos de deuda con vencimiento de más de 1 año); eq = títulos de participación en el capital; ci = inversiones colectivas; de = derivados; re = bienes raíces; fc = crédito financiero; cc = crédito comercial; gs = garantías y fianzas; di = inversiones directas; ldi = liquidación de inversiones directas.

frecuentes especialmente elaborados para ese fin. Según dos de esos estudios, persiste una tendencia sostenida a la liberalización de la cuenta de capital y la mayoría de los países en desarrollo rara vez modifican las modalidades del control de capitales, dando prioridad a los ajustes de la política monetaria, las medidas macroprudenciales y la intervención de los mercados cambiarios para hacer frente a los ciclos de flujos de capitales (Ghosh *et al.*, 2017; Gupta y Masetti, 2018). Ahora bien, existe el riesgo de que la apreciación del tipo de cambio y el endurecimiento de las políticas monetarias y fiscales creen un entorno macroeconómico deflacionario con efectos perjudiciales en la inversión y el desarrollo.

GRÁFICO 5.9 Variación de la proporción de observaciones que conllevan controles de las entradas de capital, por categoría de activos y grupos de países seleccionados en 1995-2004 y 2009-2016



Fuente: Véase el gráfico 5.8.

Nota: Véase el gráfico 5.8.

El Brasil se ha destacado por el dinamismo con que supo calibrar los controles en función de los aumentos repentinos de entradas de capital, ajustándolos tanto antes de la crisis financiera global como después de esta, en un entorno de abundante liquidez a nivel mundial; Indonesia y Filipinas también impusieron o reforzaron los controles de las entradas durante esos periodos (Ghosh *et al.*, 2017). Según otro estudio, la República de Corea también reforzó considerablemente sus controles sobre las entradas de capital, mientras que Chile y Sudáfrica no utilizaron los controles de capital como instrumentos de política anticíclica, a pesar de que también se enfrentaban al mismo tipo de episodios repentinos de gran afluencia de entradas de capital (Gallagher, 2015). Esto es muestra de que la disposición a utilizar los controles de capital en forma anticíclica depende de factores propios de cada país, como se analiza más adelante.

Diversas evaluaciones de la eficacia de los controles de capital indican que el éxito de esas fue parcial⁵². Por ejemplo, las naciones que regulaban los flujos de capital quedaron entre las menos afectadas por la crisis financiera global y crecieron con mayor rapidez en el período posterior a la crisis que los países que no habían regulado las finanzas transfronterizas (Ghosh *et al.*, 2017). Además, según un metaestudio que se cita a menudo, basado en unos

40 estudios empíricos sobre controles de capital, los controles de las entradas de capital parecen reforzar la independencia de la política monetaria abriendo una brecha entre los tipos de interés nacionales y los internacionales, y alteran la composición de los flujos de capital dando prioridad a las categorías menos volátiles; la evidencia es menos concluyente con respecto a la propensión de los controles a reducir la presión en favor de una apreciación del tipo de cambio real y parecería que los controles de capital tienen poca influencia en el volumen de las entradas (Magud *et al.*, 2018: 3 y 4).

Las variaciones de la eficacia de los controles de capital pueden obedecer a factores estructurales, macroeconómicos e institucionales. Por ejemplo, los mecanismos institucionales propios de determinados países pueden acentuar la dificultad que generalmente entraña la distinción entre el capital a corto plazo y la IED⁵³. Además, los condicionantes de la regulación pueden resultar demasiado laxos en relación con las plusvalías o las ganancias que los inversionistas internacionales esperan obtener aprovechando los diferenciales de tipos de cambio y de tipos de interés. Esto ocurre especialmente cuando no se aplican controles a las salidas de capital de las economías avanzadas.

5. Consecuencias en materia de políticas

La liberalización de la cuenta de capital ha hecho que los flujos de capital privado se conviertan en una fuente de financiamiento externa cada vez más importante. De ahí que haya aumentado la exposición de los países en desarrollo a los ciclos financieros globales, puesto que la volatilidad inherente a los flujos de capitales suele agravar los desequilibrios macroeconómicos, crea vulnerabilidades financieras y menoscaba la autonomía monetaria. Con la actual configuración del sistema monetario y financiero internacional, los países en desarrollo hacen frente a esas tendencias acumulando activos externos, generalmente en forma de títulos de deuda a corto plazo denominados en dólares, como una forma de tipo de seguro propio contra un repentino reflujo de capitales y/o para contener sus efectos adversos. Sin embargo, los diferenciales de rentabilidad entre unos activos externos seguros, que se mantienen como una especie de “póliza de seguro” contra los riesgos de los pasivos externos, crean una transferencia de recursos de los países en desarrollo a los países desarrollados que, en el período comprendido entre 2000 y 2018 y

en el caso de los 16 países examinados en este capítulo, ascendió *grosso modo* a unos 440.000 millones de dólares al año, es decir, el 2,2 % del PIB de esos países⁵⁴.

Gran parte de los diferenciales de rentabilidad que, además de influir en los cambios de valoración, determinan estas transferencias de recursos, son explicables porque las monedas de los países en desarrollo se sitúan en los escalones más bajos de la jerarquía internacional de divisas, lo cual obliga a esos países a ofrecer una prima por mantener los activos en sus países. Estos problemas sistémicos de la arquitectura monetaria y financiera internacional deben abordarse como tales. Crear una clase de activos para los países en desarrollo y promover una participación significativamente mayor del sector privado solo conseguiría agravar esos problemas.

Una respuesta importante a esos problemas sistémicos consistiría en reconocer que los controles de capital son un componente esencial del instrumental de la política macroeconómica. Así, de ser medidas temporales y sumamente selectivas, pasarían a ser instrumentos generales y permanentes de la regulación en materia de finanzas transfronterizas. Además, sería posible utilizarlos cuando los cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras nacionales exigiesen que se regulasen tanto el volumen de los flujos de capital en forma anticíclica como su composición, para, si es preciso, reducir los descalces de monedas, de liquidez y desfases de categorías de inversión entre los activos externos brutos y los pasivos externos brutos que son inherentes a los problemas que plantea la transferencia de recursos que han sido puestos de relieve en la presente sección.

La nueva postura institucional del FMI supone un avance en la dirección correcta (véase también Gallagher y Ocampo, 2013)⁵⁵. Sobre la base de un consenso multilateral, reconoce que la liberalización de la cuenta de capital debe ser secuencial, gradual y no puede ser la misma para todos los países en todas las coyunturas. También admite que los controles de capital constituyen una parte legítima del instrumental de las políticas económicas y afirma que los flujos de capital, además de sus potenciales beneficios, presentan riesgos, por lo que no es válida la presunción de que la liberalización total sea un objetivo apropiado para todos los países y en todo momento (IMF, 2012: 13).

Ahora bien, si se considera que los controles de capital son solo medidas de “último recurso” —que han de adoptarse después de realizar ajustes macroeconómicos como la acumulación de reservas, la apreciación de la moneda y el endurecimiento de la política fiscal— en los hechos, se sigue considerando que la liberalización de la cuenta de capital es un objetivo de política. Este enfoque no reconoce que no hay una correlación estrecha entre la liberalización de la cuenta de capital y el crecimiento, especialmente en los países en desarrollo. También resta importancia al hecho de que los controles de capital y las políticas prudenciales se solapan parcialmente y se refuerzan mutuamente. Más importante aún es señalar que los países en desarrollo necesitan múltiples instrumentos sin que se les impongan condiciones previas para su empleo. Esos instrumentos deben poder compaginar, por una parte, unas políticas macroeconómicas que aseguren el crecimiento económico y la sostenibilidad de la situación macroeconómica y externa con, por otra, políticas prudenciales, controles de capital exhaustivos y duraderos, y otras medidas reguladoras (como la regulación de los derivados cambiarios) que aislen la situación interna de las presiones desestabilizadoras ejercidas desde el exterior⁵⁶. Estas medidas aislantes, en particular los controles de capital, tendrán que adaptarse a las condiciones particulares de cada país y estar determinadas por el carácter y el grado de apertura financiera de cada país, así como por la configuración institucional de su sistema financiero.

Muchos países en desarrollo carecen actualmente de la estructura institucional necesaria para una vigilancia eficaz de los controles de capital. Tal vez teman también que su adopción sea vista por los mercados financieros como una señal de que los problemas subyacentes de su economía son más graves de lo previsto (Gupta y Masetti, 2018). En cambio, contar con una legislación que contemple un control integral y duradero de capitales permite a los responsables de las políticas actuar con rapidez y evitar largos debates y trámites, especialmente cuando se registran episodios repentinos de gran afluencia de capitales, cuando la acumulación de vulnerabilidades macroeconómicas y financieras es extrema y cuando las fuerzas políticas contrarias a la regulación tienden a ser más fuertes⁵⁷. Dos factores podrían facilitar considerablemente la labor de los responsables de las políticas a ese respecto: 1) obtener el respaldo de los agentes económicos nacionales, como los exportadores, que están más interesados en un tipo de cambio competitivo que en acceder a la financiación

global⁵⁸, y la población en general, que puede guardar un recuerdo colectivo de los efectos negativos de los anteriores ciclos de expansión y contracción de los flujos de capital en su país y en otros países en desarrollo; y 2) diseñar los controles de capital en el contexto de medidas prudenciales, por ejemplo plasmándolos en el discurso aceptado de la nueva economía del bienestar sobre los controles de capital y la necesidad de una regulación macroprudencial. Esto podría tranquilizar a quienes adoptan decisiones en las instituciones de la gobernanza económica internacional, como el FMI y la OMC, así como a los mercados financieros internacionales, paliando así el temor, especialmente en países con déficits crónicos de cuenta corriente, de que el control de las entradas de capital obstaculice el acceso a largo plazo a los mercados internacionales de capital⁵⁹.

Para potenciar la eficacia de esas políticas nacionales, dos medidas de alcance internacional parecen indispensables. En primer lugar, para que los encargados de la formulación de políticas puedan utilizar los controles de capital es preciso mantener la gestión de la cuenta de capital fuera del ámbito de los acuerdos regionales y bilaterales de comercio e inversión, o al menos establecer salvaguardias en esos acuerdos que reconozcan a los países el derecho a regular los flujos de capital sin entrar en conflicto con las obligaciones contraídas. Combinadas con un uso más frecuente por los países en desarrollo de las excepciones a las medidas prudenciales previstas en los acuerdos de la OMC, esas salvaguardias facilitarían considerablemente la utilización de los controles de capital como un instrumento de política ordinario⁶⁰.

En segundo lugar, los controles de capital resultarían mucho más eficaces si los flujos de capital estuvieran sujetos a controles tanto en origen como en destino. Esto podría lograrse mediante un respaldo multilateral de mecanismos específicos de cooperación, como los previstos por Keynes y White cuando establecieron el sistema de Bretton Woods (Helleiner, 2015)⁶¹. Esos mecanismos prestarían una ayuda particularmente útil a los países receptores cuya capacidad para instaurar controles de capital es limitada, ya sea por falta de capacidad institucional o por condicionantes jurídicos, como los que imponen ciertos acuerdos de comercio e inversión. Las autoridades públicas de los países de origen tendrían un incentivo para regular las salidas de capital, a fin de aumentar la eficacia de políticas monetarias acomodaticias orientando el crédito hacia la inversión productiva en sus propias economías y evitando que parte del estímulo monetario se disipe

hacia la inversión financiera en el extranjero. Además, la regulación de las salidas de capital limitaría los daños que ocasionaría una eventual crisis financiera en un país receptor a las entidades financieras de importancia sistémica de los países de origen, especialmente una vez que la comunidad internacional reconociera la posibilidad de un mecanismo legal de reestructuración de la deuda como instrumento legítimo para resolver las crisis y repartir la carga entre acreedores y deudores. Por último, la coordinación de los controles de capital permitiría una reducción de los flujos de capital a partir de niveles de restricción relativamente

menores, tanto en origen como en destino, en vez de aplicar controles más estrictos en una sola de las partes (Ghosh *et al.*, 2017). Esa coordinación puede basarse en la reciprocidad que exigen los acuerdos de Basilea III en la constitución de colchones de capital con fines anticíclicos, pero también podría conseguirse con la ampliación de la noción de contención de los flujos financieros “indeseables” que se analizó en la sección B. Si además se reconoce que esos cambios pueden ser fundamentales para alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible, puede suponer un nuevo acicate para su instauración. ■

Notas

- 1 Además de proporcionar regímenes fiscales altamente preferenciales, los paraísos fiscales suelen destacar por el secreto financiero que ofrecen, lo que facilita los flujos financieros ilícitos.
- 2 Los flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones impositivas asociados con las empresas multinacionales guardan relación principalmente con esquemas tributarios que contravienen el espíritu, aunque no necesariamente la letra, de la ley y, por lo tanto, en ocasiones se denominan “planificación tributaria agresiva” o “elusión de impuestos”. Estas prácticas contrastan con la evasión y el fraude fiscal, que son ilegales. No obstante, la frontera entre lo que se considera legal e ilegal es a menudo borrosa en la práctica. Los flujos financieros ilícitos motivados por consideraciones impositivas de las empresas multinacionales se dividen principalmente en tres grandes categorías: 1) manipulación de los precios de exportación e importación intragrupo (ya sean servicios o bienes), comúnmente denominada manipulación de los precios de mercado; 2) deducciones excesivas por el pago de intereses intragrupo, también conocidas como subcapitalización; y 3) ubicación estratégica de intangibles. En el *Informe de 2014* se abordan en detalle los conceptos clave relacionados con esos flujos financieros ilícitos y sus mecanismos. Shaxson (2019) trata las diversas definiciones de flujos financieros ilícitos y elusión de impuestos por parte de las empresas, así como las áreas grises que rodean la noción de elusión y evasión fiscal, etc.
- 3 Como Cobham y Janský (2018: 221) señalan, la situación “solo cambiará realmente [...] cuando las multinacionales publiquen sus resultados desglosados por país”.
- 4 Este dato hace referencia a la clasificación grupal de las Naciones Unidas, no a las categorías grupales de la OCDE a las que aluden estos autores. Se toma como base el trabajo de Tørsløv *et al.* (2018: online table C4d).
- 5 Sin embargo, Forstater (2015) manifiesta su escepticismo sobre las cantidades que sería factible para los gobiernos recaudar si abordasen la cuestión de los flujos financieros ilícitos.
- 6 Un informe del Marco Inclusivo del Proyecto BEPS de la OCDE y el G20 sobre el estado actual de la implementación de su mandato, que abarca el período comprendido entre julio de 2017 y junio de 2018, puede consultarse en <http://www.oecd.org/tax/beps/inclusive-framework-on-beps-progress-report-july-2017-june-2018.pdf> (consultado el 3 de julio de 2019). Además, los artículos de EY Global Tax Alert —disponibles en <https://www.ey.com/gl/en/services/tax/oecd-base-erosion-and-profit-shifting-project> (consultado el 3 de julio de 2019)— permiten seguir la rápida evolución del Proyecto BEPS.
- 7 Para una lista actualizada, véase <http://www.oecd.org/tax/transparency/AEOI-commitments.pdf> (consultado el 3 de julio de 2019).
- 8 La adopción de esta medida también supuso una transformación del Foro Mundial; una estructura multilateral que se creó en 2000 y cuya composición se amplió en 2009 cuando se adhirieron varios países en desarrollo, entre ellos pequeños países con jurisdicciones de baja tributación. El Foro Mundial, que en junio de 2019 contaba con 154 países miembros, tiene como objetivos: 1) la supervisión mutua por parte de los miembros del cumplimiento de sus compromisos en materia de aplicación de las normas de transparencia e intercambio de información, y 2) el establecimiento de condiciones equitativas, incluso entre los miembros que no se han adherido al Marco.
- 9 Dado que este proceso se inició en 2018 con el ejercicio fiscal de 2016, se necesitarán más datos en los próximos años para evaluar el impacto de estas medidas.
- 10 Véase ICRICT (2019a: Box 1) para una evaluación más detallada. El Comité de Expertos de las Naciones Unidas sobre Cooperación Internacional

- en Cuestiones de Tributación ha emprendido varias iniciativas para abordar las preocupaciones específicas de los países en desarrollo. La información sobre el Comité y sus publicaciones puede consultarse en <https://www.un.org/esa/ffd/ffd-follow-up/tax-committee.html> (consultado el 3 de julio de 2019).
- 11 En un contexto caracterizado por el aumento del número de controversias sobre medidas tributarias sometidas a procedimientos arbitrales entre Estados e inversionistas privados, Uribe y Montes (2019) analizan las excepciones incorporadas en los acuerdos internacionales de inversión y su eficacia para restringir la aplicabilidad de las disposiciones de esos acuerdos relativas a la protección y la solución de controversias a las reclamaciones no relacionadas con cuestiones tributarias. Los autores observan que, incluso en casos en que los asuntos tributarios eran objeto de excepciones recogidas en los acuerdos internacionales de inversión, los tribunales de solución de controversias entre inversionistas y Estados (SCIE) examinaron las medidas tributarias adoptadas por los Estados y, en algunos casos, incluso llegaron a determinar que dichas medidas incumplían las obligaciones contraídas por el Estado en virtud de tales acuerdos.
 - 12 Para un estudio de casos concretos en los que los principios no vinculantes —abordados inicialmente desde una óptica de no renuncia a ningún derecho en el marco del Proyecto BEPS— pasaron a ser de obligado cumplimiento incluso en los países que no habían respaldado plenamente esos principios; véanse, por ejemplo, Beyer (2018); y Victor (de próxima publicación).
 - 13 La OCDE (OECD, 2015b) señala que la pérdida de ingresos atribuible a la elusión de impuestos podría alcanzar el 10 % de los ingresos mundiales por concepto de impuesto de sociedades. Los cálculos aproximados presentados por el FMI en el (IMF, 2019: 11) indican que esta es equivalente a un recorte del tipo oficial del impuesto de sociedades de unos 2,5 puntos porcentuales, si se toma como tipo medio inicial el 25 % —aproximadamente el registrado en los países desarrollados desde 2005 (gráfico 5.1). Sin embargo, cuando se realiza una comparativa con períodos anteriores, se aprecia que la elusión de impuestos representa únicamente una parte de la reducción de los tipos impositivos oficiales desde 2000. La utilización de series históricas anteriores arrojaría unas estimaciones más abultadas, ya que las prácticas de competencia tributaria habituales, principalmente la reducción de los tipos oficiales del impuesto de sociedades, dieron comienzo mucho antes de esa fecha. Entre 1985 y 2018, el tipo oficial medio del impuesto de sociedades disminuyó en más de la mitad, pues pasó del 49 % al 24 % (Tørsløv *et al.*, 2018). Esa cifra sería aproximadamente cinco veces superior a la elusión de impuestos si se parte de una tasa inicial de alrededor del 50 % (cuyo 10 % equivale a una reducción de 5 puntos porcentuales, en comparación con los 25 observados durante ese período). Cabe señalar que esa estimación podría calificarse de prudente, dado que numerosas empresas multinacionales han recibido incentivos fiscales especiales, lo que reduce aún más los tipos efectivos del impuesto de sociedades.
 - 14 Los esfuerzos por conceptualizar unos criterios objetivos para identificar las jurisdicciones que no han avanzado lo suficiente hacia un nivel satisfactorio de implementación de las normas internacionales acordadas pueden dar lugar a que los países adopten “medidas defensivas” al respecto (*TDR 2014*: 177). En términos más generales, varios países desarrollados —e incluso zonas concretas dentro de esos países— tienen en común algunas características relevantes con los paraísos fiscales más convencionales y algunos de los residentes económicamente poderosos de esas economías son los principales beneficiarios de los flujos financieros ilícitos (Rodrik, 2014); Akhtar y Grondona (2019) presentan una reciente evaluación crítica de la lista de paraísos fiscales.
 - 15 El reparto en base a una fórmula es un método para asignar parte de los beneficios totales a nivel mundial obtenidos por una empresa multinacional y todas sus empresas filiales de primer o más grados a una jurisdicción determinada en la que tiene presencia imponible, sobre la base de factores tales como el porcentaje de ventas, activos o empleados atribuibles a esa jurisdicción. En ese contexto, los estados financieros de todas las filiales se consolidan tomando como base la información sobre los resultados desglosada por país para el grupo de empresas, y así se genera una base imponible única que se distribuye entre todas las jurisdicciones sobre la base de una fórmula.
 - 16 La Ley de Reducción de Impuestos y Empleo incluye también tres disposiciones que guardan relación con el Proyecto BEPS: un impuesto que grava las acumulaciones extraterritoriales pasadas, un impuesto que grava las acumulaciones extraterritoriales futuras y un impuesto que grava los pagos a terceros vinculados a la erosión de la base imponible (Avi-Yonah, 2017).
 - 17 Los cuatro estándares mínimos del Proyecto BEPS son la Acción 5, relativa a prácticas fiscales perniciosas, la Acción 6, relativa a abusos en materia de tesorería, la Acción 13, relativa a la presentación de resultados desglosados por país, y la Acción 14, relativa a la resolución de controversias.
 - 18 Véase el documento de la Administración Tributaria y Aduanas del Reino Unido (HM Revenue and Customs) “Factsheet on HMRC and multinational corporations”, 9 de febrero de 2016; disponible en <https://www.gov.uk/government/news/factsheet-on-hmrc-and-multinational-corporations> (consultado el 3 de julio de 2019).

- 19 Véase el documento del Gobierno de Australia “Diverted profits tax”, 26 de septiembre de 2018; disponible en <https://www.ato.gov.au/general/new-legislation/in-detail/direct-taxes/income-tax-for-businesses/diverted-profits-tax/?=redirected> (consultado el 3 de julio de 2019).
- 20 El sexto método es un método adicional de cálculo de los precios de transferencia que difiere de los otros cinco métodos de valoración de los precios de transferencia recomendados en las *Directrices de la OCDE aplicables en materia de precios de transferencia*, de 1995. El método es aplicable a los productos básicos, ya que para la valoración de los precios de transferencia se utiliza una comparación con las cotizaciones de mercado (generalmente los precios de los futuros), lo que permite determinar el precio de plena competencia sin recurrir a la comparación con transacciones y precios acordados entre partes no vinculadas.
- 21 Una alternativa a la renegociación de los tratados fiscales bilaterales sería modificar los comentarios de la OCDE, que acompañan al *Modelo de convenio tributario sobre la renta y sobre el patrimonio* de la OCDE y ayudan a la interpretación y aplicación de los tratados en materia de tributación, incluidos algunos tratados entre países que no son miembros de la OCDE.
- 22 Si bien el uso de las tecnologías digitales puede favorecer la movilización de recursos nacionales al mejorar el cumplimiento de las obligaciones tributarias y la recaudación de impuestos, así como al apoyar la formalización de la economía del sector no estructurado, esta sección se centra en las necesidades de cambios en el marco tributario internacional que crea la digitalización.
- 23 Banga (2019) identifica 49 productos digitalizables —principalmente películas, música, material impreso, *software* y videojuegos— y estima las transmisiones electrónicas de esos productos en 2017 calculando la diferencia entre el comercio físico real de dichos productos y la cifra que cabría esperar si su tasa media de crecimiento en el período 1998-2010 —es decir, el 8 % anual— se hubiera mantenido durante el período 2011-2017, en lugar de disminuir, supuestamente debido a la sustitución por transmisiones electrónicas. La merma de ingresos se calcula aplicando la media simple de los derechos consolidados sobre las importaciones físicas de esos 49 productos en los países objeto de estudio a la estimación de transmisiones electrónicas.
- 24 Para un análisis detallado de estos dos enfoques, véanse, por ejemplo, KPMG (2017) y OECD (2017).
- 25 Las otras dos posibilidades son la propuesta de participación de los usuarios, adecuada sobre todo para las plataformas de medios sociales, los motores de búsqueda y las tiendas en línea; y la propuesta de comercialización de intangibles, que hace hincapié en la marca y el nombre comercial, así como en los datos y las listas de clientes y las relaciones con estos derivados de las actividades dirigidas a clientes y usuarios en la jurisdicción del mercado en cuestión (Committee of Experts on International Cooperation in Tax Matters, 2017, 2019; Li, 2017; OECD, 2019b).
- 26 Por ejemplo, las medidas unilaterales que se examinan a continuación implican asignar derechos de imposición y normas sobre los ingresos con independencia de la presencia física de una empresa, desviarse del principio de plena competencia en la distribución de los beneficios y tener en cuenta la participación de los usuarios en la creación de valor.
- 27 El Premio Nobel y ex Economista Jefe del Banco Mundial, Paul Romer, apoyó recientemente ese tipo de medidas fiscales no solo por su contribución a la generación de ingresos, sino también por considerar que tales impuestos podrían ser progresivos, con tipos más altos para las empresas de mayor envergadura, a fin de limitar su tamaño. Se facilitaría así la entrada en el mercado de nuevas empresas, lo cual incrementaría las posibilidades de elección de los consumidores y contendría las tendencias monopolísticas. Véase Romer (2019).
- 28 Con respecto a esta última preocupación, la AICPA (2019) argumenta que los impuestos a las actividades económicas de carácter digital basados en los ingresos brutos operan fuera del ámbito de los tratados tributarios, por lo que no se proporciona ninguna protección contra la doble imposición. Este estudio también analiza una serie de objeciones adicionales a los impuestos unilaterales de carácter temporal sobre la economía digitalizada.
- 29 Las cifras se calculan sobre la base de los tipos de cambio medios con el dólar para 2017 (*Estadísticas financieras internacionales* del FMI).
- 30 Estos resultados son la suma de las cifras de cada país, calculados sobre la base de la población estimada con una variante mediana para 2017 (del informe de las Naciones Unidas *Perspectivas de la Población Mundial*) y el porcentaje de personas que utilizan Internet en 2017 (de la Unión Internacional de Telecomunicaciones, <https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/stat/default.aspx>).
- 31 Los flujos de capital se registran en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Los flujos de capital privado excluyen los activos de reserva y otros flujos de inversión oficial. Por flujos netos de capital se entiende la diferencia entre las entradas de capital (es decir la adquisición de activos nacionales por no residentes; la repatriación del producto de la venta de esos activos se define como entrada negativa) y las salidas de capital (es decir la adquisición de activos externos por residentes, incluidas las empresas y los particulares extranjeros con residencia en el país; la repatriación del producto de la venta de esos activos se define como salida negativa). Es necesario establecer una distinción entre las entradas

- netas y las entradas brutas, que describen los flujos netos de pasivos. El término de “flujo bruto” se utiliza en este documento solo de forma ocasional porque no permite determinar si los flujos proceden de no residentes (en cuyo caso dan lugar a flujos de pasivos) o de residentes (en cuyo caso son flujos de activos). Véanse además las definiciones en Ghosh *et al.*, 2017: 11 y 12.
32. Las cifras corresponden al índice Chinn-Ito (Chinn e Ito, 2006), indicador de la globalización financiera obtenido a partir del análisis de los principales componentes del *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (Informe anual sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias), del FMI, atribuyendo un código binario a la tabulación de la regulación relativa a las transacciones de cuenta corriente y cuenta de capital. El índice no establece distinciones entre restricciones a las entradas y a las salidas pero abarca un gran número de países durante un largo período y se actualiza periódicamente.
33. Véase en el *Informe de 2014* un análisis más detallado de las consecuencias de los flujos de capital para la gestión macroeconómica y la estabilidad financiera de los países en desarrollo. Véase también Akyüz, 2017; Erten y Ocampo, 2017; y Ghosh *et al.*, 2017.
34. Otro ejemplo es el de la República de Corea, que antes de la crisis financiera global registraba superávits de cuenta corriente y una posición de activos externos netos positiva. Sin embargo, la estructura sectorial de la posición de inversión internacional del país comprendía una importante posición neta deudora en el caso de las empresas y la banca, que se vieron gravemente afectadas por la crisis financiera global, compensada solo en parte por la posición de inversión neta positiva del sector oficial (Avdjiev *et al.*, 2015).
35. Véanse la metodología y los supuestos utilizados para el cálculo de las posiciones brutas de activos y pasivos externos en Lane y Milesi-Ferretti, 2018.
36. En préstamo en el sentido de que tienen como contrapartida un aumento de los pasivos externos de una u otra manera, pasivos que generan transferencias de ingresos hacia el exterior.
37. Los países en desarrollo sintieron la necesidad de dotarse de ese tipo de estrategia de autoseguro en previsión de problemas para acceder a la liquidez internacional en períodos de dificultad (*TDR 2015*).
38. Para interpretar estas cifras se ha de tener en cuenta que la distinción entre inversión extranjera directa e inversión de cartera es, en cierta medida, arbitraria, y que en las estadísticas relativas a la IED se considera que las utilidades retenidas se reinvierten y los préstamos y anticipos entre las empresas matrices y sus filiales extranjeras son inversiones directas y no deudas, aunque no es posible determinar si realmente es así (Akyüz, 2017). También se ha constatado (Damgaard y Elkjaer, 2017) que cerca del 40 % de las posiciones mundiales de IED son inversiones financieras realizadas a través de sociedades instrumentales que no desempeñan ninguna actividad real.
39. Los datos relativos a la IED bilateral que figuran en este párrafo y el siguiente provienen de UNCTADstat.
40. Las tenencias de riesgo son los derechos devengados por inversión directa y participación en el capital; las tenencias seguras son los activos de reserva, los préstamos bancarios y los instrumentos de deuda.
41. Este no es el caso de, por ejemplo, Turquía (durante todo el período) o la República de Corea (a partir de 2010), países ambos que son miembros de la OCDE.
42. Recientemente, la moneda china ha adquirido cierto protagonismo internacional (*TDR 2015*).
43. Estos cálculos se realizaron siguiendo la metodología propuesta por Akyüz, 2018.
44. El análisis de la importancia relativa y la compleja interacción de las variaciones de los precios de los activos y los tipos de cambio como impulsores de los efectos de valoración que determinan las especificidades propias de cada país en materia de diferenciales de rendimiento total (cuadro 5.3) y los diferenciales de rentabilidad (cuadro 5.2) queda fuera del ámbito del presente capítulo. Los efectos de valoración derivados de las variaciones del tipo de cambio serán sustancialmente diferentes según el país de que se trate, en función de la composición por monedas de sus posiciones de activos y pasivos externos y de sus correspondientes posiciones netas de divisas (es decir, activos brutos menos pasivos brutos en divisas). Las variaciones de los precios de los activos dependerán de la importancia relativa de las categorías de inversiones de cartera y de deuda, y el peso relativo de los títulos de deuda del Estado frente a la deuda de las empresas y los valores de titulización de activos en la deuda total. Basándose en premisas solventes sobre la composición por monedas de las posiciones de deuda e inversiones de cartera, Gourinchas *et al.*, 2012, analizan los efectos de valoración de la interacción entre las variaciones de los precios de los activos y los tipos de cambio en unos cuantos países en los cuatro trimestres posteriores al tercer trimestre de 2007, que fue cuando se inició la crisis financiera global. Para los países incluidos en las dos muestras, las conclusiones de Gourinchas *et al.*, 2012, sobre los países desarrollados quedan reflejadas en los datos correspondientes a 2008-2009 en el cuadro 5.3; son ligeramente diferentes en el caso de los países en desarrollo, probablemente debido a la utilización de un período más largo de tiempo y de datos anuales en este capítulo, a las variaciones particularmente bruscas de los precios de los activos y los tipos de cambio en los países en desarrollo en el período 2007-2009 y de las considerables diferencias resultantes entre los datos trimestrales y anuales.

