

# F&D

FINANZAS Y DESARROLLO FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

**FINANZAS**

*Viejas leyes,  
nuevas máquinas*

**LOGÍSTICA**

*Myrto Kalouptsidi  
y el comercio marítimo*

**DESIGUALDAD**

*Un gran  
problema moral*

MARZO DE 2026

## ANTE EL ABISMO DE LA DEUDA





**Timely.  
Topical.  
Free.**



**PUBLICATIONS**

Global economics at your fingertips

eLibrary.[IMF.org](https://www.imf.org)



SCAN TO  
DOWNLOAD

# Índice

## Finanzas y Desarrollo

Una publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional  
Marzo de 2026 | Volumen 63 | Número 1

### Deuda

## 18

### Deuda elevada, disyuntiva espinosa

La deuda pública y las tasas de interés en alza están poniendo a prueba las finanzas y forzando decisiones difíciles

*Era Dabla-Norris y Rodrigo Valdes*

## 24

### Estabilizar la deuda en las economías avanzadas

Los países tienen que dar un giro hacia la disciplina fiscal y las reformas a favor del crecimiento a largo plazo

*Zsolt Darvas y Jeromin Zettelmeyer*

## 26

### Coordinación de políticas en tiempos convulsos

La inestabilidad geopolítica complica la coordinación eficaz de la política fiscal y monetaria

*Giancarlo Corsetti y Leonardo Melosi*

## 30

### Salvaguardar el tesoro

La Reserva Federal necesita nuevos instrumentos para hacer frente a los episodios de tensión futuros

*Anil K Kashyap y Jeremy C. Stein*

## 34

### El ciclo de la deuda y la desigualdad

La desigualdad extrema está alimentando una crisis de deuda en todo el mundo

*Atif Mian*

## 38

### La nueva cara de la deuda africana

La transición de la deuda externa a la deuda interna conlleva ventajas y riesgos

*Amadou Sy y Athene Laws*

### También en este número

## 42

### Viejas leyes, nuevas máquinas

Los principios de la robótica del autor de ciencia ficción Isaac Asimov ayudan a marcar el rumbo ético de la IA en las finanzas

*Biagio Bossone*

## 46

### Gravar los malos hábitos

Los impuestos sobre el tabaco, el alcohol y el azúcar deberían guardar mayor proporción con el daño que causan

*Christoph B. Rosenberg y*

*Marius van Oordt*

## 50

### Infraestructura digital

Para los ministerios de Hacienda, la infraestructura pública digital debe ser igual a las carreteras y las redes eléctricas

*Diane Coyle, David Eaves y*

*Beatriz Vasconcellos*

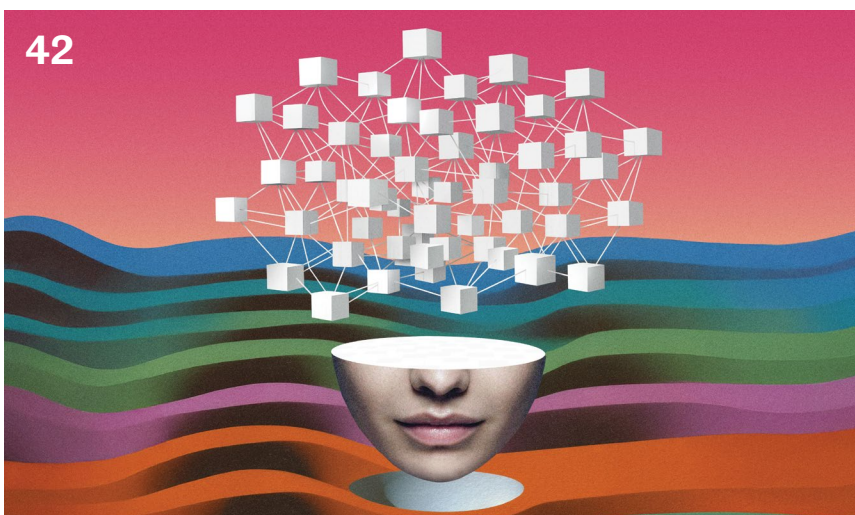
## 54

### El brillo eterno del oro

Por qué el valor del oro sigue perdurando en la era de los activos digitales

*Pratik Ghansham Salvi*

“La jerarquía de leyes que establece Asimov (...) se convierte en un principio ético para el uso de la IA en (...) las finanzas”.