- 45 Este resultado concuerda con las conclusiones de Adler y García-Macia, 2018, en su análisis de 52 economías durante el período 1990-2015, pues observan que las tasas de rentabilidad total de los países en desarrollo son inferiores a las de los países desarrollados en 5 puntos porcentuales. También coincide con lo indicado por Akyüz, 2018, quien analiza nueve economías emergentes durante el período 2000-2016 y observa un diferencial de rentabilidad de 7 puntos porcentuales. Además de las diferencias debidas a que se consideran períodos diferentes, el hecho de que esta última cifra sea mayor que las anteriores probablemente se deba a la inclusión de la Federación de Rusia en el grupo de las economías emergentes, ya que el diferencial de rentabilidad negativo que registra este país supera, a menudo por un amplio margen, el de cada uno de los países en desarrollo incluidos en los cuadros 5.2 y 5.3.
- 46 Adler y García-Macia, 2018, también observan que las variaciones de los precios de los activos, y no tanto las fluctuaciones de los tipos de cambio, determinan una parte importante de las plusvalías y pérdidas de los países en desarrollo.
- 47 El modesto nivel actual de inversión institucional en los países en desarrollo, que es uno de los principales fundamentos de las propuestas que recomiendan reformas de la estructura y la política económica para crear un clima de inversión más favorable y fomentar la confianza del sector privado, con miras a encauzar el capital privado de los países desarrollados hacia los países en desarrollo, es un indicio también de la inexistencia de evidencia estrictamente nacional sobre los efectos de un incremento de la inversión institucional.
- 48 Sin embargo, perduran las opiniones disidentes. Por ejemplo, Agustín Carstens, a la sazón gobernador del Banco de México y exdirector gerente adjunto del Fondo Monetario Internacional, dijo en 2015: “Solo me quedan ocho segundos para hablar de los controles de capital. No necesito más: no funcionan, yo no los aplicaría, no los recomiendo”. Disponible en <https://www.imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=4176918093001> (consultado el 4 de julio de 2019). Además, la OCDE ha seguido considerando que la eficacia de los controles de capital era incierta y que no era deseable instituirlos. Esta organización recomienda apoyarse en reformas estructurales y políticas macroeconómicas, en particular dejando que el tipo de cambio se aprecie y endureciendo las políticas fiscales, y considera que lo mejor es que los controles de capital se utilicen como medida de último recurso que debe aplicarse en forma temporal y de preferencia bajo vigilancia multilateral, como la que prevé el marco creado en el Código de la OCDE de liberalización de los movimientos de capital (OCDE, 2011: 289).
- 49 Para un repaso de la bibliografía sobre este tema, véase Erten *et al.*, (de próxima publicación).
- 50 Los controles de capital son a menudo el equivalente económico de las medidas macroprudenciales, cuya utilización goza de un amplio apoyo (Ostry *et al.*, 2012; Forbes, 2019). Los controles de capital son discriminatorios hacia los no residentes y se aplican a los propios flujos de capital, es decir que están destinados a regular el volumen de los movimientos transfronterizos de capital y/o cambiar su composición de modo que conlleve menos riesgos. Las medidas macroprudenciales se aplican a las entidades financieras reguladas y pretenden contener los efectos perjudiciales de las entradas de capital en la estabilidad del sistema financiero nacional. Esos dos tipos de medidas se solapan cuando atañen, por ejemplo, a los requisitos de capital y los límites de los descalses cambiarios. Ahora bien, ninguno de esos instrumentos cubre completamente los derivados cambiarios, que pertenecen a una categoría de flujos de capital que, como se analiza más adelante, se utiliza cada vez más en los países en desarrollo con mercados financieros avanzados. La regulación prudencial solo abarca los balances de las entidades financieras residentes pero no las operaciones cambiarias de los inversionistas no residentes ni las de los inversionistas residentes no financieros. Al mismo tiempo, los controles de capital solo abarcan las transacciones transfronterizas, aunque no las operaciones cambiarias en los mercados internos (Prates y Fritz, 2016).
- 51 Cabe señalar que las cifras que figuran en el gráfico indican la presencia de restricciones, pero no reflejan la intensidad de estas. En ese sentido, dan cuenta de grandes tendencias pero no de los detalles de las variaciones cíclicas en la utilización de los controles de capital. Los datos para la medición de los cambios en la utilización de controles de capital (por ejemplo, Gallagher, 2015; Ghosh *et al.*, 2017; Gupta y Masetti, 2018) abarcan un breve período de tiempo o un pequeño número de países, y no están a disposición del público.
- 52 Estas evaluaciones suelen basarse en la evolución de los tipos de cambio, el nivel de las inversiones de cartera, la independencia de la política monetaria, la inflación y la volatilidad financiera, y en medidas especiales para reducir los factores de fragilidad financiera, como el apalancamiento bancario, la expansión crediticia, las burbujas de activos, la exposición a la fluctuación de los tipos de cambio o los pasivos a corto plazo. Erten *et al.* (Erten *et al.*, de próxima publicación) presentan un examen detallado de conclusiones extraídas a partir de evidencia empírica sobre la eficacia de los controles de capital.
- 53 Por cuanto respecta a las dificultades generales, Blanchard y Acalin (2016: 1), observan que ciertos flujos de IED que han sido medidos son mucho más parecidos a los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda, que obedecen a movimientos de corta duración de las condiciones de la política

- monetaria de los Estados Unidos antes que a los fundamentales a mediano plazo del país. El Brasil, por ejemplo, tiene una regulación especial que permite que inversionistas extranjeros adquieran acciones y realicen préstamos interempresariales considerados como IED, pero utilizados para comprar títulos de deuda (Carvalho y García, 2008).
- 54 Una cartografía exacta de estas transferencias de recursos exigiría examinar otros aspectos más allá de las posiciones agregadas de activos y pasivos externos de los países, que se analizaron en este capítulo, y estudiar datos completos de excelente calidad sobre las posiciones y los flujos bilaterales. Sin embargo, no se dispone de ese tipo de datos.
- 55 Es destacable que el FMI haya dado ese paso, habida cuenta, entre otras cosas, del debate que mantuvieron sus miembros en 1997 sobre la conveniencia de incorporar la convertibilidad de la cuenta de capital en el Convenio Constitutivo del FMI. Sobre el hecho de que esta iniciativa no consiguiera suficiente apoyo y no se aplicara, Ghosh *et al.* (2017: 59) observan que no solo se opusieron a ella los países en desarrollo, alarmados por la crisis financiera en curso en Asia y temerosos de que —incluso con disposiciones transitorias— el FMI utilizara ese mandato para imponer una liberalización prematura a los países reticentes, sino también la comunidad financiera de los Estados Unidos, temerosa de que ello diera demasiado poder al FMI y le permitiera, entre otras cosas, legitimar controles de capital ya aprobados por el Fondo.
- 56 Véanse los llamamientos anteriores de la UNCTAD en este sentido en, por ejemplo, *TDR 1998*, *TDR 2006* y *TDR 2016*; véase también UNCTAD, 2012: 31 y 32.
- 57 Esto podría resultar importantísimo, puesto que “la eficacia de las medidas depende del nivel de los flujos de capital a corto plazo en el momento en que se instauran los controles” (Magud *et al.*, 2018: 4). La oposición al control de las entradas de capital puede ser especialmente contundente durante los episodios repentinos de gran afluencia de capitales porque “inicialmente, esos episodios vienen acompañados de una apreciación del tipo de cambio, subidas del precio de los activos y un crecimiento del PIB; así pues, las empresas, los trabajadores y los hogares ven aumentar su poder adquisitivo durante ese tipo de episodios, se sienten más ricos porque suben los precios de los activos y ven que la economía crece” (Gallagher, 2015: 102 y 103).
- 58 Esto podría lograrse, por ejemplo, reforzando los bancos de desarrollo para contribuir a la diversificación de las fuentes de financiamiento del desarrollo no vinculadas al capital internacional, como se analiza en el capítulo VI del presente *Informe*. Por ejemplo, Prates y Fritz (Prates y Fritz, 2016) sostienen que en el Brasil los exportadores dieron amplio apoyo a los responsables de las políticas en lo referente a la regulación de las entradas de capital, ya que podían obtener créditos subvencionados tanto de bancos comerciales como del Banco Nacional de Desarrollo del Brasil.
- 59 Otro ejemplo sería la regulación de las operaciones bancarias en moneda extranjera. Aplicada a los bancos, esa regulación podría considerarse una medida macroprudencial y, al mismo tiempo, constituir una forma de control del capital, puesto que se aplicaría a la mayor parte de las transacciones con extranjeros, pero no a las transacciones entre agentes nacionales, es decir, que se establecería una distinción entre residentes y no residentes. Dada la importancia de las operaciones de arbitraje entre monedas (*carry trade*) y de los derivados cambiarios en los flujos de capitales, con medidas de regulación de ese tipo se podría reducir considerablemente el nivel de las entradas de capital.
- 60 Muchos acuerdos de comercio e inversión, especialmente los que se conciertan con los Estados Unidos, prohíben la adopción de controles de capital, a no ser en circunstancias sumamente excepcionales (para un análisis más detallado, véase Gallagher *et al.*, 2019). La pertenencia a la OCDE y la Unión Europea también excluye la utilización de controles de capital (por ejemplo, Ghosh *et al.*, 2017: 386).
- 61 El acuerdo que se concertó finalmente se limitaba a las medidas unilaterales y otorgaba a cada miembro del FMI el derecho de controlar todos los movimientos de capital sin necesidad de contar con la aprobación del Fondo, siempre que los controles no impusieran restricciones en los pagos de las transacciones de cuenta corriente.

Referencias

- Abraham F and Schmukler SL (2018). Financial globalization: A glass half empty? In: Beck T and Levine R, eds. *Handbook of Finance and Development*. Edward Elgar. Cheltenham: 338–368.
- Adler G and Garcia-Macia D (2018). The stabilizing role of net foreign asset returns. Working Paper No. 18/79. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/04/06/The-Stabilizing-Role-of-Net-Foreign-Asset>Returns-45748> (accessed 2 July 2019).
- AICPA (Association of International Certified Professional Accountants) (2019). Taxation of the digitalized economy. Available at <https://www.aicpa.org/content/dam/aicpa/advocacy/tax/>

- downloadabledocuments/201810-taxation-of-the-digitalized-economy.pdf (accessed 2 July 2019).
- Akhtar J and Grondona V (2019). Tax haven listing in multiples hues: Blind, winking or conniving? Research Paper 94. South Centre. Available at https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2019/04/RP94_Tax-Haven-Listing-in-Multiple-Hues-Blind-Winking-or-Conniving_EN.pdf (accessed 2 July 2019).
- Akyüz Y (2017). *Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*. Oxford University Press. Oxford.
- Akyüz Y (2018). External balance sheets of emerging economies: Low-yielding assets, high-yielding liabilities. Working Paper No. 476. Political Economy Research Institute. Available at <https://www.peri.umass.edu/publication/item/1136-external-balance-sheets-of-emerging-economies-low-yielding-assets-high-yielding-liabilities> (accessed 2 July 2019).
- Andrade RP and Prates DM (2013). Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. *Journal of Post Keynesian Economics*. 35(3):399–416.
- Avdjiev S, McCauley RN and Shin HS (2015). Breaking free of the triple coincidence in international finance. Working Papers No. 524. Bank for International Settlements.
- Avi-Yonah RS (2017). The triumph of BEPS: US Tax reform and the single tax principle. Research Paper No. 579. University of Michigan Public Law. Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3081523> (accessed 2 July 2019).
- Banga R (2019). Growing trade in electronic transmissions: Implications for the South. Research Paper No. 29. UNCTAD/SER.RP/2019/1. United Nations Conference on Trade and Development. Available at <https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2356> (accessed 2 July 2019).
- Benigno G, Chen H, Otrók C, Rebucci A and Young ER (2016). Optimal capital controls and exchange rate policies: A pecuniary externality perspective. *Journal of Monetary Economics*. 84:147–165.
- BEPS Monitoring Group (2018). Submission to the International Monetary Fund: Analysis of international corporate taxation. 18 December. Available at <https://static1.squarespace.com/static/5a64c4f39f8dceb7a9159745/t/5c19432470a6adbb26cd4317/1545159465605/BMG+to+IMF+on+Corporate+Taxation+final.pdf> (accessed 2 July 2019).
- Beyer V (2018). Income tax and nondiscrimination in the GATT. *Journal of International Economic Law*. 21(3):547–566.
- Blanchard O and Acalin J (2016). What does measured FDI actually measure? Policy Brief 16–17. Peterson Institute for International Economics. Available at <https://piie.com/system/files/documents/pb16-17.pdf> (accessed 2 July 2019).
- Bloomberg Tax (2019). France poised to tax tech companies' digital ads, resale of data. 5 March. Available at <https://news.bloombergtax.com/daily-tax-report-international/france-poised-to-tax-tech-companies-digital-ads-resale-of-data> (accessed 10 July 2019).
- Burgers I and Mosquera Valderrama I (2017). Corporate taxation and BEPS: A fair slice for developing countries? *Erasmus Law Review*. 10 (1):29–47.
- Carvalho BS and Garcia MGP (2008). Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties. In: Edwards S and Garcia MGP, eds. *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA: 29–96.
- Chinn MD and Ito H (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*. 81(1):163–192.
- Cobham A and Janský P (2018). Global distribution of revenue loss from corporate tax avoidance: Re-estimation and country results. *Journal of International Development*. 30(2):206–232.
- Cohen BJ (1998). *The Geography of Money*. Cornell University Press. Ithaca, NY.
- Committee of Experts on International Cooperation in Tax Matters (2017). Tax challenges in the digitalized economy. Document E/C.18/2017/CRP.12. 11 October. United Nations. Available at https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2017/10/15STM_CRP22_-_Digital-Economy.pdf (accessed 2 July 2019).
- Committee of Experts on International Cooperation in Tax Matters (2019). Tax issues related to the digitalization of the economy: Report. Document E/C.18/2019/CRP.12. 5 April. United Nations. Available at https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2019/04/18STM_CRP12-Work-on-taxation-issues-digitalization.pdf (accessed 2 July 2019).
- Damgaard J and Elkjaer T (2017). The global FDI network: Searching for ultimate investors. Working Paper 17/258. International Monetary Fund.
- Della Croce R, Stewart F and Yermo J (2011). Promoting longer-term investment by institutional investors: Selected issues and policies. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 1:145–164.
- Dharmapala D (2014). What do we know about base erosion and profit shifting? A review of the empirical literature. Working Paper No. 4612. Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo).
- Du W and Schreger J (2016). Local currency sovereign risk. *Journal of Finance*. 71(3):1027–1070.
- Eichengreen B and Gupta P (2018). Managing sudden stops. In: Mendoza EG, Pastén E and Saravia D, eds. *Monetary Policy and Global Spillovers: Mechanisms, Effects and Policy Measures*. Central Bank of Chile. Santiago de Chile: 9–47.
- EPG-GFG (2018). *Making the Global Financial System Work for All: Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance*. October.

- Available at <https://www.globalfinancialgovernance.org> (accessed 2 July 2019).
- Erten B and Ocampo JA (2017). Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review*. 65(2):193–240.
- Erten B, Korinek A and Ocampo JA (forthcoming). Capital controls: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*. Available <https://docs.google.com/viewer?a=v&pid=sites&srcid=ZGVmYXVsdGRvbWVfbnxcnRlbnJpbGdlfGd4OjJmYTc2NzAyNjglYWESOTk> (accessed 10 July 2019).
- European Commission (2018). Fair taxation of the digital economy. 21 March. Available at https://ec.europa.eu/taxation_customs/business/company-tax/fair-taxation-digital-economy_en (accessed 10 July 2019).
- EY (2019). Global Tax Alert: Indian Tax Administration invites public comments on proposal to amend rules on profit attribution to permanent establishment. 1 May. Available at [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Indian_Tax_Administration_invites_public_comments_on_proposal_to_amend_rules_on_profit_attribution_to_permanent_establishment/\\$FILE/2019G_001978-19Gb1_TP_India%20-%20Proposal%20to%20amend%20PE%20profit%20attrib%20rules.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Indian_Tax_Administration_invites_public_comments_on_proposal_to_amend_rules_on_profit_attribution_to_permanent_establishment/$FILE/2019G_001978-19Gb1_TP_India%20-%20Proposal%20to%20amend%20PE%20profit%20attrib%20rules.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Fernandez A, Klein MW, Rebucci A, Schindler M and Uribe M (2016). Capital control measures: A new dataset. *IMF Economic Review*. 64(3):548–574. 2019 update of dataset available at <http://www.columbia.edu/~mu2166/fkrsu/> (accessed 2 July 2019).
- Forbes KJ (2019). Macroprudential policy: What we’ve learned, don’t know and need to do. *American Economic Review, Papers and Proceedings*. 109:470–475.
- Forstater M (2015). Can stopping “tax dodging” by multinational enterprises close the gap in development finance? Policy Paper 069. Center for Global Development. Available at <https://www.cgdev.org/publication/can-stopping-tax-dodging-multinational-enterprises-close-gap-development-finance> (accessed 2 July 2019).
- Fung S (2017). The questionable legitimacy of the OECD/G20 BEPS project. *Erasmus Law Review*. 10(2):76–88.
- Gallagher KP (2015). *Ruling Capital: Emerging Markets and the Reregulation of Cross-Border Finance*. Cornell University Press. Ithaca, NY.
- Gallagher KP and Ocampo JA (2013). IMF’s new view on capital controls. *Economic & Political Weekly*. 48(12):10–13.
- Gallagher KP, Sklar S and Thrasher R (2019). Quantifying the policy space for regulating capital flows in trade and investment treaties. G-24 Working Paper. Group of Twenty Four. Available at https://www.g24.org/wp-content/uploads/2019/03/Gallagher_Capital_Flows_and_Treaties.pdf (accessed 2 July 2019).
- Ghosh AR, Ostry JD and Qureshi MS (2017). *Taming the Tide of Capital Flows: A Policy Guide*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Goldberg LS and Krogstrup S (2018). International capital flow pressures. Working Paper No. 24286. National Bureau of Economic Research.
- Gourinchas PO and Rey H (2014). External adjustment, global imbalances and valuation effects. In: Gopinath G, Helpman E and Rogoff K, eds. *Handbook of International Economics Volume 4*. Elsevier. Amsterdam: 585–645.
- Gourinchas PO, Rey H and Truempler K (2012). The financial crisis and the geography of wealth transfers. *Journal of International Economics*. 88(2):266–283.
- Grondona V (2018). Transfer pricing: Concepts and practices of the “sixth method” in transfer pricing. Tax Cooperation Policy Brief No 2. South Centre. Available at https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2018/05/TCPB2_Transfer-Pricing-Concepts-and-Practices-of-the-%E2%80%98Sixth-Method%E2%80%99-in-Transfer-Pricing_EN.pdf (accessed 2 July 2019).
- Gupta M and Masetti O (2018). Capital flow measures: Structural or cyclical policy tools? Policy Research Working Paper 8418. World Bank.
- Helleiner E (2015). Controlling capital flows “at both ends”: A neglected (but newly relevant) Keynesian innovation from Bretton Woods. *Challenge*. 58(5):413–427.
- HM Treasury (2018). *Digital Services Tax: Consultation*. November. Available at https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/754975/Digital_Services_Tax_-_Consultation_Document_FINAL_PDF.pdf (accessed 10 July 2019).
- ICRICT (2019a). The fight against tax avoidance. BEPS 2.0: What the OECD BEPS process has achieved and what real reform should look like. Independent Commission for the Reform of International Corporate Taxation (ICRICT) and Friedrich Ebert Foundation. Available at https://static1.squarespace.com/static/5a0c602bf43b5594845abb81/t/5c408a51aa4a999d549c3468/1547733591875/thefightagainsttaxavoidance_finalversion.pdf (accessed 2 July 2019).
- ICRICT (2019b). *A Roadmap for a Global Asset Registry: Measuring and Tackling Inequality – Curbing Tax Avoidance, Tax Evasion, Corruption and Illicit Financial Flows*. Independent Commission for the Reform of International Corporate Taxation. Available at <https://www.icrict.com/s/GAR.pdf> (accessed 2 July 2019).
- IMF (2012). The liberalization and management of capital flows: An institutional view. International Monetary Fund. 14 November. Available at <https://www.imf.org>

- org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf (accessed 2 July 2019).
- IMF (2019). Corporate taxation in the global economy. Policy Paper No. 19/007. International Monetary Fund.
- Jeanne O and Korinek A (2010). Excessive volatility in capital flows: A Pigouvian taxation approach. *American Economic Review*. 100(2):403–407.
- Jeanne O, Subramanian A and Williamson J (2012). *Who Needs to Open the Capital Account?* Peterson Institute for International Economics. Washington, D.C.
- Jones B, Seabrook S, Sciliberto S and Jones G (2018). Taxation of the digital economy: Unilateral measures. *Tax Journal*. 1389:8–13.
- Kaltenbrunner A (2015). A post Keynesian framework of exchange rate determination: A Minskyan approach. *Journal of Post Keynesian Economics*. 38(3):426–448.
- Korinek A (2011). The new economics of prudential capital controls: A research agenda. *IMF Economic Review*. 59(3):523–561.
- KPMG (2017). VAT/GST treatment of cross-border services. KPMG International. Available at <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2017/10/vat-gst-treatment-of-cross-border-services.html> (accessed 10 July 2019).
- Lagarde C (2019). An overhaul of the international tax system can wait no longer. *Financial Times*. 10 March. Available at <https://www.ft.com/content/9c5a1aa4-3ff2-11e9-9499-290979c9807a> (accessed 3 July 2019).
- Lane PR and Milesi-Ferretti GM (2018). The external wealth of nations revisited: International financial integration in the aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Economic Review*. 66(1):189–222.
- Li J (2017). Protecting the tax base in the digital economy. In: Trepelkov A, Tonino H and Halka D, eds. *United Nations Handbook on Selected Issues in Protecting the Tax Base of Developing Countries*. 2nd ed. United Nations. New York: 479–522.
- Magud NE, Reinhart CM and Rogoff KS (2018). Capital controls: Myth and reality – A portfolio balance approach. *Annals of Economics and Finance*. 19(1):1–47.
- Martin J (2018). OECD officials discuss international tax and transfer pricing agenda. *MNE Tax*. 16 October. Available at <https://mnetax.com/oecd-officials-discuss-international-tax-and-transfer-pricing-agenda-30678> (accessed 3 July 2019).
- Mosquera Valderrama IJ (2015). Legitimacy and the making of international tax law: The challenges of multilateralism. *World Tax Journal*. 7(3):343–366.
- OECD (2011). Getting the most out of international capital flows. In: *OECD Economic Outlook, No. 89*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris: 287–308. Available at http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-en (accessed 2 July 2019).
- OECD (2013a). *Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://dx.doi.org/10.1787/9789264202719-en> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2013b). *Addressing Base Erosion and Profit Shifting*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://dx.doi.org/10.1787/9789264192744-en> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2015a). *Base Erosion and Profit Shifting, 2015 Final Reports*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://dx.doi.org/10.1787/23132612> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2015b). *Measuring and Monitoring BEPS: Action 11 – Final Report*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://www.oecd.org/ctp/measuring-and-monitoring-beps-action-11-2015-final-report-9789264241343-en.htm> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2015c). *Addressing the Tax Challenges of the Digital Economy, Action 1 – 2015 Final Report*. OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://www.oecd.org/ctp/addressing-the-tax-challenges-of-the-digital-economy-action-1-2015-final-report-9789264241046-en.htm> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2017). *Mechanisms for the Effective Collection of VAT/GST. Where the Supplier Is Not Located in the Jurisdiction of Taxation*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <https://www.oecd.org/tax/tax-policy/mechanisms-for-the-effective-collection-of-VAT-GST.pdf> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2018). Tax challenges arising from digitalisation – Interim Report 2018: Inclusive framework on BEPS. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://www.oecd.org/tax/tax-challenges-arising-from-digitalisation-interim-report-9789264293083-en.htm> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2019a). Tax and digitalisation. Going Digital Policy Note. Organisation for Economic Co-operation and Development. Available at <https://www.oecd.org/going-digital/tax-and-digitalisation.pdf> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2019b). Addressing the tax challenges of the digitalisation of the economy. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <https://www.oecd.org/tax/beps/public-consultation-document-addressing-the-tax-challenges-of-the-digitalisation-of-the-economy.pdf> (accessed 10 July 2019).
- Ostry JD, Ghosh AR, Chamon M and Qureshi MS (2012). Tools for managing financial-stability risks from capital inflows. *Journal of International Economics*. 88(2):407–421.