Secciones

**6**  
**Caleidoscopio**  
 Una breve panorámica mundial

**8**  
**Vuelta a lo esencial**  
**El arte de la recaudación**  
 Por qué recaudar ingresos es crucial para el desarrollo  
*Katherine Baer y Ruud de Mooij*

**10**  
**Punto de vista**  
**La azarosa senda fiscal de Estados Unidos**  
 Es más fácil explicar cómo Estados Unidos se metió en dificultades fiscales que cómo saldrá de ellas  
*Alan J. Auerbach*

**La IA puede potenciar el crecimiento mundial**  
 Pero el logro de beneficios duraderos en materia de productividad depende de cuán rápido aprendamos a calibrar, financiar y gestionar la tecnología  
*Marcello Estevão*

**Mundos aparte**  
 Existen formas de reducir la brecha entre la economía y la política  
*Alan S. Blinder*

**16**  
**Bajo la lupa**  
**En la carrera por formar trabajadores preparados para la IA**  
 En la era de la IA, el éxito no depende solo de la tecnología: los países necesitan trabajadores que sepan usarla  
*Andrew Stanley*

**58**  
**Gente del mundo de la economía**  
**Una mente marítima**  
 Jeff Kearns traiza una semblanza de *Myrto Kalouptsi*, profesora en la Universidad de Harvard, quien investiga cómo el sector del transporte y la política industrial configuran la economía mundial

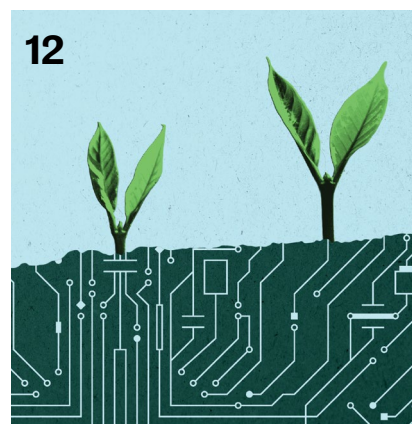
**62**  
**En las trincheras**  
**El gobernador que transformó su banco central**  
 El gobernador del Banco de Corea, *Chang Yong Rhee*, explica cómo ha evolucionado el papel de la institución en un contexto de crecientes desafíos económicos

**64**  
**Reseñas de libros**  
**Una crónica de las divisas**  
*Money Beyond Borders: Global Currencies from Croesus to Crypto*  
 Barry Eichengreen

**Historias humanas detrás de una crisis histórica**  
*1929: Inside the Greatest Crash in Wall Street History—and How It Shattered a Nation*  
 Andrew Ross Sorkin