- Prates DM and Fritz B (2016). Beyond capital controls: Regulation of foreign currency derivatives markets in the Republic of Korea and Brazil after the global financial crisis. *CEPAL Review*. 118:183–201.
- Reuters (2018a). Germany's Scholz wants global tax floor to stop evasion. 21 October. Available at <https://uk.reuters.com/article/uk-germany-tax/germanys-scholz-wants-global-tax-floor-to-stop-evasion-idUKKCN1MU0YO> (accessed 3 July 2019).
- Reuters (2018b). Italian budget commission approves web tax on digital services. 19 December. Available at <https://www.reuters.com/article/italy-tax-digital/italian-budget-commission-approves-web-tax-on-digital-services-idUSL8N1OJ1EY> (accessed 10 July 2019).
- Reuters (2019). France seeks support for minimum corporate tax at world level. 24 January. Available at <https://www.reuters.com/article/us-davos-meeting-lemaire-tax/france-seeks-support-for-minimum-corporate-tax-at-world-level-idUSKCN1PI0Y2> (accessed 3 July 2019).
- Rodrik D (2014). A class on its own. *Project Syndicate*. 10 July. Available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/dani-rodrik-explains-why-the-super-rich-are-mistaken-to-believe-that-they-can-dispense-with-government?barrier=accesspaylog> (accessed 2 July 2019).
- Romer P (2019). A tax that could fix big tech. *New York Times*. 6 May. Available at <https://www.nytimes.com/2019/05/06/opinion/tax-facebook-google.html> (accessed 3 July 2019).
- Shaxson N (2019). No, corporate tax avoidance is not legal. FT Alphaville blog. *Financial Times*. 16 May. Available at <https://ftalphaville.ft.com/2019/05/16/1557994769000/No--corporate-tax-avoidance-is-not-legal/> (accessed 2 July 2019).
- Stiglitz JE (2002). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*. 28(6):1075–1086.
- Taxamo (2019). Digital tax trends: International plans to tax the digital economy. 18 June. Available at <https://blog.taxamo.com/insights/international-digital-tax-trends> (accessed 10 July 2019).
- The Economic Times* (2018). Google and other digital service providers generate over Rs 560 cr in equalisation levy. 27 April. Available at <https://economictimes.indiatimes.com/tech/internet/google-and-other-digital-service-providers-generate-over-rs-560-cr-in-equalisation-levy/articleshow/63933584.cms?from=mdr> (accessed 10 July 2019).
- The Economist Intelligence Unit (2018). Chile consumer goods: Government presents tax modernization bill. 29 August. Available at <http://country.eiu.com/ArticleIndustry.aspx?articleid=1067090090&Country=Chile&topic=Industry&subtopic=Consumer%20goods> (accessed 12 July 2019).
- The Economist Intelligence Unit (2019). Austria telecommunications: Government raises new tax on digital advertising. 4 April. Available at <http://www.eiu.com/industry/article/667871050/government-raises-new-tax-on-digital-advertising/2019-04-04> (accessed 10 July 2019).
- Tørsløv TR, Wier LS and Zucman G (2018). The missing profits of nations. Working Paper No. 24701. National Bureau of Economic Research.
- UNCTAD (2012). *Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development*. (United Nations publication. Sales No. E.12. II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 1998). *Trade and Development Report, 1998: Financial Stability. Growth in Africa*. (United Nations publication. Sales No. E.98. II.D.6. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2006). *Trade and Development Report, 2006: Global Partnership and National Policies for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.06.II.D.6. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014: Global Governance and Policy Space for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.14. II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2015). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15. II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2016). *Trade and Development Report, 2016: Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth* (United Nations publication. Sales No. E.16.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- United Nations (2019). *Financing for Sustainable Development Report 2019*. New York. Available at <https://www.un.org/development/desa/publications/financing-for-sustainable-development-report-2019.html> (accessed 2 July 2019).
- Uribe D and Montes MF (2019). Building a mirage: The effectiveness of tax carve-out provisions in international investment agreements. Investment Policy Brief No. 14. South Centre. Available at https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2019/03/IPB14_Building-a-Mirage-The-Effectiveness-of-Tax-Carve-out-Provisions-in-International-Investment-Agreements_EN.pdf (accessed 2 July 2019).
- Victor M (forthcoming). On the fragility of the international taxation system: Argentina–Financial Services (WTO/DS453). *Florida Tax Review*.

Anexo

CUADRO 5A.1 Composición de los activos externos brutos, países seleccionados, 1996-2018
(En porcentaje del total)

	IED				Inversión de cartera en acciones				Deuda				Derivados financieros				Reservas de divisas (excluido el oro)				
	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	
Países desarrollados																					
Argentina	11,5	14,6	13,2	12,5	3,6	7,2	4,4	4,1	68,7	57,6	62,6	65,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	16,3	20,6	19,8	17,5	
Brasil	26,7	38,9	31,9	44,2	1,1	1,6	2,5	3,6	26,6	19,3	14,2	10,3	n.d.	0,0	0,1	0,1	45,6	40,2	51,2	41,8	
Chile	14,1	20,2	28,3	34,3	5,9	37,6	34,7	35,7	29,0	28,6	21,3	17,9	n.d.	0,9	1,5	1,6	51,0	12,7	14,2	10,5	
China	6,4	5,0	8,4	25,9	0,5	0,9	2,1	4,0	37,5	30,6	20,4	26,4	n.d.	n.d.	n.d.	0,1	55,6	63,5	69,1	43,7	
Egipto	0,9	2,0	8,6	10,2	0,4	1,4	1,3	1,4	56,3	58,8	53,8	39,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	42,4	37,9	36,3	49,1	
Filipinas	5,0	9,7	17,6	30,7	3,1	3,0	1,3	1,0	53,1	44,8	21,3	23,8	n.d.	n.d.	0,2	0,2	38,9	42,5	59,6	44,3	
India	1,9	12,8	25,4	27,2	1,6	0,4	0,6	0,7	31,1	7,7	6,8	7,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	65,5	79,0	67,2	64,7	
Indonesia	1,3	10,6	12,6	23,2	0,8	0,9	1,1	1,9	41,5	36,4	22,1	38,8	n.d.	n.d.	0,1	0,1	56,4	52,2	64,1	36,0	
Malasia	23,2	28,7	35,8	37,4	2,4	4,5	7,8	14,1	29,0	21,1	20,1	23,4	n.d.	0,3	0,6	0,6	45,3	45,5	35,7	24,5	
Marruecos	3,2	3,2	6,1	14,0	n.d.	1,4	2,6	3,3	60,4	36,3	25,6	20,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	36,4	59,1	65,7	61,9	
México	12,7	23,9	27,8	38,3	3,0	6,1	4,8	6,7	57,1	41,4	36,6	24,8	n.d.	n.d.	n.d.	0,5	27,2	28,6	30,8	29,8	
Pakistán	5,5	5,7	6,3	8,2	1,3	1,6	0,5	0,6	75,6	28,6	30,6	32,2	n.d.	n.d.	0,1	0,1	17,6	64,1	62,5	58,9	
República de Corea	14,5	11,7	21,8	25,2	0,9	13,3	10,6	17,2	63,3	27,4	23,0	29,7	n.d.	0,4	3,7	1,6	21,3	47,2	41,0	26,4	
Sudáfrica	52,0	24,1	27,7	49,5	27,4	36,8	39,0	30,3	13,2	21,5	14,9	9,8	n.d.	4,3	6,0	1,6	7,4	13,2	12,4	8,8	
Tailandia	6,9	6,6	12,5	26,9	0,1	1,8	2,0	5,6	19,6	37,5	21,0	24,6	n.d.	0,8	1,9	0,5	73,4	53,3	62,6	42,4	
Turquía	2,2	6,7	14,8	23,1	2,7	1,4	1,0	1,1	47,8	48,9	39,2	39,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	47,2	42,9	45,0	36,8	
Promedio del grupo	11,8	14,0	18,7	26,9	3,6	7,5	7,3	8,2	44,4	34,2	27,1	27,1	n.d.	1,1	1,6	0,6	40,5	43,9	46,1	37,3	
Economías en transición																					
Federación de Rusia	6,1	32,8	30,9	35,9	0,2	0,3	0,5	0,4	86,5	25,1	29,9	34,0	n.d.	0,1	0,3	0,4	7,3	41,7	38,4	29,3	
Kazajistán	0,1	6,8	18,2	21,2	0,0	5,7	4,0	8,0	47,9	63,1	58,2	58,8	n.d.	0,8	0,1	0,0	52,0	23,5	19,5	11,9	
Promedio del grupo	3,1	19,8	24,6	28,5	0,1	3,0	2,3	4,2	67,2	44,1	44,0	46,4	n.d.	0,4	0,2	0,2	29,6	32,6	28,9	20,6	
Países desarrollados																					
Alemania	16,3	20,2	19,3	24,1	12,3	13,4	8,0	12,4	66,7	65,8	59,0	57,4	n.d.	n.d.	12,9	5,4	4,6	0,6	0,7	0,6	
Estados Unidos	37,3	29,4	24,8	37,3	27,8	26,1	27,8	32,3	39,7	33,9	33,5	29,6	n.d.	10,3	19,4	6,4	7,2	0,3	0,6	0,4	
Japón	10,0	10,0	12,7	17,7	5,8	10,8	9,4	18,4	76,0	60,3	61,0	47,0	n.d.	0,6	0,7	3,3	8,1	18,3	16,2	13,6	
Reino Unido	12,3	14,9	12,6	14,8	14,4	11,1	8,2	15,5	72,1	58,0	48,1	49,9	n.d.	15,6	30,7	18,9	1,2	0,3	0,4	1,0	
Promedio del grupo	19,0	18,6	17,3	22,0	13,6	15,3	11,8	19,6	63,6	54,5	50,4	46,0	n.d.	8,9	15,9	8,5	3,8	4,9	4,5	3,9	

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018) y la base de datos International Investment Position (IIP) del Fondo Monetario Internacional.

Nota: Los datos de 2017-2018 corresponden en parte a estimaciones. La deuda se refiere a los títulos de deuda de cartera más otras inversiones (préstamos y depósitos). Los promedios de grupo no están ponderados; la utilización de promedios ponderados solo afecta marginalmente a las novedades comunicadas.

CUADRO 5A.2 Composición de los pasivos externos brutos, países seleccionados, 1996-2018
 (En porcentaje del total)

	IED				Inversión de cartera en acciones				Deuda				Derivados financieros			
	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018
Países en desarrollo																
Argentina	21,8	36,0	41,7	24,2	9,4	3,3	2,4	5,8	68,8	57,9	53,2	69,2	n.d.	2,8	2,6	0,8
Brasil	24,2	35,5	46,6	50,7	15,5	37,2	27,1	20,6	60,3	27,2	26,0	28,7	n.d.	0,1	0,3	0,0
Chile	50,7	59,8	60,5	63,4	10,0	5,7	7,8	6,9	39,2	33,5	29,6	28,5	n.d.	1,0	2,1	1,2
China	47,6	47,6	59,0	53,6	4,1	26,1	14,1	14,1	48,3	26,2	26,9	32,2	n.d.	n.d.	n.d.	0,1
Egipto	33,8	56,0	62,4	49,6	1,0	3,3	2,7	1,3	65,2	40,7	35,0	49,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Filipinas	13,6	23,6	23,8	37,7	11,0	18,6	19,0	25,9	75,4	57,8	57,0	36,3	n.d.	n.d.	0,2	0,1
India	10,1	17,1	26,5	30,9	11,3	47,6	32,2	27,7	78,6	35,3	41,3	41,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Indonesia	16,7	30,3	40,2	36,0	4,5	14,8	19,2	15,9	78,8	54,9	40,6	48,2	n.d.	n.d.	0,0	0,0
Malasia	29,8	36,3	38,5	39,9	23,6	27,6	20,4	18,2	46,6	35,9	40,5	41,6	n.d.	0,3	0,5	0,4
Marruecos	19,8	61,8	57,8	54,9	3,3	4,9	4,4	2,9	76,9	33,3	37,8	42,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
México	27,6	45,0	46,6	47,8	14,7	23,7	17,5	12,6	57,7	31,4	36,0	39,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Pakistán	12,4	30,4	23,8	32,1	3,3	4,5	3,1	4,1	84,3	65,1	73,1	63,8	n.d.	n.d.	0,1	0,0
República de Corea	10,5	16,9	16,2	20,0	5,5	42,5	36,0	43,5	84,0	40,1	44,4	34,4	n.d.	0,5	3,4	2,2
Sudáfrica	23,8	42,3	42,1	29,0	21,1	34,5	31,0	39,1	55,1	20,2	21,8	30,1	n.d.	3,0	5,1	1,8
Tailandia	13,6	44,5	47,9	47,4	9,4	24,1	22,3	23,5	77,0	31,0	27,8	28,5	n.d.	0,4	2,0	0,6
Turquía	12,2	30,0	31,3	26,0	4,6	11,8	9,6	6,4	83,2	58,2	59,1	67,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<i>Promedio del grupo</i>	23,0	38,3	41,5	40,2	9,5	20,6	16,8	16,8	67,5	40,5	40,6	42,6	n.d.	1,2	1,6	0,6
Economías en transición																
Federación de Rusia	16,1	37,6	42,0	50,4	4,8	25,6	18,1	15,4	79,1	36,7	39,5	33,7	n.d.	0,1	0,4	0,5
Kazajistán	9,6	18,1	15,5	21,9	9,9	12,2	7,8	10,3	80,5	69,8	62,6	60,7	n.d.	n.d.	14,2	7,1
<i>Promedio del grupo</i>	12,8	27,8	28,7	36,1	7,4	18,9	12,9	12,9	79,8	53,3	51,0	47,2	n.d.	0,1	7,3	3,8
Países desarrollados																
Alemania	9,6	18,1	15,5	21,9	9,9	12,2	7,8	10,3	80,5	69,8	62,6	60,7	n.d.	n.d.	14,2	7,1
Estados Unidos	27,7	19,6	16,3	24,7	14,2	15,0	14,5	21,8	58,1	56,3	53,2	48,8	n.d.	9,1	16,0	4,7
Japón	1,8	4,1	6,0	4,4	16,8	41,3	23,4	29,3	81,2	53,3	68,8	61,6	0,2	1,2	1,8	4,7
Reino Unido	8,8	10,7	9,0	14,7	14,1	11,0	8,2	13,3	77,1	62,7	53,0	54,0	n.d.	15,6	29,8	18,0
<i>Promedio del grupo</i>	11,9	13,1	11,7	16,4	13,8	19,9	13,5	18,7	74,2	60,5	59,4	56,3	n.d.	8,7	15,4	8,6

Fuente: Véase el cuadro 5.A.1 del anexo.
 Nota: Véase el cuadro 5.A.1 del anexo.

CUADRO 5A.3 Posición de activos externos netos e ingresos netos de las inversiones internacionales, países seleccionados, 1995-2018
(En porcentaje del PIB)

	Activos externos netos				Ingresos netos de las inversiones internacionales			
	1995-2007	2008-2009	2010-2018	1995-2018	1995-2007	2008-2009	2010-2018	1995-2018
Países en desarrollo								
Argentina	-22,1	6,5	4,6	-9,7	-3,3	-2,8	-2,6	-3,0
Brasil	-33,8	-23,8	-31,8	-32,2	-2,6	-2,2	-2,3	-2,5
Chile	-33,2	-14,9	-16,8	-25,5	-5,6	-7,6	-4,3	-5,3
China	5,1	27,2	16,7	11,3	-1,0	0,1	-0,6	-0,7
Egipto	-11,4	-15,7	-36,6	-21,2	0,4	-0,1	-2,2	-0,6
Filipinas	-48,6	-20,0	-14,6	-33,5	-2,2	-1,9	-2,0	-2,1
India	-17,8	-20,7	-24,6	-20,6	-0,7	-0,5	-1,2	-0,9
Indonesia	-59,2	-32,1	-38,0	-49,0	-3,7	-2,6	-2,9	-3,3
Malasia	-28,7	13,3	-0,1	-14,5	-4,8	-2,3	-2,7	-3,8
Marruecos	-31,9	-34,8	-59,6	-42,5	-1,9	-1,1	-1,9	-1,8
México	-34,7	-34,9	-43,3	-37,9	-2,2	-1,6	-2,4	-2,2
Pakistán	-34,3	-39,0	-32,7	-34,1	-2,5	-2,4	-1,7	-2,2
República de Corea	-12,3	-9,0	4,8	-5,6	-0,7	-0,3	0,4	-0,2
Sudáfrica	-18,1	-14,1	-3,7	-12,3	-2,1	-2,6	-2,6	-2,3
Tailandia	-44,5	-4,1	-14,5	-29,9	-3,5	-3,5	-4,9	-4,0
Turquía	-33,2	-34,8	-48,3	-39,0	-1,4	-1,2	-1,0	-1,3
<i>Promedio</i>	-28,7	-15,7	-21,2	-24,8	-2,4	-2,0	-2,2	-2,3
<i>Mediana</i>	-32,6	-17,9	-20,7	-27,7	-2,2	-2,1	-2,3	-2,2
Economías en transición								
Federación de Rusia	1,0	9,7	10,0	5,1	-2,2	-2,1	-2,6	-2,3
Kazajstán	-3,1	-2,9	-3,0	-3,0	-0,3	-0,9	-1,1	-0,7
<i>Promedio</i>	-1,0	3,4	3,5	1,0	-1,3	-1,5	-1,8	-1,5
<i>Mediana</i>	-1,0	3,4	3,5	1,0	-1,3	-1,5	-1,8	-1,5
Países desarrollados								
Alemania	5,1	18,5	23,9	13,3	-0,1	1,5	2,1	0,9
Estados Unidos	-14,3	-24,4	-35,9	-23,2	0,3	0,9	1,2	0,7
Japón	29,6	52,1	58,1	42,2	1,7	2,7	3,5	2,4
Reino Unido	-8,6	-2,2	-10,8	-8,9	0,5	-0,8	-1,4	-0,3
<i>Promedio</i>	2,9	11,0	8,8	5,8	0,6	1,1	1,4	0,9
<i>Mediana</i>	-1,8	8,1	6,6	2,2	0,4	1,2	1,7	0,8

Fuente: Véase el cuadro 5.A.1 del anexo.

Nota: Véase el cuadro 5.A.1 del anexo.

A. Introducción

La transformación de la banca ha sido un elemento medular de la transición financierizada hacia un mundo hiperglobalizado. La combinación de actividades de venta al por menor e inversión, el cambio de modelo al empaquetado, reempaquetado e intercambio comercial de activos existentes, la elaboración de nuevos productos financieros y la tendencia a ocultar estas actividades a los entrometidos reguladores han dado lugar a mercados financieros sumamente concentrados. Estos, a su vez, son supervisados por bancos que se dedican a prácticas especulativas, y a menudo depredadoras, que en ese proceso han crecido hasta hacerse demasiado grandes para quebrar. La crisis financiera mundial puso de manifiesto la magnitud del despilfarro y los daños que pueden generar los mercados financierizados. Por otra parte, tal como se señala en capítulos anteriores del presente *Informe*, la inversión productiva se ha resentido de ello tanto en el sector privado como en el público, pese a la proliferación del crédito y el incremento espectacular de los flujos de capital transfronterizos. Si bien hay quien argumenta que gracias a las reformas acometidas a raíz de la crisis el sistema actual es “más seguro, más sencillo y equitativo” (FSB, 2017), esa afirmación es discutible, ya que incluso quienes están en el núcleo del sistema financiero siguen desconfiando de las “mentiras de las finanzas” (Carney, 2018).

No obstante, aunque las políticas públicas no han logrado dar la respuesta que requería la crisis, la banca pública está experimentando una especie de renacimiento. Ello obedece, en parte, a la preocupación de que la banca privada no ha hecho lo suficiente para favorecer el desarrollo, pero en parte también por el reconocimiento del papel positivo que han desempeñado los bancos públicos con su financiación anticíclica. En los años inmediatamente

posteriores a la crisis financiera global son numerosos los nuevos bancos y fondos públicos nuevos creados, en particular en los países en desarrollo, al tiempo que los bancos públicos existentes se han fortalecido y han visto ampliadas sus funciones. Algunos nuevos bancos ya han eclipsado a las instituciones de Bretton Woods por el volumen de sus activos, capacidad de préstamo y cobertura. ¿Pueden estos bancos convertirse en el centro neurálgico del gran impulso inversor necesario para cumplir los objetivos de la Agenda 2030 y acometer un *New Deal* verde global?

Sin duda, ese tipo de instituciones públicas ofrecerían el medio más directo de ampliar la disponibilidad de financiación para el mundo en desarrollo, en particular. No obstante, se da la paradoja de que, pese al amplio consenso existente en torno a la idea de que se requiere mucha más financiación a largo plazo para satisfacer las necesidades en materia de infraestructura y alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), los principales accionistas de las grandes instituciones financieras multilaterales muestran poco interés en potenciar ese tipo de apoyo. Más bien, como se señala en el capítulo II, la intención es inducir un aumento significativo de la financiación del sector privado para que invierta en infraestructura.

Hay cuatro aspectos que se deben tener en cuenta para superar esa paradoja. En primer lugar, el capital que es paciente y catalizador tiende a ser público, no privado. En segundo lugar, si bien es un factor importante el tipo de crédito que ofrecen esos bancos, el volumen también importa; el número de bancos públicos que cuentan con fondos suficientes es demasiado reducido. En tercer lugar, el “redescubrimiento” de la banca pública no debe desembocar en una derivación hacia necesidades privadas y especulativas

a costa de las productivas; se requiere un mandato claro que valore la rentabilidad social, no solo la financiera. En cuarto lugar, y tal vez más importante, la simple existencia de bancos denominados públicos no significa automáticamente que su incidencia sea “pública” o que repercuta en el desarrollo: para que eso ocurra, los bancos deben articularse con otras instituciones financieras en un sistema amplio que apoye el desarrollo inclusivo y sostenible. Hasta ahora, algunas de las respuestas más notables ante los desafíos actuales han provenido de bancos y fondos públicos del Sur. Entre otras iniciativas, figuran la creación y expansión concertada de bancos regionales de desarrollo y fondos para infraestructuras; la concesión directa por bancos nacionales de préstamos a inversores, tanto a nivel regional como nacional, y el recurso a los bancos centrales para generar, asignar y regular crédito donde resulte más necesario. Algunos bancos del Norte también están realizando actuaciones similares, pero queda mucho por hacer, e incluso las iniciativas del Sur de mayor visibilidad requieren más respaldo para estar a la altura de las grandes esperanzas depositadas en ellas.

Sin embargo, aunque cada vez se oyen más voces en favor de la banca pública, algunos países han tomado otro rumbo. En el Brasil, por ejemplo, con el nuevo Gobierno federal, el banco público de desarrollo BNDES se ha visto recientemente en la tesitura de tener que devolver por adelantado los préstamos que había recibido del Tesoro Nacional, que hasta ahora era su principal fuente de financiación. Los recursos del banco podrían reducirse aún más en virtud de una nueva propuesta de utilizar el ahorro nacional obligatorio para contribuir a sufragar el gasto de la seguridad social brasileña. Estas medidas restarían al Brasil capacidad para financiar inversiones a largo plazo, ya que el BNDES es actualmente responsable de financiar más de la mitad de los préstamos con vencimiento a más de cinco años (Rossi, 2018). Mientras tanto, en la India hay llamamientos para que se privaticen los bancos estatales.

Por tanto, aunque para muchos los argumentos a favor de la banca pública son tanto o más sólidos que nunca, todavía es necesario tratar de convencer a otros de sus ventajas. Ese es el propósito del presente capítulo, en el que se destacan algunos de los espacios prometedores para la banca pública como importante fuente de financiación para un *New Deal* verde global. Comienza con una breve descripción del sistema bancario público y un recordatorio de que este ha funcionado mejor cuando ha estado anidado en un sistema de instituciones financieras bien articulado y orientado al desarrollo (sección B). Se señalan algunas de las amenazas actuales, como las nuevas versiones de la titulización. En la sección C se examinan las funciones de financiación de apoyo que pueden desempeñar los bancos centrales, los bancos públicos nacionales, los bancos regionales y otros vehículos, como los fondos soberanos de inversión (FSI). Este examen lleva a la conclusión (sección D) de que, incluso en el actual entorno globalizado, es posible que los países en desarrollo aprovechen mejor y de manera eficaz y relativamente rápida estos potentes recursos.

Su importancia se evidencia en los gráficos 6.1 y 6.2, en que se describen los vínculos entre el cambio climático y el sistema financiero, y donde puede observarse cómo la banca pública puede desempeñar un papel importante en la mitigación del cambio climático y la transformación estructural. Este particular pone en evidencia la necesaria coherencia, por un lado, entre las iniciativas emprendidas al amparo de una política que persiga reducir las emisiones de carbono y, por otro, entre el mundo de la financiación y la inversión. Si las carteras financieras no están en sintonía con las políticas climáticas, podría producirse un “momento Minsky climático”, en el que un rápido ajuste de todo el sistema en función del cambio climático amenazaría la estabilidad financiera, además de tener efectos más amplios y repercutir en la productividad y el crecimiento (Scott *et al.*, 2017, pág. 104).

B. Banca pública para el desarrollo

1. Reseña del sistema bancario público

El Banco Mundial estimó en 2012 que los bancos públicos de propiedad estatal representaban una cuarta parte del total de los activos de los sistemas

bancarios de todo el mundo, proporción que se elevaba al 30 % en la Unión Europea y que era aún mayor en muchos países en desarrollo (de Luna-Martínez y Vicente, 2012, pág. 2). En algunos estudios más recientes se reflejan resultados similares: se

GRÁFICO 6.1 El cambio climático provoca un ciclo de retroalimentación negativa entre riesgo económico y riesgo financiero



Fuente: Secretaría de la UNCTAD, ampliación a partir de NGFS, 2019; Campiglio *et al.*, 2017; 2018; Scott *et al.*, 2017, y Tooze, 2019.

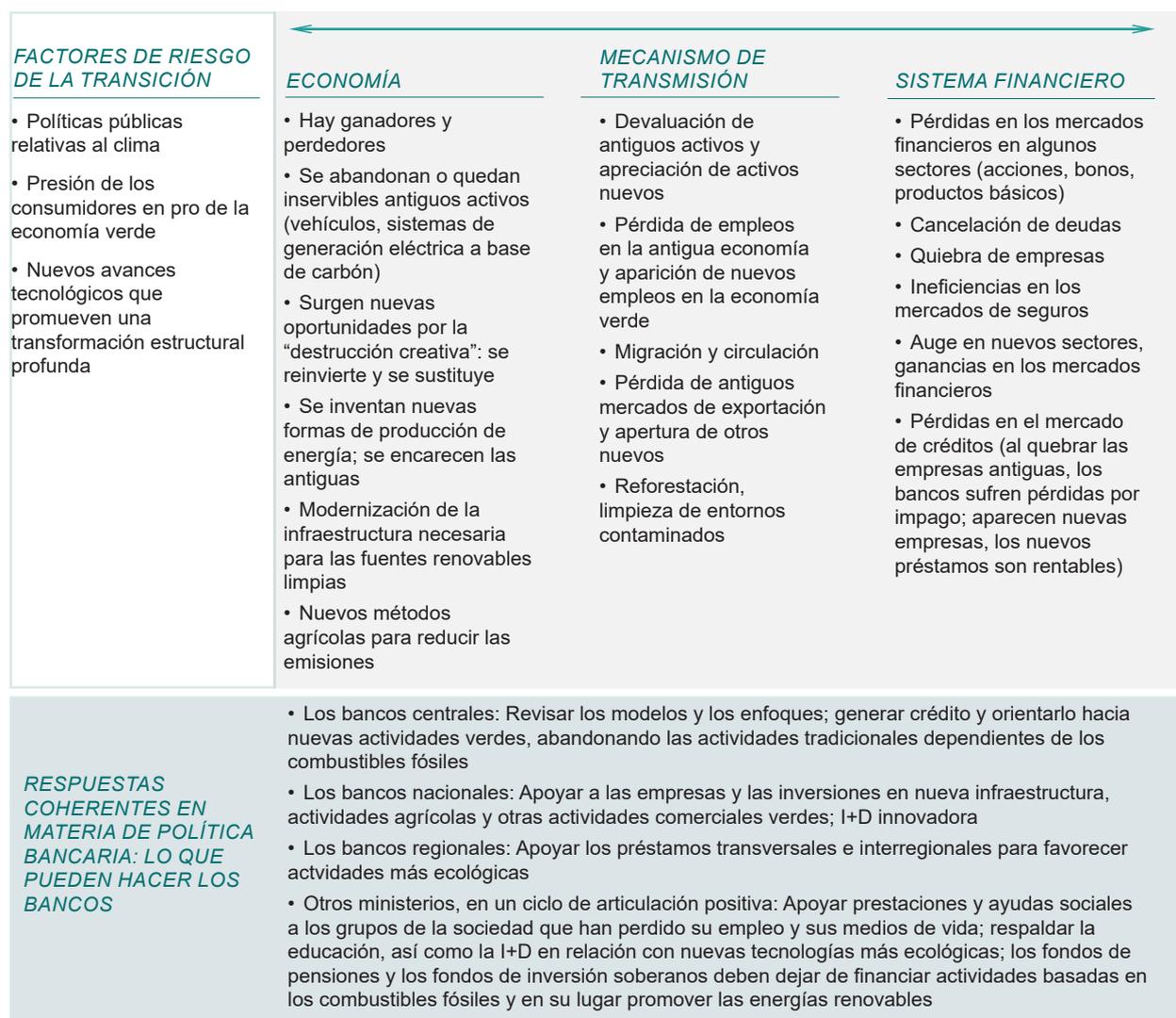
identifican cerca de 700 bancos públicos en todo el mundo (partiendo de una definición prudente), que controlan unos 38 billones de dólares en activos, lo que equivale al 48 % del PIB mundial y alrededor del 20 % de todos los activos bancarios (Marois, 2019, pág. 155). Obviamente, estos valores serían mucho mayores si se incluyeran también los bancos centrales, los bancos multilaterales, los fondos de pensiones y los fondos soberanos.

Algunos de los actuales bancos públicos tienen una larga historia¹, pero otros son muy recientes, lo que refleja la reciente reevaluación del papel de la banca pública después de varios decenios en que sobre todo los bancos de desarrollo fueron perdiendo protagonismo o decididamente marginados. Hasta una cuarta parte de los bancos públicos que respondieron a la última encuesta del Banco Mundial se establecieron a partir del año 2000². Las economías avanzadas también están volviendo a reivindicar el papel de los bancos nacionales de desarrollo, lo que demuestra

que incluso en los sistemas financieros de mayor calado y envergadura sigue siendo necesaria la banca pública apoyada por el Estado³. Así pues, podemos encontrar bancos públicos nacionales en la mayoría de los países y en todas las regiones del mundo⁴.

También han cambiado muchas cosas en los planos regional e internacional. Por ejemplo, han entrado en escena el Nuevo Banco de Desarrollo, creado por los países del grupo BRICS (Brasil, Federación de Rusia, India, China y Sudáfrica), el Banco Asiático de Inversiones en Infraestructura (AIIB) y el Banco del Sur. Mientras tanto, bancos internacionales de larga data, como el Banco Islámico de Desarrollo y la entidad latinoamericana Corporación Andina de Fomento (CAF), han ampliado considerablemente su escala y alcance. Estos bancos regionales nuevos y existentes liderados desde el Sur tienen potencial para incrementar la financiación disponible para los países en desarrollo y eclipsar a bancos multilaterales de desarrollo más antiguos (cuadro 6.1)⁵.

GRÁFICO 6.2 La transición a una economía verde entraña distintos riesgos para la estabilidad financiera



Fuente: Véase el gráfico 6.1.

Un segundo rasgo del último decenio que cabe destacar es el establecimiento de nuevas instituciones financieras públicas no bancarias para apoyar la inversión a largo plazo, que a menudo colaboran con los bancos. Se trata de inversores públicos, como fondos soberanos que capitaliza el Estado (a menudo con regalías obtenidas por la exportación de productos básicos, pero en ocasiones también con préstamos del banco central o subvenciones del Tesoro Público) y que en algunos casos tienen un mandato explícitamente orientado al desarrollo (cuadro 6.2).

Hay otras entidades financieras públicas que quedan fuera del ámbito de este capítulo y que desempeñan un papel significativo en el panorama de la banca pública. Entre estas figuran las instituciones financieras de exportación e importación, las sociedades de

garantía y las compañías de seguros, todas las cuales pueden incorporar funciones bancarias y trabajar en estrecha colaboración con los bancos. También cabe citar el gran número de pequeños bancos públicos, a menudo comunitarios o empresariales, y las mutualidades, que contribuyen de manera significativa a la diversidad del sistema bancario público (véase, por ejemplo, Steinfort, 2019).

Cinco características determinan en qué medida estas entidades públicas pueden ser catalizadoras y transformadoras, y, de ese modo, contribuir al crecimiento inclusivo y a la consecución de los ODS⁶:

- Un mandato claro entre cuyos objetivos figuren la obtención de resultados desde la perspectiva del desarrollo sostenible, la ayuda a las regiones

CUADRO 6.1 Bancos públicos de desarrollo: selección de características

		Activos / Préstamos pendientes de cobro (en miles de millones de dólares)	Características distintivas
Bancos de desarrollo regionales^a		40,2	Los bancos regionales del Sur centran sus objetivos en la región y la mayoría de sus propietarios se encuentran en esta, si bien algunos tienen una minoría de accionistas del Norte; los préstamos suelen concederse en condiciones concesionales y no se les aplica ninguna condicionalidad.
Nuevos bancos del Sur^b		249,4	
Multilaterales^c	Grupo Banco Mundial	300,0	Siguen estando controlados mayoritariamente por los principales países avanzados, mientras que los préstamos se conceden principalmente al Sur, y están sujetos a condiciones. Préstamos a largo plazo, también para infraestructuras; las nuevas reformas para el aumento de la financiación, que prevén también la titulación (véase el recuadro 6.1).
	Banco Africano de Desarrollo; Banco Asiático de Desarrollo; Banco Interamericano de Desarrollo	197,0	Entre el 30 % y el 50 % son propiedad del Norte; los préstamos son regionales.

Fuente: Recopilación de la Secretaría de la UNCTAD.

Notas:

- a** Préstamos pendientes a 2017 del Banco de Comercio y Desarrollo, el Banco de Desarrollo del África Oriental, el Banco de Desarrollo del África Occidental, el Banco de Desarrollo de los Estados del África Central, la CAF, el Banco de Desarrollo del Caribe y el Banco Centroamericano de Integración Económica.
- b** El cálculo de la capacidad potencial de préstamo del AIIB y del Nuevo Banco de Desarrollo se basa en el capital social total de los bancos y un ratio de apalancamiento de 5, a lo que se suman fondos de inversión respaldados por China, según el informe UNCTAD, 2018b.
- c** Préstamos del banco pendientes de reembolso a 2016.

CUADRO 6.2 Fondos soberanos de inversión: selección de características

Región o grupo de países	Número de entidades	Activos (en miles de millones de dólares)	Características distintivas
África	5	70,5	En su mayoría, los fondos soberanos eligen sus carteras de forma similar a los inversionistas privados, y dan prioridad a las inversiones en las economías avanzadas y en sectores rentables, como el inmobiliario, las telecomunicaciones y las finanzas. Un subconjunto de los fondos invierte en infraestructura, pero muchos no están autorizados a invertir en el ámbito nacional, aunque la situación parece estar cambiando en algunos países. En algunos casos excepcionalmente importantes se ha invertido en proyectos de infraestructura regional en países en desarrollo. Una nueva tendencia son los fondos soberanos que invierten en patentes, cuyo potencial es variable.
Asia	15	3 556,0	
Europa	2	81,6	
América Latina y el Caribe	7	42,4	
Oriente Medio	12	2 612,8	
Total de las regiones en desarrollo	41	6 363,2	La mayoría de los fondos soberanos de inversión se financian con regalías del petróleo o de productos básicos, aunque unos pocos se han creado a partir de ingresos procedentes de las exportaciones o de partidas del presupuesto nacional.
Economías desarrolladas	20	1 532,1	Algunos de los primeros fondos soberanos se crearon en los Estados Unidos en el siglo XIX, y se financiaban con los ingresos del petróleo; no obstante, muchos de los fondos actuales son nueva creación y constituidos tras la crisis de 2008-2009.
Total	61	7 895,3	

Fuente: Secretaría de la UNCTAD, a partir de datos del Sovereign Wealth Fund Institute, 2019. Incluye fondos soberanos de inversión que gestionan activos por un valor total superior a los 1.000 millones de dólares.

Nota: Las sumas pueden no coincidir con el total debido al redondeo.

o localidades más necesitadas y el apoyo a planes públicos de desarrollo. Lo ideal sería que se valoraran también los rendimientos sociales y económicos y no solo los financieros.

- Fuentes para una financiación fiable y suficiente, que determinen la escala a la que pueden operar las instituciones y su capacidad para cumplir el mandato que tengan encomendado. Lo ideal sería una inyección de financiación procedente del banco central o del tesoro, ya que las instituciones que dependen en gran medida de los depósitos o de los mercados de capital privado (y, por tanto, de las agencias de calificación crediticia) están más limitadas en lo que se refiere a las modalidades de préstamo.
- Una articulación estrecha y coherente con otras instituciones financieras en una red encabezada por el banco central, en línea con un plan de desarrollo y apoyada por otras políticas (entre otras, la de gestión de la cuenta de capital, la comercial, la industrial, la de medio ambiente y la de ingresos).
- Un seguimiento del desempeño que vincule el apoyo financiero público con los resultados. El rendimiento financiero de los préstamos e inversiones no debería ser el único objetivo ni el más importante; se deben identificar y priorizar objetivos sociales y económicos a largo plazo.
- La necesidad de que los bancos y las instituciones financieras sean más transparentes y rindan cuentas de sus actividades, además de ser más conscientes de los contextos sociales particulares, en particular los constructos sociales desde la perspectiva de género, otras formas de discriminación y exclusión, así como las posibles violaciones de los derechos humanos.

a) *La contribución de la banca pública*

Por su naturaleza y orientación, la banca pública se diferencia claramente tanto de la financiación presupuestaria estatal como de la banca privada. En comparación con la banca privada, en primer lugar se suele centrar en proyectos cuyos beneficios desde el punto de vista social o del desarrollo van más allá del rendimiento puramente comercial; en proyectos con un calendario de ejecución largo o incierto; en sectores o lugares a los que no llega la financiación privada, y en prestatarios pequeños, nuevos, que no pueden ofrecer avales o carecen de historial crediticio. En segundo lugar, se espera que los préstamos se

concedan en condiciones más favorables que las de los bancos privados o comerciales, como réplica de las condiciones de la financiación pública para capital semilla y en cumplimiento de su mandato público. En tercer lugar, suelen recuperarse los costos, pero no necesariamente, ni siempre en su totalidad, y el período de reembolso puede ser más largo. Cabe esperar que algunos bancos obtengan beneficios y otros no; pero, a diferencia de los bancos privados, se supone que el beneficio nunca debe ser la única medida de éxito.

Debido a esas expectativas y presiones, es necesario que el Estado se asegure de que sus bancos públicos tienen una capitalización inicial suficiente y cuente con fuentes de recursos fiables y estables a lo largo del tiempo. Muchos de ellos tienen que equilibrar sus cuentas procurando obtener beneficios en algunos proyectos y aceptando pérdidas en otros, de modo que, en promedio, ambas partidas se compensen y puedan seguir siendo viables. La incapacidad de cubrir los gastos básicos de explotación puede afectar a las prácticas crediticias, especialmente si esto hace que los bancos empiecen a focalizar su estrategia en actividades más rentables y entren a competir con la banca privada, en lugar de ofrecer un producto claramente diferenciado⁷.

En el amplio espectro de entidades financieras públicas y privadas, la financiación pública (basada en los ingresos tributarios) resulta más apropiada que la banca pública cuando los riesgos y la incertidumbre son elevados (por ejemplo, en proyectos de larga ejecución o procesos impredecibles) y hay pocas probabilidades de cubrir costos (por ejemplo, en el caso de los bienes públicos). En el otro extremo del espectro, la financiación y la banca privadas suelen estar más presentes cuando los riesgos son menores y hay más probabilidades de cubrir costos (por ejemplo, cuando se puede excluir a usuarios de un servicio si no pagan). La banca pública ocupa el espacio intermedio, cuyos límites pueden ser fluidos y cambiar con el tiempo y las circunstancias (a medida que maduran los proyectos o crecen las industrias incipientes)⁸.

Lo ideal sería que un sistema bancario nacional estuviera constituido por un gran número de entidades bancarias diferentes y distribuidas por todo el espectro, cada una con su respectivo mandato, fuente de financiación, indicadores de desempeño y función, lo que ofrecería un variado catálogo de posibilidades para satisfacer las necesidades específicas de los diferentes prestatarios. Los sistemas

nacionales varían enormemente en ese aspecto, incluso dentro de las regiones, en función de los marcos reguladores y su contexto histórico. Por ejemplo, en comparación con los demás miembros de la Unión Europea, Alemania tiene un abanico más amplio de bancos, pues coexisten diferentes tipos de entidades, objetivos e instrumentos. Es así como ha evitado la tendencia general a la concentración que se observa en otras partes⁹. Aparte del conocido banco de desarrollo KfW, que se creó en 1948 para apoyar la reconstrucción del país tras la Segunda Guerra Mundial y que sigue todavía muy activo, hay otros 16 bancos de desarrollo y 1.200 cooperativas de ahorro y crédito¹⁰. Además de posibilitar la atención a distintos tipos de clientes, esa diversidad —que también es característica de algunos países de industrialización tardía, como la República de Corea— propicia mayores posibilidades de que los bancos públicos puedan participar en alianzas y cofinanciar actividades con otras entidades financieras públicas y privadas que puedan también aportar conocimientos técnicos y competencias de gestión.

2. Dificultades de articulación en el caso de la banca pública

La banca pública es más eficaz cuando se inscribe en un marco estrechamente integrado que pueda articular las relaciones entre el banco central, las administraciones públicas y otras entidades financieras. En los países de rápida industrialización de Asia Oriental, que lograron transformar sus economías (gracias, en parte, a la capacidad de sus gobiernos de crear, orientar y financiar nuevas industrias), el banco central se encontraba en la cúspide del sistema financiero, siguiendo el modelo adoptado en Alemania. Este tipo de bancos centrales trabajaban en estrecha colaboración con el Gobierno para diseñar e implementar políticas; no eran “independientes” ni se limitaban simplemente a controlar la inflación.

Un argumento típico que se esgrime hoy contra esa participación de los bancos centrales es que pueden llegar a verse “capturados” por intereses creados, de modo que el crédito se canalice de manera antieconómica o perjudicial, en comparación a los resultados que pueden obtenerse de aplicarse estrictos criterios de mercado, con lo que se socava la confianza en el sistema financiero en general. Los países que han tenido más éxito en la industrialización han contado

con sistemas que han permitido que el apoyo bancario sea coherente con su plan de desarrollo y con mecanismos de supervisión y rendición de información, que mantenían la suficiente flexibilidad para adaptarse a las circunstancias cambiantes en la financiación y ejecución de los proyectos. De especial importancia era que el apoyo del Gobierno se basaba en el desempeño y que los problemas se abordaban rápidamente¹¹.

Los bancos centrales de esos sistemas también regulaban estrechamente el sector financiero en su conjunto, determinando lo que era y lo que no era un banco, lo que los bancos podían hacer, cuánto podían prestar y en qué condiciones. Por tanto, tenían la capacidad de racionar y dirigir el crédito, favoreciendo a los sectores que se consideraban estratégicos o importantes para el desarrollo y restringiendo el crédito (o encareciéndolo) para las actividades que no se consideraban productivas.

Los actuales responsables de la formulación de políticas operan en un mundo muy diferente, hiperglobalizado e hiperfinancierizado. Actualmente, es difícil que un gobierno pueda lograr lo que consiguieron países como la República de Corea, que en la década de 1970 podía asegurarse de que hasta el 50 % del crédito total que se ponía a disposición de los inversores fuera en forma de préstamos “para el logro de determinados objetivos de una política”, subvencionados y orientados a apoyar una estrategia de desarrollo acordada (UNCTAD, 2016; Cho y Kim, 1995). En cambio, hoy es más habitual que los sistemas bancarios recurran al capital externo y a los inversores extranjeros en lugar de buscar una articulación con los planes nacionales de desarrollo. Esta última estrategia se aplicó en varios casos (en Tailandia, así como varios países de América Latina, como México), pero no se llegó a producir el mismo proceso de expansión del crédito interno vinculado a la industrialización del país (Epstein, 2015).

En la actualidad, para que los bancos públicos desempeñen una función similar, en la mayoría de las economías se requeriría una reestructuración fundamental de la arquitectura financiera, junto con una regulación de la cuenta de capital, como se señala en el capítulo V. Lamentablemente, muchos países han abierto sus mercados financieros y blindado esa liberalización con centenares de acuerdos de asociación comercial y económica que restringen o

descartan la gestión efectiva de la cuenta de capital (Gallagher *et al.*, 2019).

Algunos países nunca han llegado a alcanzar tal grado de liberalización. Un ejemplo es China, país que ahora para lograr esta articulación aplica un nuevo “enfoque que se basa en los consorcios” (Gallagher, 2017). China sigue manteniendo una estrategia de desarrollo nacional estrechamente integrada, que se ha construido en torno a los bancos de propiedad estatal, pero en la que la separación de funciones entre los distintos actores es cada vez mayor. En las reformas del sistema bancario chino llevadas a cabo en 1994 se crearon tres “bancos de orientación política” para “apoyar explícitamente los objetivos de la política del Gobierno”, de modo que los “cuatro grandes” bancos chinos preexistentes (el Banco de China, el Banco de Construcción de China, el Banco Agrícola de China y el Banco Industrial y Comercial de China) pudieran concentrarse en los préstamos comerciales y, por consiguiente, ser juzgados en función de sus resultados en el mercado y no de objetivos de orientación pública (Brautigam, 2009, pág. 79). El Banco de Desarrollo de China ha estado operando con mayor autonomía y ha tomado decisiones sobre préstamos en respuesta a necesidades locales, aunque también de ámbito más general. Los préstamos del banco, que ascienden a 1,6 billones de dólares, respaldan principalmente inversiones relacionadas con los planes quinquenales de China y alrededor de tres cuartas partes de los nuevos préstamos se destinan a ocho esferas prioritarias¹². El Banco de Exportación e Importación de China ha concedido préstamos por valor de 422.000 millones de dólares para facilitar la exportación e importación de productos mecánicos, electrónicos y de alta tecnología chinos; ayudar a empresas chinas en contrataciones transnacionales e inversiones en el exterior, y promover la cooperación económica y el comercio internacionales (China Exim Bank, 2017).

Por lo que respecta a la financiación, una característica fundamental del sistema bancario de China es el apoyo incondicional que el Gobierno otorga a los principales bancos públicos, como refleja el hecho de que el regulador asigne a sus emisiones de bonos una ponderación de riesgo cero (similar a la de los bonos del Tesoro). Eso permite a estos bancos acceder a los mercados por un costo inferior al que tendrían que asumir de otro modo, por lo que les resulta más fácil financiar proyectos a largo plazo (UNCTAD, 2016; Sanderson y Forsythe, 2013, págs. 69 a 71). China también ha creado (o participado en la creación) y

aportado capital para dos nuevos bancos multilaterales de desarrollo, el Nuevo Banco de Desarrollo y el AIIB (véase la sección C.3), así como para no menos de 13 fondos de inversión bilaterales y regionales. Esta orientación tan participativa es muy diferente de la que se puede observar en la mayoría de los países, en que la banca pública ha adoptado mandatos mucho más limitados, se centra sobre todo en la inflación y (con la notable excepción de la expansión cuantitativa a raíz de la crisis económica) se mantiene en gran medida al margen del diseño y la aplicación de las políticas públicas (véase la sección C.1).

También es importante la orientación general de la política económica del gobierno: si es en líneas generales expansiva y potencia el desarrollo, o si por el contrario apuesta por la austeridad fiscal. La postura adoptada repercute en la banca pública de muchas maneras (véase la sección C.5), por ejemplo, en el potencial de los bancos para captar capital.

Se necesitará una articulación muy amplia y, al mismo tiempo, profunda, para hacer efectivas las actuales propuestas de crear un banco mundial especializado “verde”, como la de crear un banco mundial del carbono (Rogoff, 2019). Ese tipo de instituciones financieras que centran su actividad en determinados objetivos podrían acumular competencia y conocimientos técnicos en nuevas tecnologías y modelos empresariales que puedan favorecer la economía verde y coordinar ayudas y transferencia de tecnología entre países. Para operar a escala global, probablemente se necesitaría una red de instituciones asociadas, especializadas igualmente en préstamos “verdes”, que pudieran coordinarse entre sí y con los Estados accionistas. Además, centrarse únicamente en las inversiones relacionadas con el clima abre la puerta a que estas instituciones (y las ya existentes) se puedan financiar en parte con tributos ecológicos (como el impuesto sobre el carbono)¹³ u otras corrientes de ingresos similares, lo que también requiere una estrecha integración con los gobiernos participantes. Otras redes mundiales de banca pública ya están contribuyendo a una coordinación más globalizada por otros medios. Es el caso de la recién fundada Network for Greening the Financial System (NGFS, Red para la Ecologización del Sistema Financiero), que agrupa a bancos centrales y supervisores interesados en actividades de investigación y promoción para impulsar la financiación verde. Muchos bancos de desarrollo ya forman parte de alianzas más amplias a nivel regional o mundial (la Red Mundial de

Bancos de Exportación-Importación e Instituciones de Financiación del Desarrollo, o G-NEXID, y el Centro de Recursos de Finanzas para el Desarrollo de la Comunidad de África Meridional para el Desarrollo, o SADC-DFRC, entre otras). Existen otros paralelismos, de modo que algunos bancos de desarrollo del Sur, como el Banco Islámico de Desarrollo, promueven oficialmente los vínculos entre administraciones públicas de los Estados miembros y sus bancos, a fin de compartir tecnología, conocimientos y financiación.

3. El peso muerto de la titulización

Este capítulo no se detiene mucho en el papel del Banco Mundial, pues ya existe una amplia bibliografía sobre el tema, sino que pretende más bien centrarse en otros actores públicos nuevos y emergentes de la banca de desarrollo y de la banca pública desde una perspectiva más amplia. No obstante, los esfuerzos del Banco Mundial por apalancar la financiación privada para la inversión en infraestructuras son sumamente importantes, no solo por su propia significación, sino también porque proporcionan una guía para otras instituciones financieras multilaterales y, en términos más generales, se consideran la vía para alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Una de las estrategias preferidas es el “enfoque en cascada” (WBG, 2017a, 2017b). En una primera etapa se trata de movilizar la financiación comercial induciendo reformas en origen para solucionar los denominados fallos del mercado y eliminar otros obstáculos a la inversión del sector privado en los países receptores. Si con eso no basta para atraer a los inversores privados, existe una segunda etapa, consistente en subvencionar al sector privado, con garantías y modalidades alternativas, como la titulización, para atraer a otros inversores (véase el recuadro 6.1). Solo cuando las dos primeras etapas dejan de ser una opción de política se entra en la tercera, que entraña una financiación pública y en condiciones favorables, centrada inicialmente en proyectos de infraestructura, seguidos de otros relacionados con las finanzas, la educación, la salud y la agroindustria (WBG, 2017b). Esta estrategia suscita muchas preocupaciones, entre otras cosas por su complejidad, los elevados costos de transacción, los ajustes estructurales previos necesarios y, lo que es tal vez más importante, la distribución desigual de los beneficios y los costos. En resumen, como se puede observar en el recuadro 6.1, la titulación en particular no es una novedad en la banca, pero su última versión podría resultar sumamente perjudicial. Si el objetivo de esos procedimientos e instrumentos es aumentar el capital de la banca pública, merece la pena señalar que ese mismo objetivo podría conseguirse con menor riesgo, como se señala en las siguientes secciones.

C. Banca paciente y catalizadora: las principales instituciones en el panorama de la banca pública

1. Los bancos centrales y un New Deal verde global: una cuestión que merece un examen más detenido

Hay una extensa bibliografía sobre los orígenes¹⁴, la evolución y las funciones¹⁵ de los bancos centrales. La historia sugiere que, en casi todas las experiencias de desarrollo exitosas, los bancos centrales han desempeñado un papel importante en las iniciativas públicas para promover la transformación estructural.

La Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial fueron momentos decisivos para los bancos centrales del mundo avanzado, ya que ampliaron sus funciones

de garantes de los sistemas bancarios para financiar el esfuerzo bélico y gestionar las deudas acumuladas por los Estados durante la guerra, reconstruir y reestructurar las economías nacionales en la posguerra y respaldar con la política fiscal el compromiso del pleno empleo. Esas actividades estaban estrechamente articuladas con los objetivos de desarrollo nacional y las políticas macroeconómicas de los gobiernos. Los bancos centrales utilizaron una amplia variedad de técnicas para orientar el crédito hacia sectores y actividades que el mercado no habría generado por sí solo. Entre ellas figuraba financiar la deuda pública a tipos de interés más bajos, reducir el crédito para actividades del sector privado menos prioritarias,

RECUADRO 6.1 Riesgos de la marcha hacia la titulización

Los bancos multilaterales de desarrollo toman cada vez más en serio el recurso a la titulización como forma de atraer a la inversión privada hacia la financiación para el desarrollo. La titulización consiste en agrupar varios tipos de títulos de deuda u otras clases de activos distintos que generan rendimientos y vender a terceros los flujos de caja que generen. En el pasado, los bancos multilaterales de desarrollo vendían directamente a inversores privados préstamos de sus balances a fin de liberar capital para poder conceder más préstamos. No obstante, la titulización puede adoptar distintas formas y existe auténtica preocupación por que los bancos multilaterales de desarrollo se estén planteando la posibilidad de adoptar algunas de sus formas más complejas, que pueden generar riesgos tanto financieros como reputacionales. Además, si las cosas se tuercen, la titulización sigue entrañando un riesgo para el sector público. Eso podría obstaculizar los esfuerzos de los gobiernos para mejorar (o recuperar) su capacidad de orientar el gasto público al cumplimiento de los ODS.

Las formas más complejas de titulización pueden implicar lo que se denomina transacciones “sintéticas”. El Banco Africano de Desarrollo (BAfD) ha anunciado recientemente una transacción de este tipo en la que participa con inversores privados y públicos y un fondo público. En esta operación se transfiere el riesgo crediticio asociado a un conjunto de préstamos no soberanos concedidos por el BAfD, cuyo valor asciende a 1.000 millones de dólares, para proyectos de infraestructura. De este modo se reduce la cantidad de capital necesario para los préstamos y se libera una capacidad de préstamo de 650 millones de dólares. La operación es “sintética” porque, técnicamente, los préstamos no se eliminan del balance del BAfD. En cambio, los inversores privados y públicos (Mariner Investment Group y Africa50) asumen un riesgo crediticio de 152,5 millones de dólares, mientras que el Fondo Europeo de Desarrollo Sostenible, que gestiona la Comisión Europea, ofrece una garantía adicional de 100 millones de dólares. A cambio, los inversores y este Fondo que gestiona la Comisión Europea reciben una comisión por el riesgo que asumen (AfDB, 2018; Hay, 2018; Allen, 2018).

Otra forma elaborada de titulización se da cuando las entidades financieras retiran préstamos de sus balances y los colocan en el de una sociedad vehicular de propósito especial que emite bonos que se venden a los inversores. De ese modo se amplía la capacidad de préstamo del banco, mientras que los inversores en estos bonos reciben reembolsos de los prestatarios originales de los préstamos subyacentes. Una característica clave que se puede encontrar en esa forma de titulización respaldada por activos, que estuvo en el centro de la crisis financiera mundial de 2008-2009, es el uso de obligaciones respaldadas por préstamos. Se trata de instrumentos financieros que permiten dividir los préstamos en tramos con distinto orden de prelación, lo que permite atraer a inversores con diferentes perfiles de riesgo. Como parte del menú de opciones para ampliar la financiación de los ODS, se han hecho propuestas para que la titulización por parte de los bancos multilaterales de desarrollo pueda incluir las obligaciones respaldadas por préstamos (Arezki *et al.*, 2016). Uno de los riesgos es que el uso de este instrumento para financiar proyectos de infraestructura aporte capital a corto plazo a proyectos que son esencialmente de largo plazo, con las consecuencias que ello conllevaría.

Es preocupante que el debate actual no se centre en sopesar los riesgos que entrañan las distintas formas de titulización, sino en cómo se puede atraer a inversores privados para proyectos en países en desarrollo a través de modalidades de titulización más complejas. La idea es establecer firmemente la infraestructura como una clase de activo para los inversores institucionales que buscan un alto rendimiento ajustado al riesgo. Incluso quienes abogan por que los bancos multilaterales de desarrollo recurran a la titulización ven un techo inherente a esas operaciones, ya que la mayoría de esos bancos conceden préstamos a los Estados a tasas de interés bonificadas. Esto dificulta la titulización, ya que los inversores privados utilizan precios basados en el riesgo (Humphrey, 2018b). Para allanar el camino hacia la titulización, el G20, con el apoyo de la OCDE y los bancos multilaterales de desarrollo, ha establecido una hoja de ruta con la que se pretende promover una mayor estandarización de los préstamos para proyectos de infraestructura mejorando su formulación (estandarización contractual y financiera, preparación de proyectos y recopilación de datos) y el entorno de inversión (ingeniería financiera; distribución de los riesgos; marcos de mitigación, de regulación y del mercado de capitales, y proyectos de infraestructura de calidad) (OCDE, 2018, G20 *et al.*, 2018). Estos nuevos requisitos para los proyectos aumentan la complejidad e imponen una carga adicional para los países en desarrollo por los costos que engendran esas operaciones. También hacen uso de una capacidad administrativa ya limitada que probablemente se podría emplear con mayor eficacia en la economía real que en esa suerte de ingeniería financiera. De hecho, los marcos reguladores y del mercado de capitales que se requieren pueden ser incluso contraproducentes para la aplicación de estrategias de desarrollo autónomo (TDR 2018, cap. IV).

así como promover una asignación preferente de recursos para su uso en ámbitos prioritarios (Bezemer *et al.*, 2018).