**Cómo construye China**  
*Breakneck: China's Quest to Engineer the Future*  
 Dan Wang

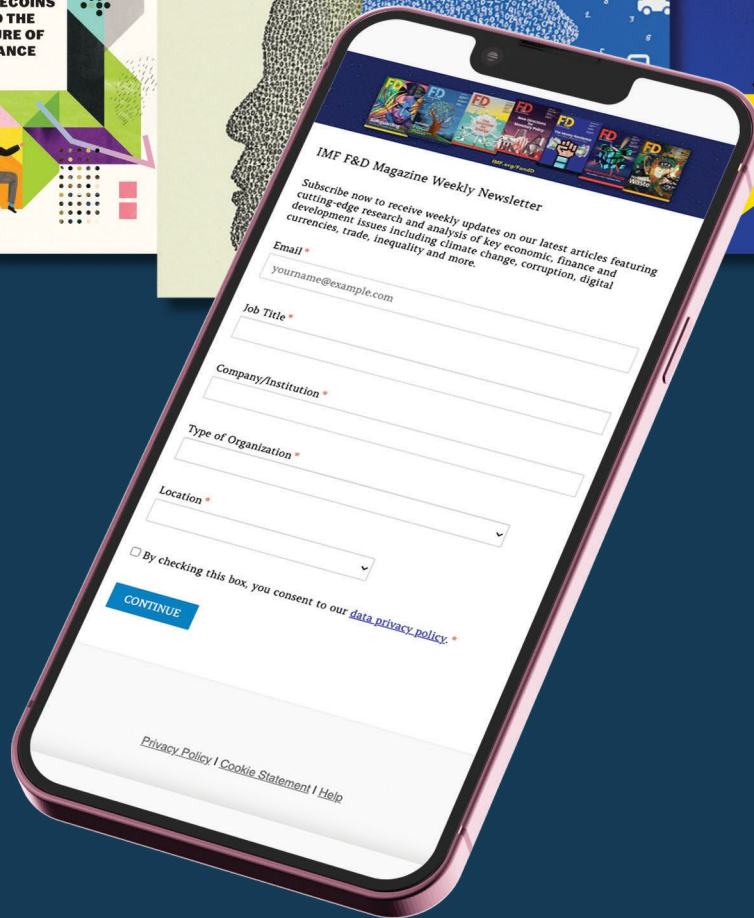
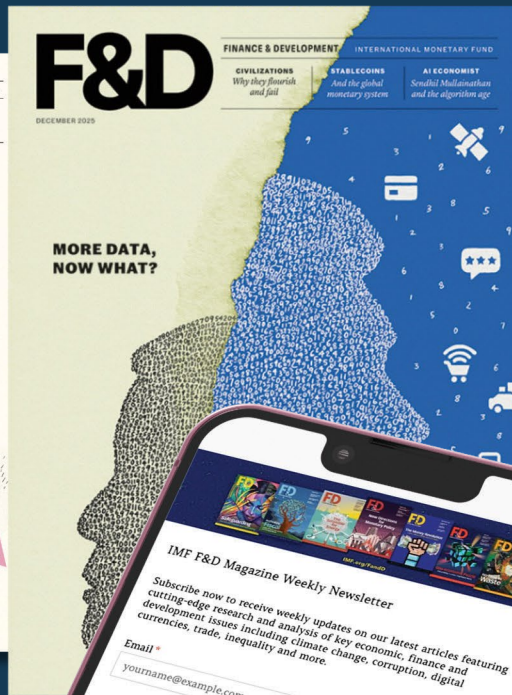
**68**  
**Notas monetarias**  
**El próximo ngultrum de Bhután**  
 El único país donde la felicidad es una política gubernamental oficial actualiza su moneda  
*Jeff Kearns*



**En la portada**  
 El arte de tapa de *Joey Guidone* muestra una figura que se asoma al abismo de la deuda que se ha abierto en la economía mundial al vencer las obligaciones de los gobiernos.

Suscribase en [www.imfbookstore.org/f&d](http://www.imfbookstore.org/f&d)  
 Lea en [www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)  
 Conéctese a [facebook.com/FinanceandDevelopment](https://facebook.com/FinanceandDevelopment)





# F&D NEWSLETTER

Sign up now for cutting-edge research and analysis of key economic, finance, development, and policy issues shaping the world.

SIGN UP TODAY!



# F&D

Online editions in seven languages

Léala en  
español



Disponibile  
en français !



Читайте  
по-русски!



اقرأ باللغة  
العربية !



请阅读中文版 !



日本語はこちら !