Después de la Segunda Guerra Mundial, en el mundo en desarrollo poscolonial, algunos bancos centrales se convirtieron en agentes del desarrollo económico (Epstein, 2006), a menudo con “facultades amplias y flexibles” (Bloomfield, 1957, pág. 191). Entre estas figuraban instrumentos que se habían utilizado en Europa, el Japón y los Estados Unidos, como los controles selectivos del crédito, que permitían a instituciones de crédito especializadas atender necesidades particulares e influir en las políticas sobre préstamos bancarios, con el objetivo de “reencauzar los recursos reales en las direcciones deseadas, tanto entre el sector público y el privado como dentro del propio sector privado” (Bloomfield, 1957, pág. 198).

En la década de 1980 surgió un enfoque de la banca central distinto en el contexto del Consenso de Washington, de alcance más general y con una orientación promercado. Este cambio de rumbo suponía una ruptura de diversos vínculos con el Estado: los bancos centrales debían ser independientes del Ejecutivo y, por tanto, ya no se les exigía que financiaran los déficits ni actividades públicas concretas; debían centrarse en la estabilidad de precios y perseguir metas de inflación, así como recurrir a métodos indirectos de política monetaria, como la modificación de los tipos de interés a corto plazo, en lugar de a métodos directos, como el establecimiento de límites de crédito máximos u otros instrumentos a los que anteriormente se había recurrido con mucha frecuencia. A raíz de este cambio de planteamiento, en el período comprendido entre 1970 y 2012, más de 270 cambios en la política de los bancos centrales dieron lugar a un endurecimiento y a la limitación de los mandatos de estos en más de 180 países (Garriga, 2016, y a partir de datos actualizados facilitados por el autor). Otra consecuencia fue que se redujo la diversidad: ahora la mayoría de los bancos centrales son más o menos iguales, mientras que antes tenían orientaciones de política muy distintas que reflejaban sus diferentes dimensiones y contextos económicos. La mayoría ha hecho de la dirección de la política monetaria su principal cometido, con el propósito específico de mantener la estabilidad de los precios con arreglo a una meta de inflación. Cuando se incluyen otros objetivos macroeconómicos, ya sea por ley o por una práctica no prevista en sus estatutos, suelen estar subordinados al de la estabilidad de los precios.

No obstante, también esta función puede interpretarse de manera relativamente amplia, como se puso de manifiesto tras la crisis financiera de 2008-2009, cuando los bancos centrales demostraron que podían adaptarse y cambiar drásticamente en tiempos difíciles cuando había voluntad política. Incluso aquellos que habían adoptado específicamente en su mandato la fijación de un objetivo de inflación volvieron a vincular la estabilidad monetaria y financiera con la economía real y crearon dinero a gran escala para impulsar la demanda y promover la recuperación después de la crisis.

Tras este renacido activismo de los bancos centrales, recientemente se ha producido una ola de llamamientos para que respondan al desafío del cambio climático. Por tanto, la cuestión ahora no es tanto si los bancos centrales deben utilizar su posición en apoyo de las políticas públicas para un *New Deal* global, sino de qué manera.

a) *Espacio de políticas para los bancos centrales*

A pesar de que los mandatos de los bancos centrales son ahora más limitados, estos aún tienen algo de margen para definir objetivos y prácticas de mayor alcance. En un estudio realizado entre 45 bancos centrales (BIS, 2009) se estableció que 19 de ellos tenían como único objetivo la estabilidad de precios; otros 24 tenían metas macroeconómicas secundarias y 3 se habían fijado múltiples objetivos sin orden de prioridad. Incluso cuando la estabilidad de los precios es la meta principal, hay cabida para otros objetivos.

La estabilidad financiera es el segundo objetivo predominante de los bancos centrales. El 90 % de las entidades bancarias analizadas por el Banco de Pagos Internacionales indicaron que eran plena o parcialmente responsables de la política de estabilidad financiera y de la supervisión del sistema financiero. El objetivo de mantener la estabilidad financiera puede ser un desafío, en parte porque “[no] existe un acuerdo general sobre cómo medir [la] estabilidad [financiera], lo que dificulta especialmente determinar qué grado de estabilidad se persigue y si se ha logrado el adecuado” (BIS, 2009, pág. 33) (véase también Levine y Lima, 2015). Hay asimismo numerosas opiniones sobre la forma de lograrlo, como se desprende de los estudios que confirman los vínculos entre la desigualdad y la inestabilidad financiera, o el cambio climático y la inestabilidad financiera (NGFS,

2019; Rudebusch, 2019; Marois, 2019; Scott *et al.*, 2017, y Campiglio *et al.*, 2018, entre otros).

Los ejemplos más evidentes de que los bancos centrales descubrieron que tenían más margen para hacer valer sus facultades en materia de formulación de políticas se dieron después de la crisis financiera de 2008-2009, cuando las principales economías avanzadas introdujeron una serie de instrumentos de política monetaria innovadores y estructurados que no se parecían en nada a lo que había existido en los decenios anteriores. Esto sugiere que tienen la capacidad de hacer los cambios que requeriría un *New Deal* verde global, si es posible aglutinar la suficiente voluntad política. Incluso los bancos centrales que se dedican exclusivamente a la fijación de objetivos de inflación se han abierto a nuevos instrumentos¹⁶, lo que pone en tela de juicio la denominada “independencia” de los bancos centrales y nos recuerda de las ventajas de la colaboración más estrecha que había en el pasado entre el banco central y el gobierno¹⁷.

El papel de los bancos centrales de algunos países nunca se ha limitado únicamente a la estabilidad de los precios, ni siquiera a la estabilidad financiera, y el vínculo con la formulación de políticas públicas no ha llegado a romperse. Como se ha señalado anteriormente, los bancos centrales apoyaron de manera activa y directa la industrialización de las economías de Asia Oriental durante las décadas de 1950 y 1960 (Amsden, 2001; UNCTAD, 2016) y es fácil encontrar casos más recientes, tanto en el mundo en desarrollo como en el desarrollado: por ejemplo, el banco central de China siempre ha procurado coordinar los objetivos de la política industrial del gobierno con los monetarios¹⁸.

Se trata pues de una idea muy diferente de la “independencia” del banco central, que también está comenzando a calar en otras partes del mundo (véanse, por ejemplo, Andersson y Claussen, 2017; Blanchard *et al.*, 2013; Derviş, 2012; Epstein y Yeldan, 2008; Münchau, 2017; Rosengren, 2013). El principal argumento para romper los vínculos entre el banco central y el gobierno era resguardar a los primeros de interferencias políticas negativas, por ejemplo, de sufrir presiones para que fijaran los tipos de interés en función del ciclo electoral y no del económico. Este planteamiento sobre las sinergias negativas obvia la posibilidad de que también las haya positivas. Además, aun en los casos en que el mandato del banco central se limita a un solo objetivo

y un solo instrumento, es discutible si la tarea puede ser en algún caso estrictamente técnica. Para empezar, mucho depende de los modelos subyacentes de la economía y de cómo se espera que respondan los diferentes elementos. Un cambio en un parámetro o un punto de referencia puede arrojar resultados completamente diferentes, y esa modelización es tanto un arte como una ciencia. En cualquier caso, la toma de decisiones supuestamente técnicas nunca ha sido neutral, porque distintos grupos de personas siempre se ven afectados de manera diferente. A los importadores les puede convenir una apreciación de la moneda, mientras que los exportadores prefieran que el valor de la moneda sea más bajo; los ahorradores esperan tipos de interés elevados, mientras que los promotores inmobiliarios quieren que sean muy bajos. Llegar a un punto de equilibrio o a un compromiso ante esa diversidad de intereses no es una decisión técnica, sino que implica la adopción de decisiones políticas y la consideración de objetivos de escala nacional, lo que significa que los representantes elegidos han de tener voz junto a los técnicos designados. La comunicación entre el banco central y el gobierno puede, como mínimo, facilitar la coordinación entre la política monetaria y la fiscal, o al menos evitar algunas contradicciones. También le confiere legitimidad democrática.

b) Tomar la senda verde

En lo que respecta a un *New Deal* verde global, los bancos centrales pueden desempeñar funciones multidimensionales, tanto directa como indirectamente, actuando de manera concertada con otras entidades de financiación para el desarrollo. Esencialmente, su papel se definiría como estabilizador: salvaguardar la estabilidad del sistema financiero y económico y aplacar las turbulencias económicas y sociales causadas por la “destrucción creativa” de una transición transformadora hacia una economía más verde. También podría ser más ambicioso y catalizador: trabajar codo con codo con el gobierno para la creación de crédito y orientar el sistema bancario para que así pueda prestar su asistencia en la transformación de la inversión, la producción y el consumo.

Algunos bancos centrales ya reconocen que el cambio climático podría mermar la eficacia del funcionamiento del sistema financiero y su estabilidad, como revela la advertencia del Banco de Inglaterra, mencionada en la introducción, sobre un posible “momento Minsky climático” (Scott *et al.*, 2017, pág. 104). Los daños por temporales o inundaciones

conlleven riesgos extremos para la actividad de las compañías aseguradoras; los activos abandonados o en desuso (“stranded assets”), como las reservas de combustibles fósiles que ya no son utilizables, pueden repercutir muy negativamente en los balances. Los riesgos financieros inducidos por el clima “podrían justificar en última instancia la aplicación de medidas destinadas a mitigarlos en todas las operaciones de los bancos centrales” (Campiglio *et al.*, 2018, pág. 466). Además, en muchos casos se orientan las políticas con arreglo a esa lógica sin modificar el mandato del banco central, aunque entrañaría cambios fundamentales en los modelos y supuestos técnicos que se utilizan para guiar el análisis y las previsiones de los bancos.

En algunos bancos centrales ya se ha empezado a ver este problema técnicamente como una “tragedia del horizonte” (Carney, 2015, en una referencia a la famosa “tragedia del procomún”, de Coase). La mayoría de las políticas de estabilidad monetaria tienen un marco temporal de dos a tres años y las de estabilidad financiera, de diez años, pero la adaptación al cambio climático y las transformaciones que comporta requieren mucho más tiempo. La reciente creación de una red de bancos centrales para la ecologización del sistema financiero refleja estas preocupaciones¹⁹. Algunos miembros de hecho ya ofrecen a las entidades financieras préstamos con tipos de interés inferiores a los del mercado para apoyar los préstamos “verdes”. Los cambios en las políticas para imprimirles un carácter activo no se limitan a los bancos de la red: el Banco de Reserva de la India, el Banco de Bangladesh y el Banco del Líbano figuran entre los bancos centrales que ya utilizan cuotas mínimas y otros instrumentos para promover los préstamos verdes (véase el cuadro 6.3).

Entre las políticas que pueden adoptar los bancos centrales, incluso si no se amplían sus mandatos, figuran las siguientes:

- Nuevos enfoques analíticos para la creación de modelos macroeconómicos, que incorporen de un modo más preciso la exposición a los riesgos del cambio climático. Incluso en los países cuya exposición directa a la producción de combustibles fósiles sea limitada, la mayor exposición a sectores intensivos en emisiones de carbono puede ser lo suficientemente significativa como para que suponga un riesgo sistémico, como se constató en un estudio llevado a cabo por un

banco nacional de los Países Bajos (Vermeulen *et al.*, 2018). En los test de estrés de los bancos también se tiene que medir esa exposición.

- Información completa sobre los riesgos. La mayoría de las empresas e inversores no son conscientes de la exposición de sus carteras, por lo que tienen pocos incentivos para realizar cambios. El Equipo de Tareas sobre Divulgación de Información Financiera relacionada con el Clima, del Consejo de Estabilidad Financiera, explica la forma en que las empresas podrían declarar voluntariamente esta información para que los inversores, prestamistas y aseguradores dispongan de datos de mejor calidad; en Francia, es un requisito de la Ley de Transición Energética. De hecho, los propios bancos centrales tienen que declarar la exposición de sus carteras de activos.
- En algunos casos, la normativa y los instrumentos financieros siguen un rumbo equivocado, por cuanto las inversiones en proyectos relacionados con actividades con bajas emisiones de carbono se consideran experimentales y con más riesgo, menor liquidez y largos plazos de ejecución (Campiglio *et al.*, 2018, pág. 464). Los bancos centrales encargados de la regulación bancaria podrían corregir ese sesgo. Algunos autores han sugerido que se debería exigir a las entidades que tengan activos relacionados con actividades intensivas en emisiones de carbono un mayor nivel de reservas de capital porque, según su argumentación, se enfrentarán a mayores riesgos y costos de transición. Básicamente, es una forma indirecta de intentar conseguir que los bancos centrales apoyen los préstamos verdes sin modificar su restringido mandato. No obstante, las exigencias de capital que establece el marco de Basilea, que se basa en la evaluación de riesgos para la determinación del capital, ya introduce algo de confusión y complejidad; por tanto, se justifica que exista cierta cautela a la hora de utilizar la asignación de capital como instrumento para este fin (*TDR 2015*, capítulo IV). En cambio, el capital podría utilizarse como instrumento para incentivar el crédito a los sectores verdes, no porque sean más o menos “arriesgados”, sino porque es la dirección que los gobiernos han decidido que debe tomar la transformación estructural. Asimismo, se podría exigir a las entidades con activos menos deseados que aumentaran las provisiones de capital en relación con la deuda. Si

CUADRO 6.3 Bancos centrales: en apoyo de la economía verde

<i>Instrumentos de la política de investigación y difusión</i>	<i>Aplicación práctica</i>	<i>Algunos ejemplos recientes</i>
Evaluación de los riesgos financieros relacionados con el clima	Comprensión de los efectos del cambio climático en la economía financiera y real Desarrollo y aplicación de metodologías que permitan reconocer y medir los riesgos climáticos para las entidades financieras	Exámenes de los efectos del cambio climático en bancos, aseguradoras y entidades financieras; Banco de Inglaterra; Banco Nacional de los Países Bajos; Junta Europea de Riesgo Sistémico; Red para la Ecologización del Sistema Financiero (NGFS; por sus siglas en inglés)
Análisis y modelos macroeconómicos de la transición a un régimen de bajas emisiones de carbono	Herramientas de modelización para evaluar el impacto general de la transición	Importantes carencias en la bibliografía y el debate, actualmente, solo el sector privado y el académico
Apoyo a las actividades de formación sobre la financiación verde	Investigación sobre la financiación y el crecimiento verdes. Ampliación de conocimientos y cooperación Creación de capacidad y capacitación (la falta de conocimientos especializados sobre el riesgo ambiental y la sostenibilidad es un importante obstáculo para una aceptación más amplia de la financiación verde)	Banco de Bangladés (los bancos están obligados a informar a los prestarios sobre la regulación normativa medioambiental) Grupo de Estudio de Finanzas Verdes del G20. Colaboración bilateral entre el Banco de Inglaterra y China sobre financiación verde Recomendación de la NGFS
Declaración de los riesgos financieros asociados al clima	Declaración obligatoria o fomento de las prácticas de declaración de información por parte de empresas e inversionistas	Declaración de información sobre las inversiones en combustibles fósiles: Departamento de Seguros de California Grupo de trabajo del Consejo de Estabilidad Financiera sobre la divulgación voluntaria de información sobre riesgos financieros relacionados con el cambio climático Declaración de información sobre cómo se adecúan las carteras con las metas climáticas: Ley de transición energética de Francia (artículo 174, párr. VI) Recomendación de la NGFS
Normativa e instrumentos de la política para salvaguardar la estabilidad financiera y promover la transición estructural a una economía con menos emisiones de carbono	Aplicación práctica	Algunos ejemplos recientes
Normativa prudencial y macroprudencial en consonancia con una perspectiva medioambiental	Realización de tests de estrés con diferentes escenarios de inestabilidad financiera (¿qué ocurriría si hubiera un repentino resque de los precios de los activos asociados a actividades con altas emisiones de carbono?) Inclusión de las cuestiones medioambientales en la normativa prudencial	Banco del Brasil (exige a los bancos comerciales que sometan a tests de estrés a sus actividades de préstamo frente a riesgos medioambientales y sociales y realicen provisiones de capital adicionales para cubrir esos riesgos)
Políticas activas para la asignación de créditos a actividades y sectores verdes	Reducción del mínimo de reservas obligatorias para los préstamos destinados a proyectos respetuosos con el medio ambiente Establecimiento de límites, en función de la intensidad de las emisiones de carbono de las actividades subyacentes, en la relación préstamo/valor y préstamo/ingresos a la financiación concedida por los bancos comerciales Ajuste más preciso restringiendo los préstamos por exposición a un sector, ubicación o contraparte Líneas específicas que ofrezcan refinanciación para bancos comerciales a tipos bonificados para sectores prioritarios Cupos obligatorios o mínimos para que los bancos asignen una parte de su cartera a los sectores verdes Cupos máximos para préstamos a sectores con altas emisiones de carbono Apoyo del banco central a los bancos de desarrollo, por ejemplo, mediante la compra de acciones y bonos de estos y la creación de mercados para sus bonos	La Comisión de Regulación Bancaria de China publicó directrices para contener los créditos a las industrias más intensivas en emisiones de carbono y fomentar los préstamos a proyectos verdes Banco del Líbano: Los bancos comerciales "más verdes" pueden mantener menos reservas (verificación por el Centro Líbanés para la Conservación de la Energía) Banco de Bangladés: Los bancos comerciales y las entidades financieras no bancarias deben asignar el 5 % del total de los préstamos a sectores verdes (ayudas para la refinanciación verde en el caso de las energías renovables y la eficiencia energética) Banco del Brasil (restricciones a los préstamos en zonas ambientalmente frías) Banco Popular de China: Tipos de interés preferentes para los préstamos verdes en determinadas regiones Banco de Reserva de la India: Inclusión de los préstamos a empresas de energías renovables en el plan de préstamos para sectores prioritarios del banco. Cupo: el 40 % de la actividad crediticia neta de los bancos comerciales tiene que destinarse a apoyar a los sectores prioritarios Banco de Corea: aprovecha las posibilidades de bonificación de intereses que contempla la política fiscal con el fin de conceder préstamos a bajo interés para proyectos de mejora de la eficiencia energética y proyectos relacionados con energías renovables Apoyo de la Unión Europea al Banco del Líbano para otorgar préstamos con bonificación de intereses a proyectos de mejora de la eficiencia energética y relacionados con las energías renovables; también la ampliación de plazos de vencimiento
Requisitos de admisibilidad	Inclusión de criterios ecológicos en la evaluación del riesgo global de un activo comprado o aceptado como garantía	DNB, Norges Bank (pero solo para compra propia)
Expansión cuantitativa verde	Compra de activos verdes como parte de la expansión cuantitativa Bonos verdes	El Banco Europeo de Inversiones dedica al menos el 25 % de sus préstamos a proyectos de acción climática
Otras actividades verdes (bonos verdes, directrices para las finanzas verdes)	Apoyo a las entidades de financiación para la emisión de bonos, fomento de la capacidad Posibilidad de crear o apoyar directrices para una financiación más verdes (por ejemplo, gestión del riesgo medioambiental y de la sostenibilidad); de aplicación obligatoria o voluntaria	Los bancos de Indonesia, la India y China publicaron directrices de aplicación voluntaria sobre préstamos verdes Varios bancos centrales contribuyen a apoyar iniciativas de emisión de bonos verdes, entre ellos los de China, la India y la República de Corea Bonos verdes en muchos países; en algunas iniciativas participan también bancos globales, como la entidad Corporación Financiera Internacional, en cuanto inversionista de referencia, con el Banco de la India

Fuente: Secretaría de la UNCTAD, sobre la base de Scott *et al.*, 2017; van Lerven, 2017; NEE, 2017; Campiglio *et al.*, 2017, 2018; MPAG, 2019; NGFS, 2019, e informes y publicaciones anuales de los bancos centrales.

con estos reajustes en la regulación aumenta el costo de la financiación de las actividades asociadas a altas emisiones de carbono, indirectamente se orientaría el crédito hacia las bajas emisiones de carbono.

Algunos países ya están adoptando medidas de este tipo. El banco central del Líbano fija diferentes tipos de coeficiente de reservas (el porcentaje mínimo de depósitos que un banco privado debe mantener en reservas que establece el banco central) según el monto de los préstamos bancarios que se destinan a proyectos de energía renovable y de aumento de la eficiencia energética (Ministerio de Medio Ambiente, Líbano, 2014). El banco central del Brasil exige a los bancos comerciales que incorporen los factores de riesgo ambiental en su marco de gobernanza y que muestren cómo evalúan esos riesgos cuando calculan sus necesidades de capital (NEF, 2017). El Banco Popular de China ofrece a las empresas apoyo para la financiación verde (MPAG, 2019, pág. 39). Análogamente, en las economías avanzadas, el Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles, de la Unión Europea, ha sugerido que se introduzcan requisitos de capital que penalicen las actividades más contaminantes (*brown penalizing*) o apoyen las menos contaminantes (*green supporting*), en función de los riesgos de los sectores prestatarios para la sostenibilidad (European Commission, 2018; Thomä y Hilke, 2018). En términos más generales, la Comisión Europea propuso que los organismos de supervisión europeos integran criterios medioambientales, sociales y de gobernanza en sus actividades generales. Esto les permitiría comprender y observar de qué manera las entidades financieras identifican, registran y abordan los riesgos que el cambio climático y el proceso de transición suponen para la estabilidad financiera (European Commission, 2017). No obstante, para respaldar esas medidas se requiere una solviente evidencia empírica que demuestre que la exposición del sector financiero a esos riesgos es significativa, con lo que se vuelve a poner de relieve la necesidad de nuevos modelos analíticos y más pruebas de estrés climático y modelización macroeconómica para mostrar los riesgos financieros que entraña el cambio climático.

c) *Expansión cuantitativa verde*

Actualmente, en las compras de bonos corporativos los bancos centrales pueden inclinarse por grandes empresas que desempeñan actividades caracterizadas por una gran intensidad de emisiones de carbono,

lo que refleja el hecho de que tienen calificaciones crediticias relativamente altas y que las empresas cuya actividad se asocia a bajas emisiones de carbono tienden a ser demasiado pequeñas para emitir bonos corporativos (Campiglio *et al.*, 2018). Este proceso se retroalimenta, porque el mercado considera que esos bonos presentan menos riesgo que otros menos líquidos. Para evitar los efectos del “bloqueo tecnológico del carbono” en el sistema económico, el banco central podría dejar de comprar o reducir la compra de activos financieros asociados a actividades intensivas en emisiones de carbono y optar en cambio por activos asociados a actividades en las que esa intensidad baja. O bien podría poner en marcha un programa paralelo de compra de nuevos activos financieros relacionados con actividades de baja intensidad, con objeto de ofrecer liquidez a empresas interesadas en pasar a formas de producción limpia y ecológica. Las cifras pueden ser muy elevadas: en 2017, el Banco Central Europeo hizo compras por valor de 730.000 millones de euros, mientras que la inversión anual adicional necesaria para alcanzar los objetivos energéticos y climáticos de la Unión Europea equivaldría a una cuarta parte de esa cantidad (Comisión Europea, 2018; Anderson, 2015). El banco central también podría comprar más bonos verdes, que representan un mercado relativamente nuevo, pero en expansión, cuyo valor estimado en 2018 fue de unos 167.000 millones de dólares. Se calcula que las emisiones de bonos verdes realizadas desde 2007 suman en total algo más de 520.000 millones de dólares, siendo el principal emisor los Estados Unidos, seguido de China y Francia (Climate Bond Initiative, 2018)²⁰. Si bien es un comienzo alentador, en general el banco central podría actuar con más decisión y apoyar abiertamente la emisión de bonos verdes y la financiación verde por parte de los bancos públicos y los Estados (Tooze, 2019). Retomando la consideración que se hace en la sección B.2 del papel crucial de una articulación positiva entre los objetivos de los bancos y las políticas gubernamentales, se puede decir que el carácter largoplacista de las inversiones relacionadas con el cambio climático, junto con la actual coyuntura de una demanda agregada reducida, tipos de interés en bajos históricos y la probable continuidad de la expansión cuantitativa en muchos países, justifican que gran parte de esa campaña de descarbonización se financie emitiendo deuda a largo plazo. No corresponde al banco central conceder esos préstamos: la deuda debe ser emitida por bancos de inversión públicos o directamente por el Estado. Sin embargo, lo que sí debería hacer el banco central es apoyar este impulso actuando como compradores de último recurso de esos títulos de deuda a largo plazo.

Un argumento en contra de este tipo de estrategia es que los bancos centrales han estado recurriendo a la expansión cuantitativa como un estímulo temporal y anticíclico, y no según el enfoque más estratégico y largoplacista que requeriría un *New Deal* verde global. Sin embargo, no parece que la expansión cuantitativa vaya a dejar de aplicarse pronto. Otro argumento es que desviaría la atención de los bancos de su principal tarea, consistente en mantener la estabilidad financiera: aunque, en vista de los gráficos 6.1 y 6.2, se puede contestar que la expansión cuantitativa verde está relacionada precisamente con esa tarea. En tercer lugar, también podría argumentarse que los nuevos “bonos verdes” no cumplirían los actuales criterios de riesgo financiero para poder ser incluidos en la lista de activos que el banco central pueden comprar, lista constituida sobre todo por bonos de calidad de inversión que se considera que presentan un bajo riesgo de impago. La compra de activos verdes podría presentar riesgos más elevados, especialmente si el banco central carece de los conocimientos técnicos necesarios para juzgar los méritos relativos de las tecnologías en cuestión. Además, si bien el crecimiento de los bonos verdes puede proporcionar financiación adicional para las inversiones transformadoras que se necesitan, la tendencia es también que ofrezcan vencimientos cada vez más cortos: la mayoría de las últimas emisiones son a cinco años o menos, y solo una pequeña proporción ofrece 10 años o más, que sería el plazo necesario (Climate Bonds Initiative, 2018, pág. 16). Por esas y otras razones, hasta ahora se ha rechazado la idea de un programa verde de expansión cuantitativa. No obstante, ya está ocurriendo algo así con la compra de bonos emitidos por entidades públicas que financian actividades con bajas emisiones de carbono. Si bien esas políticas en concreto tal vez no sean viables para los países en desarrollo que no puedan adoptar iniciativas de expansión cuantitativa sin arriesgarse a sufrir una crisis cambiaria o de la balanza de pagos, cabe la posibilidad de que las políticas de expansión cuantitativa verde de los países avanzados sirvan para apoyar inversiones verdes en países en desarrollo.

d) *Criterios de elegibilidad y marcos de garantía*

La lista de activos que los bancos centrales consideran aptos para la compra como parte de la gestión de cartera que normalmente desarrolla suele ser pública. El banco central podría enviar una señal

clara al resto del mercado, además de propiciar en la práctica un impulso financiero, si incluye en ella activos relacionados con actividades más orientadas al medio ambiente o que supongan un esfuerzo de inversión pública que se inscriba en un *New Deal* verde global. Algunos bancos (entre los que figuran los bancos nacionales de los Países Bajos, Noruega y Suiza) ya lo están haciendo, por ejemplo, al aplicar consideraciones medioambientales para sus inversiones por cuenta propia, guiarse por criterios éticos para decidir compras de títulos extranjeros de renta variable, o excluir a empresas dependientes del carbón de la cartera pública de fondos de pensiones.

Este mismo principio puede hacerse extensivo a los marcos de garantía de los bancos centrales. Descrito a veces como “el secreto a voces de los bancos centrales” (Nyborg, 2017), ese marco determina los activos que las entidades financieras pueden pignorar cuando piden préstamos al banco central, así como las sumas que pueden pedir con esos activos. Los criterios empleados para establecer si los activos pueden servir de garantía o no, y, en caso afirmativo, la diferencia entre el valor de mercado de esos activos y su valor como garantía, determinan su atractivo y, por tanto, su precio de mercado. En Francia, un cambio en los criterios de admisibilidad establecidos por el banco central dio lugar a un aumento de la oferta de crédito a pequeñas y medianas empresas que anteriormente no reunían los requisitos, en un momento de reducción efectiva del crédito a otras empresas (Mésonnier *et al.*, 2017).

2. *Potencial para los bancos públicos nacionales*

Si el banco central es el puente de mando del sistema bancario de un país, los bancos públicos nacionales son la sala de máquinas y hacen directamente el trabajo pesado. Pueden diferenciarse claramente de los bancos privados cuando sus mandatos están orientados a cumplir objetivos de desarrollo o sociales y adoptan las correspondientes estrategias de crédito. Si bien es cierto que deben asegurarse de que su modelo comercial resulta sostenible, suelen tener más libertad para centrarse en proyectos que generen externalidades positivas, prestar con tipos de interés inferiores a los del mercado y ampliar la cobertura a áreas y categorías de prestatarios que no estén suficientemente atendidas. Además, pueden adoptar medidas anticíclicas en tiempos de crisis, cuando el crédito

de las entidades financieras privadas escasea. Los bancos comerciales públicos suelen tener más capacidad anticíclica que los bancos de desarrollo, dado que, en los países en que existen, el volumen de sus operaciones suele ser superior.

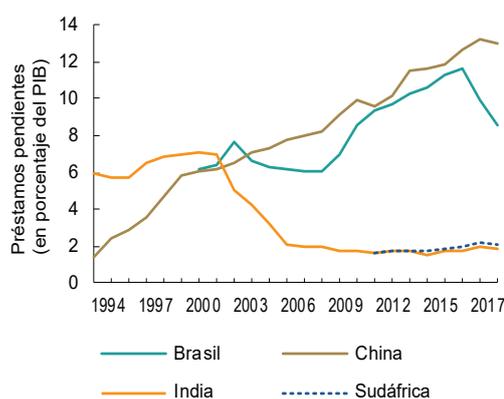
Los bancos nacionales de desarrollo son, en la mayoría de los casos, de titularidad pública y, por tanto, constituyen un subconjunto de la banca pública. Aunque las diferencias entre estos y otros bancos públicos no siempre están claramente definidas, se pueden distinguir por algunas características clave: un mandato, aunque más restrictivo, de apoyar proyectos sociales y de desarrollo; su participación en el capital de empresas de futuro incierto y de mayor riesgo, pero con un enorme potencial de beneficios a muy largo plazo; sus propias competencias técnicas y conocimientos especializados; su historial de evaluación y gestión de riesgos de proyectos de gran envergadura y complejidad, y su capacidad especial para financiar proyectos a largo plazo y captar financiación de otras instituciones.

En principio, los bancos nacionales de desarrollo son instrumentos de política de probada eficacia, ya que operan en segmentos del mercado que se encuentran en el núcleo del proceso de transformación estructural. Su principal función es salvar los problemas que plantean determinados mercados de capital que son poco proclives a asumir los riesgos de conceder financiamiento a proyectos a gran escala intensivos en capital (o a nuevos sectores y productos) caracterizados por un alto grado de incertidumbre y largos períodos de gestación y aprendizaje. Dado que los inversores privados no pueden aprovechar las externalidades positivas que suelen generar esos proyectos, el resultado es que la inversión suele ser insuficiente en esos ámbitos. Los bancos nacionales de desarrollo pueden salvar institucionalmente los descalces en el sistema bancario en términos de activos y pasivos entre la inversión en proyectos de infraestructura y los depósitos a corto plazo. Los bancos nacionales de desarrollo también pueden desempeñar un papel proactivo aprovechando su bagaje en cuanto a investigación, asistencia técnica y capacidad institucional para configurar y crear mercados, además de actuar como inversores “de primera instancia” en previsión de la demanda y en la coordinación de las respuestas de la oferta nacional (UNCTAD, 2016; Macfarlane y Mazzucato, 2018).

En la práctica, la eficacia de algunos bancos nacionales de desarrollo como instrumento de política ha sido desigual y su función ha sido cuestionada. A raíz del Consenso de Washington se sometió a los bancos nacionales de desarrollo a un análisis más crítico. No obstante, en la crisis financiera de 2008-2009, al agotarse los préstamos de los bancos del sector privado, los bancos nacionales de desarrollo recobraron su protagonismo como fuentes clave de financiación a largo plazo y anticíclica para la inversión en infraestructuras, servicios públicos y sectores estratégicos. La crisis puso de relieve la importancia que seguía teniendo la financiación para el desarrollo cuando los encargados de la formulación de políticas comenzaron a replantearse el papel de los bancos nacionales de desarrollo en la transformación estructural y la forma de emplearlos eficazmente (Kozul-Wright y Poon, 2018).

En el gráfico 6.3 puede observarse cómo las experiencias con la financiación del desarrollo pueden variar considerablemente de un país a otro. En el Brasil y China, los préstamos pendientes de los bancos nacionales de desarrollo aumentaron significativamente en

GRÁFICO 6.3 Función de los bancos nacionales de desarrollo en un grupo seleccionado de países emergentes en 1994-2017



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en informes anuales y financieros del BNDES, el CDB, el IDC y el DBSA (varios ejercicios); el manual de estadísticas sobre la economía india, del Banco de la Reserva de la India (varios años), y las Estadísticas Financieras Internacionales, del Fondo Monetario Internacional.

Nota: En el caso del Brasil se incluye al BNDES; en el de China al CDB; en el de la India el banco ICICI, el Banco de Desarrollo Industrial de la India, la entidad financiera IFCI, el Banco Nacional de Desarrollo Agrícola y Rural, el Banco Nacional de la Vivienda, entidades financieras estatales, el Banco de Desarrollo de las Pequeñas Industrias de la India y el banco de exportación-importación de la India EXIM; y en el de Sudáfrica la Industrial Development Corp. (IDC) y el Banco de Desarrollo de África Meridional (DBSA).

relación con el PIB. En cambio, los préstamos de los bancos nacionales de desarrollo de la India se mantuvieron en niveles bajos durante el último decenio, tras haber disminuido drásticamente con respecto a principios de la década de 2000. Si bien se dispone de menos datos en el caso de Sudáfrica, el papel de sus bancos nacionales de desarrollo no ha cesado de ampliarse al menos desde 2010, aunque sigue siendo relativamente discreto.

A diferencia de la mayoría de las instituciones que captan depósitos, los bancos nacionales de desarrollo suelen depender de una financiación diversa y de largo plazo, como los recursos del tesoro, los títulos de deuda y, en algunos casos, lo que podría denominarse ahorro “forzoso” u “obligatorio”, por ejemplo, cuando se vincula a programas de ahorro para trabajadores, como en el caso del Brasil²¹. Esta base de financiación es la que les brinda la capacidad de ofrecer apoyo para proyectos complejos, arriesgados, innovadores y de largo plazo que resultan esenciales para la transformación estructural. Sus orígenes se remontan a las últimas iniciativas de desarrollo en Europa continental, cuando la debilidad o la inexistencia de mercados de capital limitaban el desarrollo industrial y de infraestructura y faltaban mecanismos de seguimiento de empresas que buscaban financiación en forma de préstamos (Chandrasekhar, 2016; UNCTAD, 2016). Estos primeros ejemplos sirvieron de modelo institucional a los países que activaron la financiación industrial para la reconstrucción y la industrialización en el período inmediatamente posterior a la Segunda Guerra Mundial, por ejemplo, en los casos del KfW en Alemania²² y el Banco de Desarrollo del Japón²³.

Esas experiencias conformarían los paradigmas y prácticas de la política estatal a principios de la posguerra, ya que con la descolonización se identificó que el desarrollo industrial y de infraestructuras eran fundamentales para la transformación estructural. Por ejemplo, el Banco Coreano de Desarrollo (KDB), fundado en 1954, utilizó inicialmente la ayuda de los Estados Unidos como principal fuente de financiación y concedió créditos a industrias básicas como las de producción de fertilizantes, cemento y electricidad, que habían sido destruidas durante la guerra de Corea (Lee, 2017). El BNDES, creado en el Brasil en 1952 partiendo de un modelo de financiación diferente, se centró primero en sectores de infraestructura, como el transporte y la generación de electricidad, antes de pasar, en las décadas de 1960 y 1970, a los de metales no ferrosos, productos

químicos y petroquímicos, papel, maquinaria y otras industrias (UNCTAD, 2016).

Uno de los principales riesgos de no depender de bancos nacionales de desarrollo que puedan proporcionar financiación a largo plazo para proyectos de riesgo y larga duración, pero socialmente deseados, es que sus funciones sean asumidas por entidades de financiación más problemáticas, como las de la banca en la sombra (descritos en el recuadro 6.2).

En las décadas de 1980 y 1990, los encargados de la formulación de políticas dirigieron su atención a las fuentes externas de financiación, dando mayor protagonismo a los flujos de capital privado y las empresas privadas extranjeras y nacionales, junto con la ayuda condicionada de gobiernos donantes y bancos multilaterales de desarrollo. La liberalización financiera prevista en los programas de ajuste estructural y los cambios mencionados en la función de los bancos centrales provocaron que en muchos países en desarrollo estos vieran reducido su tamaño y modificados sus mandatos, se privatizaran o, simplemente, se cerraran. En líneas generales, los bancos públicos que hoy quedan tienen una orientación más comercial que antes.

Un análisis de 13 bancos nacionales públicos comerciales y de desarrollo de nueve países —Brasil, China, Federación de Rusia, India, Malasia, México, República de Corea, Sudáfrica y Turquía— muestra un diverso grupo de bancos en cuanto al grado de propiedad pública, fuentes de financiación y modalidades de préstamo. Se desprende que los modelos de propiedad y financiación afectan a la naturaleza de los préstamos. Los tres mayores prestamistas —el CDB en China, el KDB en la República de Corea y el BNDES en el Brasil— son de propiedad estatal en su totalidad y su financiación se basa principalmente en pasivos a largo plazo. En consecuencia, según la información que consta en los informes anuales de los bancos, entre el 83 % y el 100 % de sus préstamos se destinan a los sectores productivos y una parte importante, a infraestructuras: por lo menos el 70 % de los préstamos del CDB y el 38 % de los del BNDES.

Al mismo tiempo, los bancos que dependen principalmente de los depósitos de los clientes se centran menos en los proyectos de infraestructura, aunque concedan una proporción relativamente elevada de préstamos a los sectores productivos. Tienden a tener más préstamos con vencimientos a medio plazo que

RECUADRO 6.2 La banca en la sombra en China y la India

El sistema bancario en la sombra, o entidades financieras que no se consideran instituciones primarias de depósito, ni están sujetas como los bancos a una regulación, aunque desarrollen actividades de tipo bancario, tienen una presencia significativa en las economías que han liberalizado su sector financiero. En parte se han convertido en alternativas frágiles y cargadas de riesgos a los bancos públicos y las instituciones de financiación para el desarrollo, en la medida en que las funciones de estas entidades se ven reducidas o se eliminan en el contexto de la liberalización. Al no estar sujeta a la supervisión ni a una regulación prudencial estricta, la banca en la sombra tiende a prestar e invertir en ámbitos en que los bancos deciden no acceder o no pueden hacerlo debido a las restricciones existentes. Dado que los fondos se obtienen como préstamos, a menudo presentando como garantía adquisiciones anteriores, es su principal fuente de financiación, estas entidades de la banca en la sombra transmiten el riesgo inherente a sus activos al resto del sistema financiero. Las actividades de la banca en la sombra tienden a proliferar rápidamente en entornos en los que, alentados por la liberalización financiera y la obtención de un mayor rendimiento, los bancos se han convertido en uno de sus importantes proveedores de fondos.

China y la India son dos mercados emergentes en los que esa expansión ha sido notable. En China se debió en parte a la naturaleza y la secuencia de la liberalización. Por una parte, el núcleo del sistema bancario seguía estando regulado, aun cuando los encargados de la formulación de políticas ya experimentasen con la liberalización; por ejemplo, se mantenían los controles sobre el volumen y la asignación de los préstamos, los bancos comerciales de propiedad estatal preferían prestar a las empresas de propiedad estatal, en lugar de a nuevas empresas privadas más pequeñas, y los depositantes bancarios tenían opciones limitadas, mientras que los límites máximos de los tipos de interés de los depósitos y los mínimos de tipos de interés de los préstamos no se liberalizaron hasta 2015 y 2013, respectivamente. Además, ante el desmesurado aumento del endeudamiento de las administraciones locales, en 1994 el gobierno central prohibió los déficits presupuestarios y la venta de bonos por estas administraciones (UNCTAD, 2016, pág. 29; Tobin y Volz, 2018, págs. 11 y 21). Sin embargo, las autoridades locales aprovecharon la facultad de establecer nuevas instituciones financieras no bancarias para crear sociedades vehiculares de financiación para la administración local que utilizaban fondos prestados para financiar proyectos de infraestructura y muy intensivos en capital. Los bancos apoyaron estos préstamos “extrapresupuestarios” en parte por la presión de las autoridades locales. Con el tiempo, cuando el gobierno central se vio en la necesidad de “estimular” la economía, consideró que estas entidades eran un instrumento práctico para activar el gasto financiado con crédito, lo que las convirtió en una figura importante del panorama financiero.

En la India, la liberalización o “reforma” financiera fue uno de los factores que más directamente propició el crecimiento de grandes entidades de la banca en la sombra. Ante la limitación del gasto público impuesta por la reforma fiscal, el gobierno optó por confiar en algunas modalidades de asociatividad público-privada y en la inversión privada en determinadas áreas cruciales de la infraestructura. Dado que el sector privado no estaba dispuesto a arriesgar demasiado capital en estas empresas, había que respaldarlas con crédito. Casualmente, fue ese un período en el que, en el contexto de la reforma, los encargados de la formulación de políticas de la India decidieron reducir las actividades de las instituciones especializadas de financiación para el desarrollo que se habían establecido en los años de desarrollo planificado. De estas instituciones, dos de las más importantes se transformaron en bancos comerciales convencionales. Una de las respuestas a esta ausencia de fuentes de financiación para grandes proyectos fue la creación de una serie de entidades, por medio de la adquisición de participaciones de capital de la banca pública, que debían aplicar criterios comerciales, pero entre cuyo cometido figuraba la financiación orientada al desarrollo. Un ejemplo fue la financiera de infraestructuras Infrastructure Leasing and Financial Services (IL&FS) (Chandrasekhar y Ghosh, 2019), que obtuvo capital utilizando instrumentos negociables a corto plazo, como pagarés, para financiar inversiones a largo plazo. Este descalce de plazos de vencimiento no resultó ser un problema al principio, ya que se suponía que, al tratarse de una entidad patrocinada por el Estado, gozaba de una garantía soberana. IL&FS, de la que un tercio de su capital estaba en manos de entidades financieras estatales, era uno de los mayores emisores de pagarés de empresa y gozaba de la calificación crediticia de triple A. No obstante, a finales de agosto de 2018, la empresa se vio afectada por una serie de impagos de bonos por parte de entidades del grupo, lo que dio lugar a un cambio en la dirección, una serie de acciones judiciales y una dolorosa reestructuración de la empresa, que todavía está en marcha.

a largo plazo, posiblemente debido a su financiación, que generalmente es a corto plazo. Un banco comercial de Turquía como el Halkbank, en el que el Estado es el accionista mayoritario, depende de los depósitos a plazos inferiores a un año y sus préstamos relacionados con infraestructuras solo representan el 24 % de su exposición total. Asimismo, VakıfBank, otro banco comercial de Turquía con participación mayoritaria del Estado, que depende de los depósitos a corto plazo, solo concede el 21 % del total de sus préstamos a los sectores de infraestructura²⁴.

Otra consecuencia de las reformas que introdujeron la liberalización financiera, acompañada de una serie de privatizaciones, en la década de 1990 fue la reducción de tamaño y la pérdida de especialización de bancos antes dedicados a los préstamos para el desarrollo. El Banco de Desarrollo Industrial de la India (IDBI) es un ejemplo al respecto. El banco se fundó en 1964 y hasta los años noventa fue una de las principales entidades financieras. Prestaba financiación a todas las industrias importantes y desempeñaba una función catalizadora del desarrollo industrial y de las infraestructuras de la India. En cuanto institución de cabecera, apoyó la creación de otras entidades de financiación para el desarrollo y ayudó a coordinar sus actividades. No obstante, a principios de la década de 1990 adoptó una orientación comercial y una parte se vendió al sector privado; a partir de la década de 2000 pasó a convertirse en un banco universal y empezó a conceder préstamos minoristas. Como resultado de esta evolución, el IDBI no concede en la actualidad préstamos para el desarrollo y ha reducido drásticamente su cartera de préstamos y acciones, que ahora equivale a solo el 1,4 % del PIB de la India, lo que contrasta con el caso del BNDES, que asciende al 9,3 % del PIB del Brasil (véase el cuadro 6.4).

Desafíos a los que se enfrentan los bancos públicos y medios para apoyarlos

Para que los bancos públicos nacionales se distingan de otros bancos por prestar principalmente a sectores productivos y socialmente bien valorados, han de tener tanto el mandato como el apoyo financiero que les permita asumir proyectos a más largo plazo y con más riesgo. Por tanto, es esencial proteger y ampliar sus fuentes de financiación a largo plazo, ya que solo los pasivos a largo plazo pueden dar a los bancos una base sólida para financiar proyectos de larga duración. La diversificación de su base de financiación también es importante. En el Brasil,

la dependencia que tiene del Tesoro el BNDES es considerable, por lo que este banco puede resultar vulnerable a cambios repentinos en las prioridades políticas nacionales (Macfarlane y Mazzucato, 2018, pág. 53); aunque el BNDES también se financia a partir del ahorro institucional, como el que representan el Fondo de Asistencia a los Trabajadores y del Programa de Integración Social/Programa de Ahorro de los Funcionarios. Otras fuentes de financiación son los recursos propios y las emisiones de bonos extranjeros. Esta diversificación protege al banco de riesgos y le confiere un perfil de financiación más sostenible.

La regulación del sistema financiero, en particular los acuerdos de Basilea sobre requisitos de capital, puede afectar a la capacidad de los bancos públicos para financiar proyectos a largo plazo, arriesgados o complejos. Algunas normas y reglas de Basilea incorporan un sesgo que va en contra de ese tipo de proyectos y desalientan claramente que los bancos concedan préstamos a largo plazo y con mayor riesgo. Entre ellas figuran los requisitos de liquidez y financiación previstos en el acuerdo conocido como Basilea III, que tienen por objeto acortar los vencimientos; las elevadas ponderaciones por riesgo que se asocian a las exposiciones a inversiones en acciones, especialmente las consideradas de carácter especulativo, que pueden implicar una asunción de riesgos en proyectos de experimentación; y las restricciones a las grandes exposiciones, como las asociadas a proyectos de infraestructura a gran escala.

Un importante desafío para el futuro, dadas las necesidades de financiación que requieren la transformación estructural y la Agenda 2030, es la necesidad de un aumento de escala. Los bancos públicos deberían estar bien capitalizados para poder ampliar sus préstamos, a la vez que hay que ayudar a los que están en horas bajas para que puedan recuperarse y crecer. Ya está ocurriendo en países como China, Alemania y el Japón, donde los bancos de desarrollo y otros bancos públicos tienen una notable impronta en el sistema financiero nacional. Pero, si no se aplica ese tipo de estrategia, una gran proporción del crédito total se destina a los hogares y a otros sectores no productivos (véase el gráfico 6.4). La ampliación o la reestructuración de los bancos públicos también es importante por el papel anticíclico que desempeñan, ya que, cuanto más grandes sean, mayores serán los efectos macroeconómicos de los préstamos anticíclicos.

CUADRO 6.4 Préstamos y características institucionales de un grupo seleccionado de bancos públicos de países en desarrollo: (2017)

	Banco Nacional de Desarrollo (BND)	País	Préstamos pendientes (en millones de dólares netos)	Préstamos pendientes (en porcentaje del PIB)	Distribución de los préstamos a los sectores productivos (en porcentaje del total de préstamos) ^b	Préstamos como instrumento (en porcentaje del total de activos)	Fuente principal de financiación (en porcentaje del total del pasivo y del patrimonio neto)	Propiedad del Estado (en porcentaje)
1	Banco de Desarrollo de China (CDB)	China	1 634 820	13,4	100,0	66,7	Títulos de deuda (52,9 %)	Total
2	Banco Coreano de Desarrollo (KDB)	República de Corea	159 999 ^a	10,5	90,1	54,3	Títulos de deuda (30,3 %)	Total
3	Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social del Brasil (BNDES)	Brasil	190 287 ^a	9,3	83,4	63,3 ^c	Tesoro Nacional (43,8 %)	Total
4	Halkbank	Turquía	54 379	6,4	84,6	65,8	Depósitos de clientes (61,9 %)	Mayoritaria (51,1 %)
5	Vakıfbank	Turquía	49 825	5,9	58,5	67,4	Depósitos de clientes (53,0 %)	Mayoritaria (58,5 %)
6	Banco de Exportación e Importación de China	China	421 884	3,4	n/d	75,4	Títulos de deuda (67,9 %)	Total
7	Banco de Desarrollo y Asuntos Económicos Exteriores (Vnesheconombank)	Rusia	30 972	2,0	53,0	52,8	Títulos de deuda (31,8 %)	Total
8	Banco de Desarrollo de África Meridional (DBSA)	Sudáfrica	6 383 ^a	1,8	89,1	85,5	Títulos de deuda (44,7 %)	Total
9	Banco Pembangunan Malaysia Berhad (BPMB)	Malasia	4 863	1,5	90,3	73,1	Depósitos de clientes (30,2 %)	Total
10	Banco de Desarrollo Industrial de la India (IDBI)	India	37 809 ^a	1,4	77,3	52,7	Depósitos de clientes (74,2 %)	Mayoritaria (74 %)
11	Industrial Development Corp. (IDC)	Sudáfrica	3 796 ^a	1,1	82,3	20,5	Capital (67,3 %)	Total
12	Banco Nacional de Agricultura y Desarrollo Rural (NABARD)	India	28 244	1,1	100,0	80,3	Depósitos de clientes (61,8 %)	Total
13	Nacional Financiera (NAFIN)	México	11 190	1,0	30,0	42,9	Depósitos de clientes y valores (47,8 %)	Total

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de informes bancarios anuales e informes financieros.

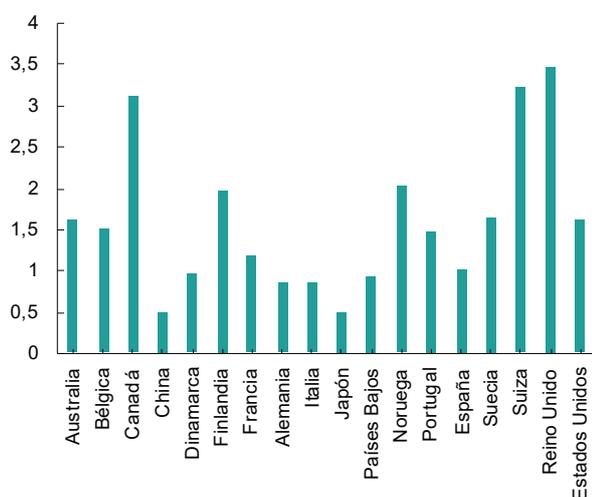
Notas:

a Las cifras incluyen las inversiones de capital en asociados. La cifra de DBSA también incluye bonos de desarrollo.

b Préstamos a todos los (sub)sectores agrícolas, industriales (incluidas las infraestructuras) y de servicios. Se exceptúan: instituciones financieras y de seguros, bienes inmuebles, turismo, alojamiento, servicios de comedor y restauración; vivienda; actividades de servicios personales, préstamos al consumidor y tarjetas de crédito.

c Incluye préstamos bancarios y operaciones de préstamo.

GRÁFICO 6.4 Ratio de préstamos contraídos por los hogares en relación con los contraídos por las empresas en un grupo seleccionado de países, promedio en 2014-2016



Fuente: Secretaría de la UNCTAD, a partir de datos de Jordà *et al.*, 2017, y Banco Popular de China (informes de política monetaria, varios años).

3. Ampliar el tamaño de los bancos regionales de desarrollo: nuevas tendencias y oportunidades

La expansión de la banca pública regional por parte de los bancos dirigidos desde el Sur y centrado en las necesidades de esta región (como el Nuevo Banco de Desarrollo y el AIIB, entre otros) es una de las tendencias más destacadas en la prestación de financiación pública a largo plazo en los últimos años. Tanto la financiación adicional que han brindado como un mandato claramente orientado al desarrollo pueden propiciar diferencias cualitativas en las decisiones de gobernanza y préstamo con respecto a bancos multilaterales más antiguos. Unos pocos bancos regionales de desarrollo del Sur han aumentado significativamente la cantidad de préstamos a largo plazo disponibles a nivel mundial. Estos bancos regionales también tienden a ofrecer préstamos rápidamente, sin otra condición que la de ser reembolsados, y dan a los países en desarrollo una voz en la gobernanza más acorde con su peso económico (Barrowlough y Gottschalk, 2018, pág. 10). Han recurrido a la asociatividad y a la financiación conjunta con otros bancos y empresas, y no han ofrecido únicamente financiación, sino que han aportado también conocimientos técnicos y compartido experiencias. Ahora

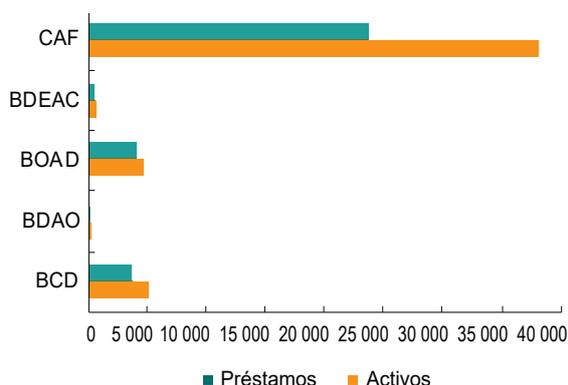
bien, no todas las regiones han sido atendidas por igual y siguen existiendo grandes lagunas. Además, y sobre todo, los recursos disponibles siguen siendo claramente insuficientes con respecto a las necesidades, lo que en última instancia refleja que su base de capital es reducida.

La situación de los bancos regionales de desarrollo en África es particularmente difícil, pero a la vez revela un desafío más general. Cuatro de los principales bancos regionales de África —el Banco de Desarrollo de África Oriental (BDAO), el Banco de Desarrollo de África Occidental (BOAD), el Banco de Desarrollo de los Estados de África Central (BDEAC) y el Banco de Comercio y Desarrollo (BCD)— existen desde hace más de 35 años y respaldan proyectos de desarrollo en los países de sus prestatarios. Actualmente su situación financiera es sólida, han alcanzado una calificación crediticia que se sitúa dentro de la categoría de grado de inversión, tienen accionistas muy solventes y están bien arraigados en las comunidades económicas regionales a las que prestan servicios²⁵. También complementan en muchos casos a otras instituciones financieras a través del cofinanciamiento y de reéstamos. No obstante, su capacidad de préstamo es muy limitada. Incluso después de haber aumentado significativamente la concesión de préstamos entre 2016 y 2017, las cantidades prestadas siguen siendo extremadamente reducidas, sobre todo teniendo en cuenta las necesidades. A pesar de la expansión que se ha observado recientemente, las carteras de préstamos y activos suman en total entre 4.000 y 5.000 millones de dólares en los casos del BOAD y el BCD, y entre 200 y 700 millones de dólares en los del BDAO y el BDEAC, cifras muy inferiores a las de la Corporación Andina de Fomento (CAF) (véase el gráfico 6.5).

La principal limitación a la capacidad de estos bancos para prestar y para ofrecer otros medios de financiación son sus recursos propios totales²⁶. No obstante, es igualmente importante tener en cuenta la dependencia de los bancos del dinero que toman prestado, o de sus propios ratios entre préstamos y capital, o ratio de apalancamiento. A finales de 2017, estos ratios se situaban en 3,1 en el caso del BDEAC, 3,1 del BOAD, 0,73 del BDAO y 3,7 del BCD (mientras que el promedio en el caso del Banco Mundial era 3,5 y del BEI 5,4) (UNCTAD, 2018b).