[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

# F&D

FINANZAS Y DESARROLLO

Una publicación trimestral del  
Fondo Monetario Internacional

DIRECTORA EDITORIAL

Gita Bhatt

JEFE DE REDACCIÓN

Nicholas Owen

REDACTORES PRINCIPALES

Andreas Adriano

Jeff Kearns

Peter Walker

ASISTENTES DE REDACCIÓN

Noha Elbadawy

Andrew Stanley

RESPONSABLES DE DISEÑO Y PUBLICIDAD

Marta Doroszczuk

Natalia Venegas Figueroa

Huong (Vanessa) Le

JEFA DE PRODUCCIÓN

Melinda Weir

CORRECTORA DE PRUEBAS

Lucy Morales

DIRECCIÓN DE ARTE Y DISEÑO

2communiqué

ASESORES DE LA REDACCIÓN

S M Ali Abbas

Aqib Aslam

James Astill

Helge Berger

Yan Carriere-Swallow

Oya Celasun

Martin Cihak

Rupa Duttgupta

Davide Furceri

Deniz Igan

Subir Lall

Papa N'Diaye

Malhar Nabar

Diaa Noureldin

Uma Ramakrishnan

Mauricio Soto

Elizabeth Van Heuvelen

Daria Zakharova

Robert Zymek

EDICIÓN EN ESPAÑOL

Servicios Lingüísticos del FMI

COORDINADA POR

Vanesa Demko, Celeste Braschi

© 2026 by the International Monetary Fund. Todos los derechos reservados. Si desea reproducir cualquier contenido de F&D, sírvase enviar en línea una solicitud de autorización ([imf.org/external/terms.htm](http://imf.org/external/terms.htm)) o envíe su solicitud por correo electrónico a [copyright@IMF.org](mailto:copyright@IMF.org). Los permisos para reproducir artículos con fines comerciales también pueden tramitarse a través del Copyright Clearance Center ([copyright.com](http://copyright.com)) a un cargo nominal.

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

Suscripciones, cambios de domicilio y consultas sobre publicidad:

IMF Publications

*Finance & Development*

PO Box 92780

Washington, DC 20090, USA

Correo electrónico: [publications@IMF.org](mailto:publications@IMF.org)

Postmaster: send changes of address to *Finance & Development*, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC 20090, USA.

The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.

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



FONDO MONETARIO  
INTERNACIONAL

FSC FPO

## A los lectores

# Los límites del endeudamiento

**DURANTE AÑOS**, las autoridades han tratado la deuda pública como un elástico que podía estirarse sin nunca llegar a romperse. Se estiró durante la crisis financiera mundial y una vez más durante la pandemia de COVID-19. Hoy en día, la deuda pública supera el producto económico anual en varias importantes economías avanzadas, y por eso la pregunta que surge es la siguiente: ¿cuánto más puede estirarse el elástico en la próxima crisis?

La acumulación de deuda está sembrando inquietud en todo el mundo, y con razón, como veremos en este número. La deuda en varias economías avanzadas ha alcanzado máximos jamás registrados en épocas de paz, y eso eleva los costos de endeudamiento tanto para los gobiernos como para los consumidores. El aumento de la deuda y las tasas de interés elevadas plantean decisiones difíciles para las autoridades: subir los impuestos, recortar el gasto en servicios esenciales y prestaciones, avivar la inflación; o postergar el ajuste de las cuentas endeudándose aún más y aferrándose a la esperanza de que la prima impuesta por los mercados no sea demasiado alta.

Todo esto hace que las disyuntivas inherentes a la política fiscal sean cada vez más difíciles de gestionar, según Era Dabla-Norris y Rodrigo Valdes, del FMI. A medida que las sociedades envejecen y las economías se desaceleran, los costos de las pensiones y la atención de la salud están creciendo a mayor ritmo que las recaudaciones. En muchas de las regiones avanzadas y emergentes del mundo, estos costos recaen sobre una fuerza de trabajo cada vez más reducida.

¿Cómo subió la deuda hasta estos niveles vertiginosos? Alan Auerbach se centra en el caso de Estados Unidos y señala la creciente polarización política, que impide los consensos bipartidistas que se requieren para tomar medidas impopulares pero necesarias, como subir impuestos y recortar el gasto. Asimismo, Alan Blinder señala que lamenta la incompatibilidad entre el afán de los economistas por la eficiencia y el cortoplacismo de los políticos; los unos tienen que aprender a hablar el idioma de los otros.

Atif Mian explica que el ahorro excesivo —por parte de los ricos en las economías avanzadas y por China en general— está creando una situación en la que para sustentar el crecimiento es necesario endeudarse y acumular déficits. Pero sostiene que este modelo de crecimiento basado en la “demanda endeudada” es intrínsecamente frágil.

Sanear las finanzas públicas será difícil pero no imposible, escriben Zsolt Darvas y Jeromin Zettelmeyer, quienes, tras estimar la magnitud del ajuste que necesitan las economías avanzadas europeas, entre ellas Alemania y Francia, llegan a la conclusión de que con medidas bien calibradas, como reformas para promover el crecimiento económico y afianzar la disciplina fiscal, se



**“No hay muchas maneras elegantes, fáciles o políticamente astutas de reducir la deuda”.**

puede encauzar la deuda por una senda sostenible sin sacrificar las inversiones para el futuro. Señalan que Grecia, Irlanda y Portugal enfrentaron graves crisis fiscales hace 15 años, y ahora son modelos de disciplina.