Se ha argumentado que uno de los problemas a los que se enfrenta el BDAO es la baja calidad crediticia

GRÁFICO 6.5 Bancos regionales: total de activos y préstamos pendientes en 2017
(En millones de dólares)



Fuente: Secretaría de la UNCTAD, a partir de los informes anuales de los bancos.

de sus accionistas, lo que limita su calificación (Moody's, 2018, pág. 5). Para compensar esta debilidad, el BDAO se ha fijado como objetivo un ratio de apalancamiento bajo, lo que se traduce en un nivel de préstamos pendientes reducido. Parece ser que esta estrategia contribuyó a que Moody's reconociera al banco el grado de inversión. Dicho esto, los demás bancos, incluido el BOAD, también han obtenido una calificación que entra en la categoría de grado de inversión, a pesar de que sus ratios de apalancamiento son mayores. Para financiarse, todos estos bancos de desarrollo recurren, entre otras fuentes, a los mercados financieros, también a nivel internacional. Como se examinó en la sección C.5, cuando una agencia concede una calificación crediticia elevada de la categoría del grado de inversión el banco puede obtener financiación a largo plazo en esos mercados a un costo inferior, con lo que pueden conceder préstamos y financiación en condiciones razonables para proyectos de desarrollo. Este modelo de financiación explica por qué influyen en su comportamiento las agencias de calificación y reafirma el argumento de que la estructura de la propiedad y las fuentes de financiación de los bancos tienen gran peso.

Una vía para ampliar la capacidad de préstamo de estos bancos consiste en aumentar sus ratios de apalancamiento. Otra sería ampliar su base de capital, por ejemplo, mediante una inyección procedente de fondos soberanos de la región (véase la sección C.4 c)), reservas de divisas (algunas de las cuales están en manos del Banco de Francia), o incluso incorporar nuevos accionistas, también de

fuera de la región. La CAF lo hizo en América Latina, al incluir a España y Portugal como accionistas; por su parte, el AIIB tiene una larga lista de accionistas del Norte. Según cálculos de la UNCTAD, basados en la actual estructura de la propiedad del capital, los principales accionistas —Estados miembros africanos— podrían abrir la puerta a que Estados e instituciones de fuera de África aportaran capital, aunque con una participación minoritaria²⁷. Actualmente, al menos el 90 % de las acciones de estos bancos pertenecen a instituciones y Estados africanos, que podrían permitir que otros Estados y entidades contribuyeran con capital adicional y, aun así, mantener una participación de control en esos bancos.

4. Fuentes alternativas de financiación a largo plazo

a) ¿Pueden los mercados de capital regionales aportar la financiación necesaria? El caso de la Iniciativa para los Mercados de Bonos Asiáticos

Los mercados de capital regionales se consideran a veces un complemento importante de los bancos de desarrollo, y la región asiática ha tenido especial interés en explorar esa posibilidad. La Iniciativa para los Mercados de Bonos Asiáticos (ABMI, por sus siglas en inglés) fue creada en 2002 por la ASEAN+3, con el objetivo general de desarrollar los mercados de bonos en moneda local y promover la cooperación e integración financiera en el ámbito regional. Junto con la Iniciativa de Chiang Mai, fue en gran medida una reacción a la crisis de Asia Oriental, cuando las economías emergentes de la región que habían liberalizado sus cuentas de capital se vieron afectadas por una repentina retirada masiva de capital extranjero. La Iniciativa se diseñó para ayudar a los países asiáticos a dejar de depender excesivamente de la financiación a corto plazo de los bancos internacionales y, de ese modo, reducir los descalces de monedas y de plazos de vencimiento de los préstamos en la región asiática. Hubo quien también consideró que podía ser un primer paso hacia una posible estrategia más amplia y concertada cuyo objetivo sería reducir el control financiero que ejerce Occidente sobre Asia Oriental (Park y Bae, 2002).

Con arreglo a algunos criterios de evaluación, la Iniciativa ha sido todo un éxito. Los bonos emitidos

en moneda nacional aumentaron en la región, al pasar desde aproximadamente 1,1 billones de dólares en 2002 a 10,2 billones de dólares en diciembre de 2016, y los mercados de esos bonos se expandieron en todos los países emergentes de Asia Oriental, tanto en términos absolutos como en relación con el PIB (ADB, 2017). No obstante, dado que esas economías mantuvieron su apertura financiera al capital externo, la Iniciativa propició un rápido crecimiento de la tenencia de títulos de deuda soberana por inversores internacionales. Esa circunstancia dejó a las economías asiáticas aún más expuestas a flujos internacionales de capital impredecibles y muy cambiantes, e incluso exacerbó la volatilidad de los mercados, al transferirse el riesgo monetario a los inversores internacionales, que desde entonces se han vuelto más sensibles al riesgo (ADB, 2017). Ni siquiera con la Iniciativa se incrementó la inversión intrarregional y la región siguió dependiendo en gran medida del capital extranjero, pese a las elevadas tasas de ahorro interno (Lim y Lim, 2012). La financiación mediante bonos para proyectos de infraestructura sigue siendo limitada en la región (ADB, 2017, pág. 6), y es probable que así se mantenga, ya que la promoción de un mercado regional integrado implica una completa liberalización de la cuenta de capital entre los países participantes. Por muchas razones, ahora bien conocidas, esa sería una estrategia arriesgada con beneficios inciertos. Por tanto, parece que con esa iniciativa de fomento de los mercados de capital no se han desterrado los riesgos ni las preocupaciones que suscita entre los países en desarrollo su integración en los mercados de capitales exteriores.

b) *La creación de una red de bancos públicos verdes*

Una propuesta largamente discutida en Europa y que se está debatiendo actualmente en los Estados Unidos es la creación de una red de bancos públicos verdes, en cuyo centro se situaría un banco central de orientación igualmente ecológica. Esta idea se remonta a la institución pública encargada de financiar el *New Deal* original puesto en marcha por Roosevelt, la Corporación Financiera de Reconstrucción (RFC, por sus siglas en inglés). Cuando se disolvió oficialmente la RFC en 1957, fue descrita como “una de los mayores y, sin duda, la más compleja de todas las entidades de crédito federales” (Secretary of the Treasury, 1959, v); con un inicio modesto (solo 500 millones de dólares de capital procedentes del Tesoro y el derecho a

apalancar hasta el triple de su patrimonio), creció hasta llegar a generar decenas de miles de millones de dólares en préstamos destinados a programas de reconstrucción durante la época de la Gran Depresión. Primero emitió bonos por valor de 1.500 millones de dólares, y empleó el dinero prestado para pagar carreteras, puentes, presas, universidades y mucho más. En los años siguientes concedió préstamos para el esfuerzo bélico de los Estados Unidos y, en última instancia, para empresas estadounidenses. Con el producto de los préstamos se cubrieron los bonos, y para cuando el RFC fue liquidado varios decenios después, había recibido en préstamo un total de 54.000 millones de dólares y obtenido beneficios netos para su gobierno, además de reembolsar la mayor parte de la capitalización inicial y generar ingresos.

La red de bancos públicos que podría situarse en el centro de un *New Deal* verde global ha sido descrita como una versión descentralizada de la RFC (Brown, 2019). En la variante estadounidense actual de este concepto se prevé la participación combinada de la Reserva Federal y un nuevo sistema de bancos públicos regionales y especializados, que podría incluir bancos propiedad de municipios y Estados de la Unión. Los bancos públicos ayudarían a sufragar un *New Deal* verde global mediante préstamos a bajo interés para la construcción, la mejora de infraestructuras y la implantación de recursos de energía limpia, entre otras actividades. La aportación del gobierno federal consistiría en capitalizar los bancos públicos, establecer criterios ambientales para los programas de préstamos y vincular incentivos tributarios a la participación en préstamos de bancos públicos.

En el contexto de la Unión Europea, la creación de una red de bancos de ese tipo también brinda una respuesta al desafío que supone un aumento de escala de las operaciones para toda una región en una unión económica de países que no tiene un sistema de federalismo fiscal. En una de las propuestas planteadas, el Banco Europeo de Inversiones emitiría “bonos de inversión verdes” a través de una red de bancos públicos repartidos por los distintos Estados miembros, para que presten esos fondos a inversionistas en una amplia gama de actividades cuyo objeto sea la mitigación del cambio climático, la creación de puestos de trabajo y la transformación de la economía. Se argumenta que las emisiones de bonos del Banco Europeo de Inversiones podrían ser de entre un 3 % y un 5 % del PIB europeo (véanse, por

ejemplo, las medidas recomendadas por el movimiento político DiEM25, 2019; Taylor y Neslen, 2019). Se puede crear una red así sin modificar tratados ni acuerdos existentes; no necesitaría apoyo fiscal a escala continental, ya que los bonos se reembolsarían mediante los ingresos obtenidos de los préstamos; y no se sumaría a la deuda nacional de ninguno de los Estados miembros de la Unión Europea. Una parte importante de otra propuesta se basa en que el Banco Central Europeo también esté dispuesto a recomprar los bonos, en caso de que su precio caiga por debajo de un cierto umbral, con lo que esencialmente estaría “suscribiendo” el proyecto y se garantizaría que los compradores de bonos no enjugasen pérdidas.

Entre otras fuentes de financiación sugeridas para apoyar a los bancos públicos figuran la aplicación de un impuesto a las transacciones financieras o un derecho de timbre proporcional a los balances de las empresas; la reasignación de beneficios del señoreaje del banco central para reforzar el capital de los bancos de desarrollo; el cobro de un dividendo sobre las acciones de ofertas públicas iniciales y ampliaciones de capital de empresas, o la aplicación de los impuestos sobre el carbono mencionados en la sección B.2. Por supuesto, para muchos países, el control de los flujos financieros ilícitos (véase el capítulo V) podría ser una de las fuentes de financiación más importantes para impulsar la capacidad fiscal de los Estados, que podría servirles para capitalizar sus bancos. Si otra consecuencia fuera mantener el capital privado dentro de las fronteras nacionales, permitiría además ampliar el potencial de recursos de los que podría disponer el sector bancario.

c) *Los activos públicos como fondos soberanos*

Otra fuente de capital que podría utilizarse para aumentar la escala de las operaciones de la banca pública podría provenir de los fondos soberanos. No son bancos, sino activos de propiedad pública. Algunos, aunque no muchos, tienen un mandato con objetivos muy similares a los de los bancos de desarrollo y podrían ser llamados a apoyar un *New Deal* verde global. Algunos fondos soberanos son en realidad fondos de pensiones y seguros de vida vinculados, con un mandato a largo plazo consistente en procurar un flujo de ingresos en el futuro con el que los Estados puedan financiar sus obligaciones sociales. Estas grandes reservas de activos de propiedad pública han formado parte durante mucho tiempo de los flujos internacionales de capital y

podrían aplicarse de maneras que ofrezcan un apoyo público más directo para atender las necesidades de los países en desarrollo.

Su número y munición financiera han crecido rápidamente: en los últimos años se han creado muchos fondos nuevos y el valor total de los activos de los fondos soberanos asciende actualmente a 7,9 billones de dólares, como mínimo (véase el cuadro 6.2). El interés en los fondos soberanos como apoyo a los bancos de desarrollo se debe en parte a su volumen, especialmente en Asia o en el Oriente Medio, donde esos fondos se miden en billones de dólares y superan con creces a los bancos de desarrollo. En el África Subsahariana, nueve fondos tienen actualmente activos por valor de unos 12.000 millones de dólares. Si bien ese total no supera el que representan los bancos de desarrollo regionales y los bancos de desarrollo nacionales que invierten fuera de sus fronteras, esos fondos podrían ser una fuente de capital adicional muy útil para los bancos de desarrollo (sección C.2). Los fondos soberanos podrían proporcionar capital a los bancos y actuar como socios en proyectos de alto riesgo, pero potencialmente muy rentables. Basándose en ejemplos relacionados con la biotecnología, Internet y las energías renovables en China y los Estados Unidos, entre otros países, Mazzucato (2011) y otros sostienen que el sector público debería participar como socio en lugar de ofrecer financiación en forma de ayudas económicas a la I+D, ya que de esta manera los beneficios de las futuras corrientes de ingresos pasarían tanto al sector público como al privado.

Otra ventaja indirecta de los fondos soberanos es que su presencia puede contribuir a proporcionar liquidez adicional a los mercados regionales y locales de deuda y renta variable, lo que ayudaría a hacer frente a algunos de los desafíos antes descritos. No obstante, solo unos pocos fondos están hoy legalmente autorizados a invertir en sus propios países y la mayoría utilizan sus vastos recursos para comprar deuda o acciones en economías avanzadas en el extranjero. Si adoptan una estrategia inversora conservadora, es poco probable que elijan nuevas empresas e inversiones verdes o innovadoras. Aun así, algunos fondos soberanos dan una pista de lo que se puede lograr, ya que están utilizando esas inversiones para promover la adaptación al cambio climático (Noruega) y el crecimiento y el desarrollo regional (Singapur) o para apoyar economías nacionales con dificultades (Francia e Irlanda).

Para que los fondos se destinen a necesidades públicas, se necesita un claro mandato de vocación pública, incluso en el caso de las instituciones que tienen que operar en un marco comercial, y sobre todo cuando se trata de operaciones menos comerciales. Khazanah, en Malasia, por ejemplo, divide su fondo soberano en un fondo comercial y un “fondo de inversión estratégica” que también favorece la incidencia en el desarrollo económico. No obstante, la expectativa es que incluso el fondo estratégico sea autosuficiente, ha de generar al menos el mismo rendimiento que los títulos del Estado a diez años y debe ofrecer rentabilidad financiera además de tener unos buenos resultados en términos de impacto económico.

5. Conseguir que las actividades bancarias tengan una mejor repercusión en el desarrollo: el papel de las agencias de calificación crediticia

Para que los bancos públicos crezcan de un modo que no menoscabe su función oficial en materia de desarrollo, es esencial revisar el papel de las agencias de calificación crediticia. Dado que los bancos tienen una base de capital fija, el volumen de su actividad como prestamistas y su riesgo percibido están limitados por la forma en que el mercado considera su solvencia, que viene determinada en gran medida por las calificaciones que les otorgan las agencias de calificación crediticia. Esto afecta al volumen de los fondos adicionales que los bancos pueden pedir prestados en el mercado, así como su costo. El Banco Mundial y los principales bancos multilaterales de desarrollo regionales siempre han recibido la calificación AAA de las tres agencias de calificación más importantes²⁸. Para muchos de los accionistas de los bancos, esta consideración supone un requisito; en el caso de uno de los bancos se dice explícitamente que debe obtener una calificación AAA de las tres principales agencias; para otros, simplemente se alude a la calificación AAA sin especificar qué agencias deben otorgarla (Humphrey, 2018a). Estos requisitos dejan a los bancos en una situación en la que deben compaginar el logro del objetivo de la calificación AAA con un segundo objetivo como es el cumplimiento de sus objetivos de desarrollo, que por definición se supone que incluyen proyectos cuyo nivel de riesgo es incierto o incluso elevado. De hecho, en el párrafo 110 de la Agenda de Acción de Addis Abeba se describe

la dependencia mecánica de las calificaciones crediticias, incluidos los problemas de conflicto de intereses, como un problema sistémico que afecta a la financiación para el desarrollo²⁹.

Standard & Poor’s (S&P) considera que esta tensión es un nudo gordiano, porque los líderes del G20 han pedido a los bancos que amplíen sus préstamos, pero sin comprometer la capitalización adicional (S&P Global Ratings, 2017, pág. 2). En su plan de acción piden a los bancos que investiguen diferentes formas de liberar capital para optimizar sus balances. Una consecuencia de esta tensión es que los bancos están siendo excesivamente conservadores en sus estrategias, incluso para el parecer de las calificadoras. Tras examinar 19 bancos multilaterales de desarrollo en 2016, S&P señaló que estos podían ampliar colectivamente sus préstamos en alrededor de 1 billón de dólares sin que sus calificaciones crediticias se vieran afectadas, lo que supondría un enorme salto cuantitativo equivalente a más del 70 % de los préstamos bancarios y duplicar *grosso modo* la cartera de préstamos del Banco Mundial. Los bancos también podrían optar por una calificación algo inferior, digamos AA+ en lugar de AAA. Varios bancos de desarrollo, como el latinoamericano CAF, ya operan sin mayores problemas a ese nivel (Humphrey, 2018a). De los estudios llevados a cabo se desprende que, si los siete principales bancos multilaterales de desarrollo “rompieran el tabú de la triple A” y, en su lugar, apuntaran a calificaciones de AA+, sus posibilidades de conceder más préstamos aumentarían en otro billón de dólares (Settimo, 2017).

Otra medida sería que los gobiernos dejaran de desviar ingresos de sus bancos. Los accionistas del Banco Mundial han transferido más de 23.000 millones de dólares de ingresos del Banco hasta 2017 (Humphrey, 2018a, pág. 25), una cantidad que equivale a casi el doble de la última ampliación de capital del Banco. Con un mayor apoyo de los gobiernos accionistas, los bancos multilaterales de desarrollo también podrían utilizar su capital exigible (la parte del capital suscrito que aún no han abonado los accionistas del banco).

Parte del problema es que los métodos utilizados por las agencias de calificación crediticia para decidir sus calificaciones son opacos y los factores individuales pueden ser muy discutibles (Munir y Gallagher, 2018). Además, como se señala en el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2015*, la evaluación de

las agencias de calificación crediticia muestra que se favorece sistemáticamente a los países que siguen políticas conservadoras en la línea del Consenso de Washington, a pesar de la evidencia de que estas no hicieron más que empeorar la situación durante la crisis financiera global. En términos más generales,

se critica a las agencias de calificación crediticia por otorgar un gran peso a los bancos que mantienen reservas líquidas en lugar de préstamos (lo que a su vez anima a los bancos a mantener más reservas de efectivo), y por subestimar los beneficios de la condición de acreedor preferente y el capital exigible.

D. ¿Qué pueden hacer ya los países en desarrollo?

La banca pública puede ser una fuerza positiva para el desarrollo, especialmente si es catalizadora, moldea el mercado y no se limita a papeles secundarios, como reaccionar ante los denominados “fallos del mercado” o colmar lagunas. Se presenta una nueva oportunidad, sustancial, de utilizar la banca pública para lograr un *New Deal* verde global, pero no es algo que vaya a ocurrir automáticamente, por lo que el apoyo político será esencial. Algunas sugerencias de política destacadas que emanan de este debate son las siguientes:

- Los bancos de desarrollo y las instituciones de financiación a largo plazo pueden contribuir significativamente al *New Deal* verde global, pero serán mucho más eficaces cuando formen parte de una articulación orientada al desarrollo en la que el banco central se sitúe en el vértice, apoyada por un conjunto heterogéneo de instituciones financieras con funciones diferenciadas y bien definidas, en un sistema plenamente integrado con la política general del Gobierno y los objetivos nacionales de desarrollo.
- Los bancos centrales pueden liberarse del restringido enfoque de los últimos años, centrado en la estabilidad de los precios y la fijación de objetivos de inflación, y volver a tener en cuenta cuestiones críticas para el desarrollo. Quizá exista para ello más margen de política que lo que suele imaginarse. La ola de apoyo público a un nuevo planteamiento para abordar el cambio climático ofrece una oportunidad alentadora para que también pueda llegar al procomún global y a un *New Deal* verde global.
- Los bancos centrales deberían actuar con mayor decisión y apoyar abiertamente la emisión de bonos verdes y la financiación verde por parte de los bancos públicos y el Estado; entre otros medios, actuando como compradores de último recurso.
- Los gobiernos deben tener cuidado de no ceder el espacio de que disponen y no adherirse a tratados internacionales de comercio o inversión que limiten la capacidad del banco central para aplicar medidas macroprudenciales, como la gestión de la cuenta de capital, por ejemplo. En la medida de lo posible, esos derechos deben recuperarse.
- Los bancos de desarrollo necesitan estar mejor respaldados, de manera que puedan ampliar sensiblemente la financiación para el desarrollo. Para ello, deben tener la posibilidad de prestar más con el capital de que disponen actualmente, así como de ampliar esa base de capital.
- Al mismo tiempo, los bancos necesitan incentivos coordinados para poder financiar proyectos que estén verdaderamente orientados al desarrollo. La preocupación por la sostenibilidad financiera no debe socavar su capacidad de conceder préstamos a proyectos o en zonas en que los beneficios en términos de desarrollo sean elevados, aun cuando el rendimiento financiero pueda ser bajo.
- Es necesario que los gobiernos pongan de manifiesto su apoyo a los bancos de desarrollo, entre otros medios, encomendando a estos que sean desarrollistas. Dado que los mercados de capital evalúan quiénes son los propietarios de los bancos y si los apoyarán en caso de que las cosas vayan mal, los bancos se ven debilitados cuando se tiene la sensación de que hay gobiernos que no están dispuestos a apoyarlos plenamente.
- Los accionistas estatales también pueden reducir los ingresos que reciben de sus bancos y, en su lugar, reinvertir los beneficios en esas mismas entidades.

- Los fondos soberanos de inversión ofrecen un potencial que podría encauzarse mejor hacia las necesidades de desarrollo, entre otros medios apoyando a los bancos de desarrollo.
- Habría que utilizar unas mejores métricas de desempeño y unos sistemas de presentación de informes que valoren adecuadamente las contribuciones sociales y económicas de las instituciones de financiación para el desarrollo, y no se centren solo en la viabilidad financiera, pues pueden ayudar a reducir la tensión que existe entre la sostenibilidad financiera y la eficacia económica percibida. Esta sigue siendo una importante laguna en la investigación, en la financiación y en el debate político más general.
- Puede resultar especialmente eficaz fomentar la actuación colectiva de las instituciones de financiación para el desarrollo con objeto de que compartan experiencias, tecnología y enseñanzas, así como financiación, en particular en el marco de los intercambios Sur-Sur.
- Los países en desarrollo han de asegurarse de que en el marco regulador de los bancos se tengan debidamente en cuenta las características específicas de los bancos públicos y, especialmente, de los bancos de desarrollo. Los Acuerdos de Basilea sobre requisitos de capital no establecen una distinción clara entre bancos de diferente naturaleza. A nivel nacional, los organismos reguladores tienen la facultad discrecional de adaptar las normas de Basilea según estimen necesario, por lo que podrían dejar a los bancos de desarrollo fuera del marco de Basilea, como ya hacen algunos países, o bien darles un trato especial, en reconocimiento de sus características específicas de financiación y sus mandatos orientados al desarrollo.
- Es preciso reconsiderar las limitaciones que imponen los requisitos de calificación crediticia. Los gobiernos podrían revisar el requisito de que los bancos obtengan sistemáticamente calificaciones crediticias altas y cuestionar el “tabú de la triple A”. Es necesario examinar los costos y beneficios de que los bancos traten de lograr la calificación AAA, teniendo en cuenta especialmente las concesiones que se hacen cuando los bancos intentan compaginar el logro de dos objetivos contrapuestos como obtener la calificación de AAA y cumplir su mandato en materia de desarrollo.
- Es necesario que un organismo externo creíble, con conocimientos especializados en instituciones de financiación para el desarrollo (en contraposición a los bancos “ordinarios”), lleve a cabo un examen de la suficiencia de capital de las instituciones de financiación para el desarrollo. El BPI, por ejemplo, podría realizar adecuadamente un análisis y una ponderación adecuados de su especial situación financiera y de su particular mandato de una manera que no cabe esperar de las agencias de calificación crediticia, que deben evaluar un espectro muy amplio de instituciones y empresas.
- En el plano internacional, la cuestión fundamental es el dominio de las agencias de calificación crediticia sobre los bancos multilaterales de desarrollo. Esas agencias observan escrupulosamente las normas de Basilea para la determinación del capital cuando evalúan la cantidad de capital que esos bancos deben mantener para las diferentes categorías de activos, pero su evaluación podría ser distinta si se tienen en cuenta los mandatos de desarrollo de los bancos y el hecho de que son de propiedad estatal.
- Algunos de los mecanismos que se emplean para estimular el crédito y orientarlo hacia la economía verde, como la expansión cuantitativa, tal vez no sean factibles en el caso de algunos países en desarrollo, debido al riesgo de que pudieran provocar crisis de tipos de cambio y de balanza de pagos. No obstante, las políticas de expansión cuantitativa verde de los bancos centrales de países avanzados podrían servir para apoyar inversiones verdes en los países en desarrollo.
- Hace mucho tiempo que se necesitan nuevos enfoques analíticos por parte de los bancos centrales para la elaboración de nuevos modelos macroeconómicos —que, por ejemplo, incorporen con más precisión la exposición a los riesgos del cambio climático. También debería ser obligatorio divulgarlos.
- Asimismo, es esencial volver a examinar los modelos analíticos relativos al efecto de las políticas de austeridad económica, en particular en cuanto a sus repercusiones negativas en términos de desigualdad, deflación y depresión de la demanda efectiva. ■

Notas

- 1 Por ejemplo, el Banco de Dakota del Norte (BND) se creó en 1919 para ofrecer créditos baratos a la agricultura, y ahora ofrece préstamos a estudiantes y créditos a las pequeñas y medianas empresas locales, además de financiar a la administración local mediante la compra de bonos municipales. Los Kommunalbanken noruegos se establecieron en 1926. El Banco Ziraat se fundó en Turquía en 1888 para apoyar el desarrollo agrícola.
- 2 Entre los bancos públicos creados recientemente figura el Banco de Desarrollo de la Pyme de Tailandia (2002); la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD) del Paraguay (2005); el Banco de Desarrollo Productivo (BDP) de Bolivia (2007); el Banco de Desarrollo de Belarús; el Banco de Desarrollo Agrícola de Tanzania (2012); el Fondo para el Fomento de la Exportación de Malawi (2012); BanEcuador BP (2015); el Banco de Infraestructura de Nepal (2019), y el Banco de Desarrollo de Uzbekistán (2019).
- 3 Algunos ejemplos son el Green Investment Bank del Reino Unido (2012); el nuevo organismo canadiense de crédito a la exportación, FinDev Canada (2017); Bpifrance (2012).
- 4 Según estimaciones de la Secretaría de la UNCTAD, los bancos públicos orientados al desarrollo social son actualmente 80 en los países en desarrollo de Asia, 75 en África, 70 en América Latina y el Caribe, 20 en el Oriente Medio y 8 en el Pacífico.
- 5 Para un estudio más detallado, véanse, por ejemplo, Barrowclough y Gottschalk, 2018; Eurodad, 2017; Grabel, 2017; Griffith-Jones y Ocampo, 2018; Studart y Gallagher, 2016; UNCTAD, 2016, 2018a, 2018b; Banco Mundial, 2018b; Xu *et al.*, 2019, entre otros.
- 6 Véase otra descripción relacionada con esta cuestión en Eurodad, 2017.
- 7 Para evitar ese potencial de selectividad o de exclusión, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) de Chile, que es un organismo financiado por el Tesoro y no por un banco, en los casos de mayor necesidad pasó a ofrecer un programa de apoyo, en lugar de préstamos subsidiados (Griffith-Jones *et al.*, 2018), lo que significa que se centraron en un tipo de prestatario diferente.
- 8 En el caso de los fondos soberanos, la mayoría tienden a operar más bien en el mismo ámbito y con el mismo ánimo de lucro que las empresas e inversores privados. No obstante, hay excepciones destacables en que los fondos invierten en el país o en la región en actividades estratégicas y de desarrollo, como las inversiones en infraestructura en la región de Temasek, de Singapur, las del fondo Khazanah en Malasia en infraestructura nacional y otros ámbitos con incidencia en el desarrollo, y las de los fondos franceses e italianos creados tras la crisis de 2008-2009 para invertir en empresas nacionales.
- 9 Cuadro 11, ECB, 2017.
- 10 OECD, 2010. *Nota:* esta serie anual cesó en 2010.
- 11 Acerca del mecanismo de “control recíproco”, véanse Amsden, 2001, UNCTAD, 2016, y Barrowclough y Kozul-Wright, 2018.
- 12 Energía eléctrica, construcción de carreteras y ferrocarriles, agricultura e industrias conexas, infraestructura pública, petróleo y productos petroquímicos, carbón, correos y telecomunicaciones (CDB, 2017).
- 13 En el Canadá, donde en 2019 se aprobaron impuestos sobre el carbono, los ingresos estimados para ese año ascienden a casi 3.000 millones de dólares canadienses, pero se prevé que aumenten rápidamente hasta 6.000 millones de dólares canadienses en 2023-2024 (Oficina de Presupuesto del Parlamento, 2019). Los ingresos tributarios recaudados deben reembolsarse a las provincias o territorios en que se generaron, si bien podrían utilizarse también para inyectar capital en un banco de desarrollo dedicado a préstamos para cubrir necesidades relacionadas con el cambio climático si hubiera voluntad política.
- 14 Los bancos centrales de algunos países evolucionaron a partir de bancos privados y se convirtieron gradualmente en “públicos” después de varios siglos de combinar objetivos privados y públicos. No obstante, la mayoría se establecieron a mediados del siglo XX. De los 176 bancos centrales que existen hoy en día, 159 fueron fundados después de 1900. Entre las excepciones figuran el Banco de Suecia, creado en 1668, el Banco de Inglaterra, en 1694, el Banco de Francia, en 1800, el Banco Nacional de Bélgica, en 1850, y el Reichsbank, en 1876. La Reserva Federal de los Estados Unidos se creó en 1913.
- 15 La lista de actividades que se supone que deben realizar los bancos centrales suele incluir lo siguiente: emitir instrumentos y unificar el sistema de pagos del país; actuar como banco del Estado; actuar como banco de los bancos comerciales; servir de prestamista de último recurso al sistema bancario e incluso al sistema financiero en su conjunto; dirigir la política monetaria para estabilizar tanto los precios como el tipo de cambio, y dirigir la política monetaria para regular el nivel general de la actividad económica. Algunos autores insisten en que la verdadera función del banco central es la de “prestamista de última instancia” (Capie, 1994, 1999), mientras que otros defienden que es la provisión de liquidez (Goodhart, 1988, 2011).
- 16 El Banco Central Europeo (BCE) introdujo en 2014 una operación de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), por la que el BCE ofrece préstamos a largo