Esos son los ejemplos positivos. Pero la tensa situación geopolítica actual incrementa el riesgo de trastornos en la oferta que podrían desembocar en estancamiento y, a la larga, ejercer mayor presión sobre las finanzas públicas, escriben Giancarlo Corsetti y Leonardo Melosi. Analizando la relación entre las autoridades fiscales y monetarias, plantean un incitante punto de vista: para lograr un ajuste sostenible probablemente será necesario ser pragmáticos y tolerar períodos de inflación por encima de los niveles fijados como meta.

Esto quizá no sea atractivo, pero tampoco lo son las alternativas. No hay muchas maneras elegantes, fáciles o políticamente astutas de reducir la deuda. Al mismo tiempo, “el saneamiento de las finanzas públicas no consiste en una austeridad indiscriminada”, escriben Dabla-Norris y Valdes. La historia demuestra que la gente está más dispuesta a aceptar reformas penosas si sienten que la carga que eso implica está distribuida equitativamente. En tal sentido, recomiendan medidas para hacer más transparentes las finanzas públicas, lo que a su vez generaría confianza y reduciría las brechas entre lo que es políticamente posible y lo que es técnicamente factible.

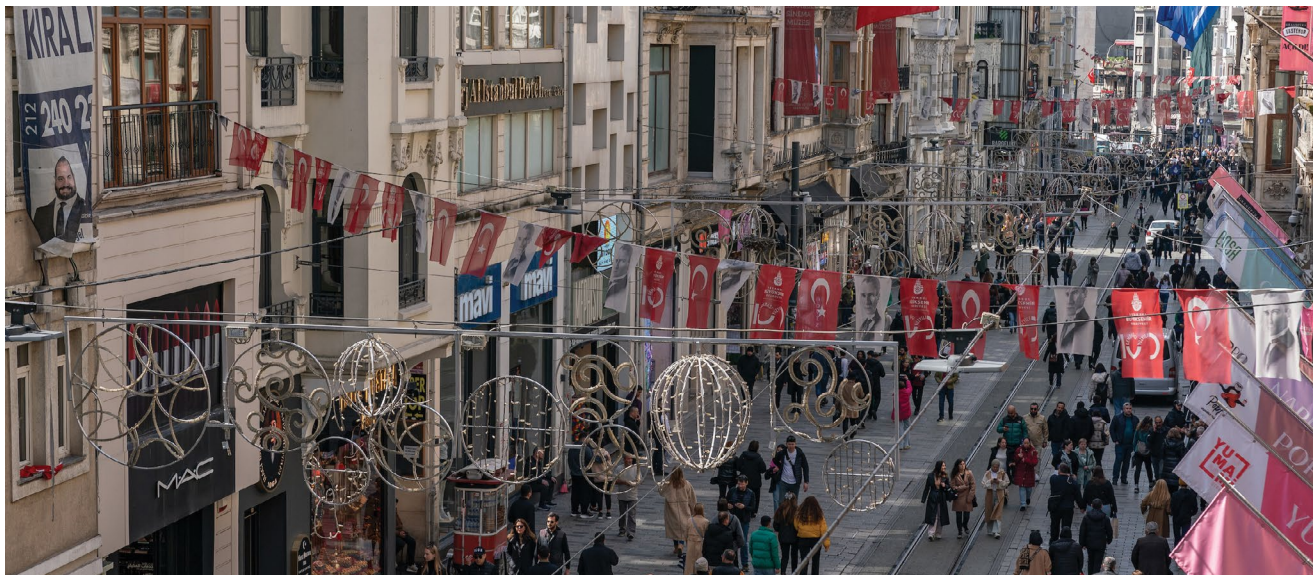
Todo esto resulta desalentador, pero la innovación ofrece una luz de esperanza: la próxima ola de avances tecnológicos podría reactivar el crecimiento mundial y aligerar el peso de la deuda. Pero no podemos esperar a ese día para empezar a gestionar la deuda con prudencia. Se necesita disciplina de forma urgente. La alternativa, como muestran nuestros autores, es un riesgo cada vez mayor de turbulencia económica y erosión de la fe en el gobierno. **F&D**

**Gita Bhatt**, Directora Editorial



# Caleidoscopio

Una breve panorámica mundial



**EN LA FOTO:** Las perspectivas económicas de Türkiye han mejorado gracias a políticas prudentes, como la reducción del déficit presupuestario que ha frenado la inflación. En enero, el FMI elevó en 0,5 puntos porcentuales su proyección de crecimiento para este año, situándola en el 4,2%, una de las mayores revisiones al alza entre las principales economías del mundo. Arriba, vista de la zona comercial de la avenida İstiklal en Estambul. Foto del FMI/ David Lombeida.

## Riesgos y promesas de la tecnología

**LA ECONOMÍA MUNDIAL** continúa mostrando resiliencia pese a las apreciables disrupciones en el comercio y la mayor incertidumbre, según la última actualización de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI. El crecimiento permanecerá estable en el 3,3% este año, gracias a que la inversión en inteligencia artificial (IA) estimulará el crecimiento en Estados Unidos y beneficiará al resto del mundo, en especial a los exportadores de tecnología de Asia, según el informe de enero.

Los precios de las acciones se han disparado desde finales de 2022, cuando se introdujeron las primeras herramientas de IA generativa que prometían aumentos de la productividad y las ganancias. Pero el FMI advierte que la economía mundial

corre el riesgo de que el optimismo se desvanezca si las utilidades de las empresas de IA no logran justificar sus elevadas valoraciones. El informe señala que “una revaluación de las expectativas acerca del aumento de la productividad relacionado con la IA podría dar lugar a un declive en la inversión y desencadenar una corrección brusca en el mercado financiero, que se extendería de las empresas del sector de la IA a otros segmentos y mermaría la riqueza de los hogares”.

Y añade que podría ser complicado adoptar políticas eficaces si una revaluación del aumento de la productividad gracias a la IA y de los precios de los activos se ve agravada por las crecientes tensiones geopolíticas y las amenazas contra los marcos institucionales.

“El desafío para las autoridades y los inversionistas radica en equilibrar el optimismo con la prudencia y asegurarse de que la explosión tecnológica actual se traduzca en un crecimiento sostenible e inclusivo, y que no sea otro ciclo

de auge y caída”, explicaron el economista jefe del FMI, Pierre-Olivier Gourinchas, y el consejero financiero de la institución, Tobias Adrian, en un blog que acompañó al informe.

“Las tensiones comerciales y geopolíticas pueden reaparecer rápidamente y amenazar la estabilidad económica mundial”.

— Pierre-Olivier Gourinchas, economista jefe del FMI



### Máximas



“Por lo general, en países como el mío, en países del Sur Global, el hijo de un campesino pobre será otro campesino pobre. Estoy decidido a romper el ciclo de la pobreza. Estoy decidido a evitar que los hijos de los más pobres sean pobres. Tienen que gozar de igualdad de oportunidades”.

— Prabowo Subianto, presidente de Indonesia, en el Foro Económico Mundial celebrado en Davos.



“Para hacer realidad las ventajas de las monedas estables hay que contar con una interoperabilidad eficaz. Esa es la próxima frontera regulatoria”.

— Dan Katz, primer subdirector gerente del FMI, en Davos.



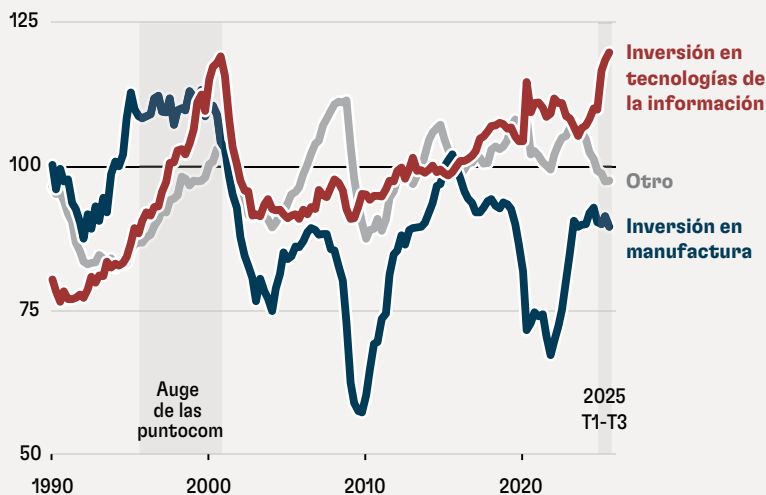
**EN EL TERRENO:** La Directora Gerente del FMI, Kristalina Georgieva, se reunió con el Presidente de Ucrania, Volodymyr Zelenskyy, y otros altos funcionarios durante una visita a Kiev en enero, en la que se examinó el apoyo del FMI y se constató la resiliencia de los habitantes tras casi cuatro años de conflicto. *Arriba, Georgieva visita un monumento conmemorativo de los soldados caídos. Foto del FMI/Julia Kochetova.*

### Las cifras



La inversión en tecnología en Estados Unidos ha retornado a máximos históricos no registrados desde 2001.