- plazo a los bancos, a cambio de garantías, en condiciones especiales. Ha habido un par de programas desde la crisis de la zona del euro y el tipo de interés de estos préstamos disminuye en proporción a los préstamos realizados por los bancos, para fomentar la concesión de más préstamos a la economía real. Si los bancos prestan lo suficiente, la tasa que les aplica el BCE es negativa. El Banco de Inglaterra puso en marcha un plan de financiación de préstamos (FLS) en 2012 y el Banco del Japón introdujo un plan de apoyo a los préstamos, para ayudar a mejorar la transmisión de la política monetaria del sector financiero a la economía real.
- 17 En el Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos, la estructura institucional exigía que la forma específica que adoptaran las políticas monetarias laxas requiriera consultas entre el banco central, el Tesoro o el Ministerio de Hacienda o finanzas y la Autoridad de Servicios Financieros.
 - 18 Solo en el último trimestre de 2018, el Grupo de Análisis de Política Monetaria del Banco Popular de China observó una serie de actividades monetarias y financieras diseñadas para apoyar los objetivos de la política del Gobierno. Entre estas figuraban el ofrecimiento de apoyo financiero para las reformas estructurales en la industria y la agricultura y para la reducción de la pobreza, así como una serie de políticas para estimular el crédito y dirigirlo, a tipos preferenciales, donde se considerara necesario (MPAG, 2019: 2).
 - 19 La Red, establecida en julio de 2018, agrupa a 16 bancos centrales, incluidos algunos de los más grandes del mundo, así como a cinco instituciones financieras multilaterales en calidad de observadores.
 - 20 Muchos países en desarrollo ya lo están haciendo. China ocupa una posición dominante y representa el 70 % de los bonos verdes emitidos por los países emergentes y en desarrollo, otros países son el Brasil (seis emisiones en los años 2012 a 2018), la India (ocho), Indonesia (una), Polonia (dos) y la República de Corea (cuatro); Climate Bonds Initiative, 2018: 14.
 - 21 No se trata de ahorros voluntarios, sino que son obligatorios por ley. El FAT (Fondo de Asistencia a los Trabajadores) y el PIS/PASEP (Programa de Integración Social/Programa de Ahorro de los Funcionarios) del Brasil, que se mencionan más adelante, son ejemplos de fondos procedentes de contribuciones de las empresas destinados a apoyar el bienestar de los trabajadores y la integración y el desarrollo socioeconómico.
 - 22 Véase: <https://www.kfw.de/KfW-Group/Newsroom/Press-Material/Themen-kompakt/Marshallplan/> (consulta realizada el 19 de julio de 2019).
 - 23 Véase: <https://www.dbj.jp/en/co/info/history/index.html> (consulta realizada el 19 de julio de 2019) y Stiglitz y Uy, 1996.
 - 24 A partir de datos de informes financieros o anuales de 2017 presentados por una serie de bancos.
 - 25 Véanse BDEAC, 2017; BOAD, 2017; EADB, 2015, y TDB, 2017.
 - 26 En 2017, el total de recursos propios del BCD fue de 1.020 millones de dólares (frente a los 857 millones del año anterior). En ese mismo año, los del BDAO se elevaron a 261,4 millones de dólares (frente a 251,2 millones en 2016), los del BOAD a 1.315 millones y los del BDEAC a 191,3 millones (valores de fin de período).
 - 27 El BDAO, creado en 1967, es una institución clave de la Comunidad del África Oriental (CAO). El BOAD, creado en 1973, pero que empezó a funcionar en 1976, tiene sus orígenes en la Unión Monetaria del África Occidental (UMOA). El BDEAC, creado en 1975 y que entró en funcionamiento en 1977, presta servicios a los países de la Comunidad Económica y Monetaria del África Central (CEMAC). Por último, el BCD, que se creó más tarde, en 1985, tiene su origen en el Mercado Común para África Oriental y Meridional (COMESA). Posteriormente, el número de miembros se ha ampliado para incluir a países de toda la CAO y de la Comunidad de África Meridional para el Desarrollo (SADC).
 - 28 La única excepción se produjo cuando se rebajó la calificación del Banco Africano de Desarrollo a AA+ durante los años 1995 a 2003, debido a un problema de deuda soberana en algunos países de África.
 - 29 En algunos casos (como el de Standard & Poor's) se utiliza una metodología más cuantitativa y mecánica que la de otras grandes agencias y, por tanto, más transparente, pero incluso esta ha sido criticada por ser excesivamente conservadora en formas que afectan a las pautas de préstamo de los bancos multilaterales de desarrollo.

Referencias

ADB (2017). *The Asian Bond Markets Initiative: Policy Maker Achievements and Challenges*. Asian Development Bank. Manila.

AfDB (2018). African Development Bank, Mariner Investment Group, and Africa50 price landmark \$1 billion impact securitization. Press

release. African Development Bank. 18 September. Available at <https://www.afdb.org/en/news-and-events/african-development-bank-mariner-investment-group-and-africa50-price-landmark-1-billion-impact-securitization-18494/> (accessed 17 July 2019).

- Allen K (2018). African Development Bank turns to hedge fund to offset risk. *Financial Times*. 18 September. Available at <https://www.ft.com/content/6e-ba4d10-ba43-11e8-94b2-17176fbf93f5> (accessed 17 July 2019).
- Amsden AH (2001). *The Rise of “The Rest”: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford University Press. Oxford.
- Anderson V (2015). Green money: Reclaiming quantitative easing – Money creation for the common good. Green/EFA Group in the European Parliament. Available at http://mollymep.org.uk/wp-content/uploads/Green-Money_ReclaimingQE_V.Anderson_June-2015.pdf (accessed 17 July 2019).
- Andersson B and Claussen CA (2017). Alternatives to inflation targeting. *Sveriges Riksbank Economic Review*. 2017(1):51–82.
- Arezki R, Bolton P, Peters S, Samama F and Stiglitz J (2016). From global savings glut to financing infrastructure: The advent of investment platforms. Working Paper No. WP/16/18. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1618.pdf> (accessed 17 July 2019).
- Barrowclough D and Gottschalk R (2018). Solidarity and the South: Supporting the new landscape of long-term development finance. UNCTAD Research Paper No. 24. UNCTAD/SER.RP/2018/6. New York and Geneva.
- Barrowclough D and Kozul-Wright R (2018). The institutional geometry of industrial policy in sustainable development. In: Yülek MA, ed. *Industrial Policy and Sustainable Growth*. Springer. New York, NY: 85–108.
- Bezemer D, Ryan-Collins J, van Lerven F and Zhang L (2018). Credit where it’s due: A historical, theoretical and empirical review of credit guidance policies in the 20th century. Working Paper No. IIPP WP 2018-11. UCL Institute for Innovation and Public Purpose.
- BIS (2009). *Issues in the Governance of Central Banks*. Bank for International Settlement. Basel. Available at <https://www.bis.org/publ/othp04.htm> (accessed 18 July 2019).
- Blanchard O, Dell’Ariccia G and Mauro P (2013). Rethinking macroeconomic policy: Getting granular. *Voxeu*. 9 May. Available at <https://voxeu.org/article/rethinking-macroeconomic-policy-getting-granular> (accessed 18 July 2019).
- Bloomfield AI (1957). Some problems of central banking in underdeveloped countries. *The Journal of Finance*. 12(2):190–204.
- BOAD (2017). *Rapport Annuel*. Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD). Lomé. Available at <https://www.boad.org/en/portfolio-item/6336/> (accessed 18 July 2019).
- Brautigam D (2009). *The Dragon’s Gift: The Real Story of China in Africa*. Oxford University Press. Oxford.
- Brown E (2019). The secret to funding a Green New Deal. *Truthout News Analysis*. 25 March. Available at <https://truthout.org/articles/the-secret-to-funding-a-green-new-deal/> (accessed 23 July 2019).
- Campiglio E, Dafermos Y, Monnin P, Ryan-Collins J, Schotten G and Tanaka M (2018). Climate change challenges for central banks and financial regulators. *Nature Climate Change*. 8(6):462–468.
- Campiglio E, Godin A, Kemp-Benedict E and Matikainen S (2017). The tightening links between financial systems and the low-carbon transition. In: Arestis P and Sawyer M, eds. *Economic Policies Since the Global Financial Crisis*. Palgrave Macmillan. Basingstoke: 313–356.
- Capie F (1994). The development of central banking. In: Capie F, Goodhart C, Fischer S and Schnadt N, eds. *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge University Press. Cambridge: 1–261.
- Capie F (1999). Banking in Europe in the nineteenth century: The role of the central bank. In: Sylla R, Tilly R and Tortella G, eds. *The State, the Financial System, and Economic Modernization*. Cambridge University Press. Cambridge: 118–133.
- Carney M (2015). Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability. Speech by the Governor of the Bank of England and Chairman of the Financial Stability Board. London. 29 September. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability> (accessed 19 July 2019).
- Carney M (2018). True finance - ten years after the financial crisis. Speech by the Governor of the Bank of England and Chairman of the Financial Stability Board. New York. 18 October. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2018/true-finance-ten-years-after-the-financial-crisis-speech-by-mark-carney> (accessed 23 July 2019).
- CDB (2017). *Annual Report*. China Development Bank. Beijing. Available at http://www.cdb.com.cn/English/gykh_512/ndbg_jx/2017_jx/ (accessed 24 July 2019).
- Chandrasekhar CP (2016). National development banks in a comparative perspective. In: Calcagno A, Dullien S, Márquez-Velázquez A, Maystre N and Priewe J, eds. *Rethinking Development Strategies After the Financial Crisis*. Volume II: Country Studies and International Comparisons. (United Nations publication. New York and Geneva: 21–30). Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsm-dp20152_en.pdf (accessed 18 July 2019).
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2019). The skewed structure of India’s bond market. *Hindu Business Line*. 11 February. Available at <https://www.thehindubusinessline.com/opinion/columns/c-p-chandrasekhar/the-skewed-structure-of-indias-bond-market/article26240627.ece> (accessed 23 July 2019).

- China Exim Bank (2017). *The Export and Import Bank of China Annual Report 2017*. Beijing.
- Cho YJ and Kim JK (1995). Credit policies and the industrialization of Korea. Discussion Papers No. 286. World Bank.
- Climate Bonds Initiative (2018). Green bonds: The state of the market. Available at <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-state-market-2018> (accessed 18 July 2019).
- de Luna-Martínez J and Vicente CL (2012). Global survey of development banks. Policy Research Working Paper No. 5969. World Bank. Available at <http://documents.worldbank.org/curated/en/313731468154461012/pdf/WPS5969.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Derviş K (2012). Should central banks target employment? *Brookings Op-Ed*. 19 December. Available at <https://www.brookings.edu/opinions/should-central-banks-target-employment/> (accessed 18 July 2019).
- DiEM25 (2019). Democracy in Europe website. Available at <https://diem25.org/diem25-unveils-its-european-new-deal-an-economic-agenda-for-european-recovery/> (accessed 23 July 2019).
- EADB (2015). *Annual Report*. East African Development Bank. Kampala. Available at <https://eadb.org/download/eadb-annual-report-2015/> (accessed 18 July 2019).
- ECB (European Central Bank) (2017). *Report on Financial Structures*. Frankfurt-am-Main. Available at <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201710.en.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Epstein G (2006). Central banks as agents of economic development. Research Paper No. 2006/54. United Nations University -World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER).
- Epstein G (2015). Development central banking: A review of issues and experiences. Employment Working Paper No. 182. International Labour Organization.
- Epstein G and Yeldan E (2008). Inflation targeting, employment creation and economic development: Assessing the impacts and policy alternatives. *International Review of Applied Economics*. 22(2):131–144.
- Eurodad (2017). Public development banks: Towards a better model. Discussion paper. European Network on Debt and Development . Available at <https://eurodad.org/files/pdf/1546743-public-development-banks-towards-a-better-model.pdf> (accessed 18 July 2019).
- European Commission (2017). Reinforcing integrated supervision to strengthen capital markets union and financial integration in a changing environment.
- European Commission (2018). Financing a sustainable European economy: Final Report. European Union High-Level Expert Group on Sustainable Finance. Available at https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf (accessed 18 July 2019).
- FSB (Financial Stability Board) (2017). Safer, simpler, fairer. 3 July. Available at <https://www.fsb.org/multimedia/safersimplerfairer/> (accessed 18 July 2019).
- G20, OECD and World Bank (2018). G20/OECD/WB Stocktake of tools and instruments related to infrastructure as an asset class: Progress report. G20, Organisation for Economic Co-operation and Development and World Bank. Available at www.oecd.org/g20/G20_OECD_WB%20Stocktake%20-%20Progress%20Report.pdf (accessed 18 July 2019).
- Gallagher K (2017). China's development finance institutions in context. In: Barrowclough D and Gottschalk R, eds. *Solidarity and the South: New Directions in Long-Term Development Finance*. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (United Nations publication. New York and Geneva: 69–79).
- Gallagher KP, Sklar S and Thrasher R (2019). Quantifying the policy space for regulating capital flows in trade and investment treaties. G-24 Working Paper. Intergovernmental Group of Twenty Four. Available at https://www.g24.org/wp-content/uploads/2019/03/Gallagher_Capital_Flows_and_Treaties.pdf (accessed 2 July 2019).
- Garriga AC (2016). Central bank independence in the world: A new dataset. *International Interactions*. 42(5):849–868.
- Goodhart CAE (1988). *The evolution of central banks*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Goodhart CAE (2011). The changing role of central banks. *Financial History Review*. 18(2):135–154.
- Gabel I (2017). *When Things Don't Fall Apart: Global Financial Governance and Development Finance in an Age of Productive Incoherence*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Griffith-Jones S and Ocampo JA, eds. (2018). *The Future of National Development Banks*. Oxford University Press. Oxford.
- Griffith-Jones S, Martínez Sola ML and Petersen Muga J (2018). The role of CORFO in Chile's development: Achievements and challenges. In: Griffiths-Jones S and Ocampo JA, eds. *The Future of National Development Banks*. Oxford University Press. Oxford: 136–166.
- Hay J (2018). AfDB securitization opens new route for MDBs to leverage capital. *Global Capital*. 10 October. Available at <https://www.globalcapital.com/article/b1bb5t9q1htrwf/afdb-securitization-opens-new-route-for-mdbs-to-leverage-capital> (accessed 18 July 2019).
- Humphrey C (2018a). The role of credit rating agencies in shaping multilateral finance recent developments and policy options. Intergovernmental Group of 24. Available at <https://www.g24.org/wp-content/uploads/2018/04/The-Role-of-Credit-Rating-Agencies-in-Shaping-Multilateral-Finance.pdf> (accessed 23 July 2019).

- Humphrey C (2018b). African Development Bank's landmark deal opens door to scaling up multilateral lending. ODI Insight. 5 October. Available at <https://www.odi.org/comment/10694-african-development-banks-landmark-deal-opens-door-scaling-multilateral-lending> (accessed 18 July 2019).
- Jordà Ò, Schularick M and Taylor AM (2017). Macroeconomic history and the new business cycle facts. In: Eichenbaum M and Parker JA (eds). *NBER Macroeconomics Annual 2016, Volume 31*. University of Chicago Press. Chicago, IL: 213–263.
- Kozul-Wright R, Poon D (2018). Asian development after the *Asian Drama*. Working Paper No. 2018/135. United Nations University-World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER). Available at <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/Publications/Working-paper/PDF/wp2018-135.pdf> (accessed 23 July 2019).
- Lee K (2017). Financing industrial development in Korea and implications for Africa. In: African Development Bank (AfDB). *Industrialize Africa: Strategies, Policies, Institutions, and Financing*. Africa Development Bank Group. Abidjan: 197–213.
- Levine P and Lima D (2015). Policy mandates for macro-prudential and monetary policy in a new Keynesian framework. Working Paper No. 1784. European Central Bank (ECB). Available at <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1784.en.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Lim MH and Lim J (2012). Asian initiatives at monetary and financial integration: A critical review? Background Paper No. 4. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Geneva. Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/ecidc2012_bp4.pdf (accessed 18 July 2019).
- Macfarlane L and Mazzucato M (2018). State investment banks and patient finance: An international comparison. IIPP Working Paper No. 2018-01. UCL Institute for Innovation and Public Purpose. Available at https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/sites/public-purpose/files/iipp_wp_2018-01.pdf (accessed 18 July 2019).
- Marois T (2019). Public banking on the future we want. In: Steinfort L and Kishimoto S, eds. *Public Finance for the Future We Want*. Transnational Institute. Amsterdam: 150–164.
- Mazzucato M (2011). *The Entrepreneurial State*. Demos. London.
- Mésonnier JS, O'Donnell C and Toutain O (2017). The interests of being eligible. Working Paper No. 636. Banque de France. Available at <https://publications.banque-france.fr/en/interest-being-eligible> (accessed 18 July 2019).
- Ministry of the Environment (2014). Climate finance loan schemes: Existing and planned loan schemes in Lebanon. Climate Change Coordination Unit, Ministry of the Environment. Lebanon. Available at <http://climatechange.moe.gov.lb/viewfile.aspx?id=216> (accessed 18 July 2019).
- Moody's (2018). East African Development Bank – Baa3 Stable. Annual Credit Analysis. Issuer In-Depth. Moody's Investors Service. 2 July. Available at <https://www.moody's.com/credit-ratings/East-African-Development-Bank-credit-rating-823238385> (accessed 23 July 2019).
- MPAG (Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China) (2019). China monetary policy report quarter four, 2018. 21 February. Available at <http://en.pkulaw.cn/inc/ueditor/net/upload/2019-03-29/ae91601e-fb4c-49ec-952d-950220d07c67.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Münchau W (2017). Opinion: Central bank independence is losing its lustre. *Financial Times*. 19 February. Available at <https://www.ft.com/content/6ed32b02-f526-11e6-95ee-f14e55513608> (accessed 23 July 2019).
- Munir W and Gallagher K (2018). Scaling up lending at the multi-lateral development banks: Benefits and costs of expanding and optimizing MDB balance sheets. Working Paper No. 013. Global Economic Governance Initiative (GEGI). Available at http://www.bu.edu/gdp/files/2018/04/Munir_Gallagher_2018-1.pdf (accessed 18 July 2019).
- NEF (2017). Green central banking in emerging market and developing country economies. New Economics Foundation (NEF). London. Available at <https://neweconomics.org/uploads/files/Green-Central-Banking.pdf> (accessed 23 July 2019).
- NGFS (2019). A call for action: Climate change as a source of financial risk – first comprehensive report. Network for Greening the Financial System (NGFS). Available at <https://www.preventionweb.net/publications/view/64961> (accessed 18 July 2019).
- Nyborg KG (2017). *Collateral Frameworks: The Open Secret of Central Banks*. Cambridge University Press. Cambridge.
- OECD (2010). Bank profitability: financial statements of banks 2010. Banking Statistics 2000–2009. Organisation for Economic Co-operation and Development. Available at <https://www.oecd.org/sdd/fin-stats/bankprofitabilityfinancialstatementsofbanks2010.htm> (accessed 23 July 2019).
- OECD (2018). Roadmap to infrastructure as an asset class. Organisation for Economic Co-operation and Development. Available at https://g20.argentina.gob.ar/sites/default/files/documentos_producidos/roadmap_to_infrastructure_as_an_asset_class_argentina_presidency_1.pdf (accessed 18 July 2019).
- Park YC and Bae KH (2002). Financial liberalization and economic integration in East Asia. PECC Finance Forum Conference on Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development. Honolulu. 11–13 August. Available at <https://www.pecc.org/resources/finance-1/433-financial-liberalization-and-economic-integration-in-east-asia> (accessed 18 July 2019).
- Parliamentary Budget Officer (2019). Fiscal and distributional analysis of the federal carbon pricing system.

- Government of Canada. Ottawa. Available at https://www.pbo-dpb.gc.ca/web/default/files/Documents/Reports/2019/Federal%20Carbon/Federal_carbon_pricing_EN.pdf (accessed 23 July 2019).
- People's Bank of China (various years) Annual and quarterly reports. Available at <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/index.html> (accessed 23 July 2019).
- Rogoff K (2019). The case for a world carbon bank. *Project Syndicate*. 8 July. Available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/world-carbon-bank-for-developing-countries-by-kenneth-roff-2019-07> (accessed 23 July 2019).
- Rosengren ES (2013). Should full employment be a mandate for central banks? Federal Reserve Bank of Boston. 12 April. Available at <https://www.bostonfed.org/news-and-events/speeches/should-full-employment-be-a-mandate-for-central-banks.aspx> (accessed 18 July 2019).
- Rossi A (2018). Existe uma “caixa-preta” do BNDES, como diz Bolsonaro? *BBC News Brazil*. 27 November. Available at <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-46267698> (accessed 2 July 2019).
- Rudebusch G (2019). Climate change and the Federal Reserve. Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco. 25 March. Available at <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/march/climate-change-and-federal-reserve/> (accessed 18 July 2019).
- S&P Global Ratings (2017). Key considerations for supranationals' lending capacity and their current capital endowment. 18 May. Available at https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/10098975 (accessed 18 July 2019).
- Sanderson H and Forsythe M (2013). *China's Superbank: Debt, Oil and Influence – How China Development Bank Is Rewriting the Rules of Finance*. Wiley. Singapore.
- Scott M, van Huizen J and Jung C (2017). The Bank of England's response to climate change. *Quarterly Bulletin*. Q2:98–109. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2017/q2/the-banks-response-to-climate-change> (accessed 18 July 2019).
- Secretary of the Treasury (1959). Final report on the Reconstruction Finance Corporation. Office of the Secretary. Government of the United States. Washington, D.C. Available at https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/rcf/rfc_19590506_final-report.pdf (accessed 23 July 2019).
- Settimo R (2017). Towards a more efficient use of multilateral development banks' capital. Occasional Paper Series No. 393. Bank of Italy.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2019). Top 81 largest sovereign wealth fund rankings by total assets. July. Available at: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> (accessed 24 July 2019).
- Steinfort L (2019). State of power 2019: The power of public finance for the future we want. Transnational Institute. Available at <http://longreads.tni.org/state-of-power-2019/future-we-want/> (accessed 23 July 2019).
- Stiglitz JE and Uy M (1996). Financial markets, public policy, and the East Asian miracle. *World Bank Research Observer*. 11(2):249–276.
- Stuart R and Gallagher KP (2016). Infrastructure for sustainable development: The role of national development banks. GEGI Policy Brief No. 007. Global Economic Governance Initiative. Available at https://www.bu.edu/pardeeschool/files/2016/08/Infrastructure.Sustainable.Final_.pdf (accessed 18 July 2019).
- Taylor M and Neslen A (2019). Yanis Varoufakis: Green New Deal can unite Europe's progressives. *The Guardian*. 22 May. Available at <https://www.theguardian.com/world/2019/may/22/yanis-varoufakis-green-new-deal-can-unite-europes-progressives> (accessed 19 July 2019).
- TDB (2017). *Annual Report 2017*. Trade and Development Bank (TDB) Bujumbura. Available at <https://www.tdbgroup.org/investor-information/annual-reports/> (accessed 18 July 2019).
- Thomä J and Hilke A (2018). The green supporting factor: Quantifying the impact on European banks and green finance. 2 Degrees Investing Initiative. Available at <https://2degrees-investing.org/the-green-supporting-factor-quantifying-the-impact-on-european-banks-and-green-finance/> (accessed 18 July 2019).
- Tobin D and Volz U (2018). The development and transformation of the financial system in the People's Republic of China. Working Paper Series No. 825. Asian Development Bank Institute (ADBI) Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/411136/adbi-wp825.pdf> (accessed 23 July 2019).
- Tooze A (2019). Why central banks need to step up on global warming. *Foreign Policy*. 20 July. Available at <https://foreignpolicy.com/2019/07/20/why-central-banks-need-to-step-up-on-global-warming/> (accessed 23 July 2019).
- UNCTAD (2016). *The Role of Development Banks in Promoting Growth and Sustainable Development in the South*. (United Nations publication. New York and Geneva). Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsecidc2016d1_en.pdf (accessed 18 July 2019).
- UNCTAD (2018a). *Solidarity and the South: New Directions in Long-term Development Finance*. (United Nations publication. New York and Geneva). Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsmdp2017d2_en.pdf (accessed 18 July 2019).
- UNCTAD (2018b). *Scaling up Finance for the Sustainable Development Goals: Experimenting with Models of Multilateral Development Banking*. (United Nations publication. New York and Geneva). Available at https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsecidc2017d4_en.pdf (accessed 18 July 2019).

- UNCTAD (TDR 2015). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- van Lerven F (2017). Green central banking in emerging market and developing country economies. New Economics Foundation. Available at <https://neweconomics.org/2017/10/green-central-banking-emerging-market-developing-country-economies> (accessed 18 July 2019).
- Vermeulen R, Schets E, Lohuis M, Kölbl B, Jansen DJ and Heeringa W (2018). An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands. Occasional Studies volume 16-7. De Nederlandsche Bank NV. Available at https://www.dnb.nl/binaries/OS_Transition%20risk%20stress%20test%20versie_web_tcm46-379397.pdf (accessed 18 July 2019).
- WBG (2017a). Maximizing finance for development: Leveraging the private sector for growth and sustainable development. World Bank Group (WBG) Available at http://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/23758671/DC2017-0009_Maximizing_8-19.pdf (accessed 18 July 2019).
- WBG (2017b). Forward look: A vision for the World Bank Group in 2030 – progress and challenges. World Bank Group (WBG). Available at <http://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/23745169/DC2017-0002.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Xu J, Ren X and Wu X (2019). Mapping development finance institutions worldwide: Definitions, rationales and varieties. Research Report No. 1. Institute of New Structural Economics. Peking University.

INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO

Ediciones anteriores

TDR 2018	El poder, las plataformas y la quimera del libre comercio
TDR 2017	Un <i>New Deal</i> Mundial como alternativa a la austeridad
TDR 2016	Transformación estructural para un crecimiento inclusivo y sostenible
TDR 2015	Hacia una arquitectura financiera mundial al servicio del desarrollo
TDR 2014	Gobernanza mundial y espacio para políticas de desarrollo
TDR 2013	La adaptación a la dinámica cambiante de la economía mundial
TDR 2012	Políticas para un crecimiento incluyente y equilibrado
TDR 2011	Retos de política para la economía mundial después de la crisis
TDR 2010	Empleo, globalización y desarrollo
TDR 2009	Respuesta a la crisis mundial; mitigación del cambio climático y desarrollo
TDR 2008	Precios de los productos básicos, flujos de capital y financiación de la inversión
TDR 2007	Cooperación regional para el desarrollo
TDR 2006	Alianza mundial y políticas nacionales para el desarrollo
TDR 2005	Nuevas características de la interdependencia mundial
TDR 2004	Coherencia de las políticas económicas, estrategias de desarrollo e integración en la economía mundial
TDR 2003	La acumulación de capital, el crecimiento económico y el cambio estructural
TDR 2002	Los países en desarrollo y su inserción en el comercio mundial
TDR 2001	Tendencias y perspectivas mundiales, arquitectura financiera
TDR 2000	Crecimiento económico y desequilibrio mundiales
TDR 1999	Frágil recuperación y riesgos de regresión económica – Comercio, financiación y crecimiento
TDR 1998	Financial Instability; Growth in Africa
TDR 1997	Globalization, Distribution and Growth
TDR 1981- 2011	Three Decades of Thinking Development