#### INVERSIÓN DE ESTADOS UNIDOS POR SECTOR COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2015:T1 = 100



FUENTES: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI. NOTA: Las inversiones en tecnologías de la información incluyen equipos y software para el tratamiento de la información. Las inversiones en el sector manufacturero incluyen estructuras para la manufactura, equipos industriales y equipos de transporte.



## Vuelta a lo esencial

# El arte de la recaudación

*Por qué recaudar ingresos es crucial para el desarrollo*

**Katherine Baer y Ruud de Mooij**



**TODOS LOS GOBIERNOS** necesitan dinero. Hay que construir carreteras, contratar profesores, abastecer hospitales, dotar de recursos a los tribunales y garantizar la seguridad pública. Estos bienes y servicios públicos son el pilar sobre el que se asienta toda economía y sociedad funcionales. Los gobiernos pueden endeudarse o aceptar asistencia externa, pero la fuente más sustentable de financiamiento es la tributación.

Pero recaudar ingresos no es un simple ejercicio técnico. Los gobiernos tienen que lograr un delicado equilibrio. Por un lado, los ingresos han de ser suficientes para financiar los servicios públicos y atender las obligaciones del gobierno. Pero por otro, si son excesivos o si están mal diseñados o administrados, los impuestos pueden asfixiar la inversión, la innovación y el crecimiento económico.

Encontrar el punto de equilibrio se ha hecho cada vez más difícil. Hoy en día, muchos países presentan elevados niveles de deuda pública y déficit fiscal, y además las necesidades de gasto siguen aumentando. Las poblaciones están envejeciendo, la pobreza no deja de ser una preocupación y los gobiernos se ven cada vez más presionados para invertir en educación, salud, infraestructura digital y resiliencia climática. Esto exige más recursos públicos, pero recaudar ingresos sin quitarle oxígeno al crecimiento es una tarea sumamente complicada.

El proceso que los países utilizan para captar recursos públicos mediante la tributación de una manera sostenible, eficiente y equitativa se conoce como *mobilización de recursos internos*. Esta es la miga del desarrollo, ya que de ello depende si los gobiernos pueden financiar sus prioridades, reducir la dependencia de la ayuda externa y responder eficazmente ante los shocks.

La movilización de ingresos es un proceso profundamente político. Las

decisiones sobre quién paga impuestos, cuánto y de qué forma son el fundamento del contrato social entre el Estado y los ciudadanos. Como a muy poca gente le gusta pagar impuestos, la reforma no solo debe ser sólida desde el punto de vista del diseño económico, sino que también debe ser gestionada con habilidad desde el punto de vista político. En definitiva, el éxito depende de la confianza; concretamente, confianza en que el sistema tributario es justo y en que el gobierno usará los ingresos de forma prudente para el bien público. Ese es el arte de la recaudación tributaria.

Según estudios, un parámetro de referencia útil para los países es que los ingresos tributarios deberían equivaler a por lo menos el 15% del PIB. Por debajo de este nivel, la eficacia del gobierno, el desarrollo financiero y el crecimiento económico se estancan. Y sin embargo hoy en día en más de 70 economías en desarrollo la recaudación aún se sitúa por debajo de ese umbral. Esto limita el desarrollo y deja a los gobiernos vulnerables a shocks económicos.

Lo bueno es que muchas economías en desarrollo tienen un potencial de recaudación no explotado. Según ciertas estimaciones, podrían recaudar entre un 4% y un 5% adicional del PIB mediante reformas bien concebidas. Países como Jamaica, Maldivas, Marruecos, Nepal, Rwanda y Uzbekistán han demostrado últimamente que es posible lograr avances significativos, incluso en contextos complicados.

### Tipos de impuestos

Con el tiempo, los países tienden a dejar atrás los impuestos restringidos y distorsionadores y a optar por impuestos más amplios y eficientes. Históricamente, los impuestos en el comercio, como los aranceles, fueron una importante fuente de ingresos para

los países en desarrollo porque eran relativamente fáciles de recaudar en las fronteras. Desde mediados del siglo XX, esos impuestos han disminuido en todo el mundo gracias a la globalización y la liberación del comercio, pero aún representan alrededor de una cuarta parte de la recaudación tributaria en muchas economías en desarrollo. Sin embargo, depender exageradamente de los aranceles puede desincentivar el comercio, elevar los precios al consumidor y frenar la integración económica.

Los sistemas tributarios modernos se basan más en los impuestos sobre el consumo, la renta y el patrimonio. El impuesto al valor agregado (IVA) se ha convertido en el engranaje principal de los sistemas de recaudación en el mundo entero, y genera más de un tercio de los ingresos tributarios totales, incluso en muchos países de ingreso bajo y mediano. El IVA es relativamente eficiente porque grava el consumo de forma general y permite a las empresas deducir los ingresos pagados sobre los insumos, lo cual reduce los efectos de cascada en las cadenas de suministro.

El IVA suele complementarse con impuestos selectivos sobre el consumo de bienes que acarrear costos sociales, como el tabaco y el alcohol, o sobre actividades nocivas para el medio ambiente, como la quema de combustibles fósiles. Estos impuestos pueden captar ingresos y también mejorar los resultados en materia de salud pública o protección ambiental.

Los impuestos sobre la renta de las empresas también revisten importancia para las economías en desarrollo, sobre todo como una forma de gravar las utilidades de las grandes sociedades y las multinacionales. No obstante, la tributación de las empresas se ha visto sometida a presiones debido a la competencia tributaria internacional y la desviación de las ganancias de las empresas hacia jurisdicciones de menores impuestos. Por estos motivos, la reforma de la tributación de las empresas se ha tornado cada vez más compleja y ha hecho evidente la necesidad de coordinación internacional.

Los impuestos sobre la renta de las personas físicas, en cambio, suelen captar relativamente pocos ingresos en las economías en desarrollo. Esto obedece a varios factores estructurales: una clase media reducida, grandes sectores informales, el trabajo



## “Hasta la mejor política tributaria fracasa si su adopción no es eficaz”.

autónomo generalizado y un limitado sector financiero formal. Aun así, es posible lograr avances. En África, por ejemplo, el impuesto sobre la renta de las personas físicas prácticamente se ha duplicado como proporción del PIB desde 2000. Reforzar estos impuestos es importante no solo para los ingresos sino también para la progresividad, ya que las personas de ingresos más altos pagan una proporción mayor de esa renta en impuestos.

Por último, los ingresos sobre la propiedad de tierras e inmuebles siguen estando muy desaprovechados en la mayoría de las economías en desarrollo. Estos impuestos son difíciles de eludir y pueden ser especialmente eficaces como herramienta de recaudación de los gobiernos locales. Sin embargo, a menudo generan resistencia política y enfrentan obstáculos administrativos, como los registros de propiedad desactualizados.

### Diseño de los impuestos

Lo que se pretende al diseñar impuestos adecuadamente es recaudar ingresos y a la vez reducir a un mínimo las distorsiones y desigualdades económicas. Un principio esencial es la neutralidad: los impuestos deberían interferir lo menos posible en las decisiones económicas sobre trabajo, ahorro, inversión y consumo. En la práctica, esto suele lograrse combinando una base imponible amplia con tasas de impuesto moderadas.

Pero la mayoría de los sistemas tributarios no se apegan a este ideal. Los gobiernos a menudo introducen exenciones, deducciones, tasas reducidas y regímenes especiales, que colectivamente se conocen como *gasto tributario*. Si bien algunas de estas disposiciones persiguen objetivos legítimos de política, su costo global suele ser elevado, y asciende hasta un 3% a 4% del PIB en muchos países (aproximadamente una cuarta parte de las recaudaciones).

No todos los gastos tributarios son perjudiciales. Los regímenes tributarios simplificados para las pequeñas empresas pueden reducir el costo asociado al incumplimiento; las desgravaciones focalizadas para los trabajadores poco cualificados pueden ayudar a fomentar el empleo. Los

problemas surgen cuando los tratos tributarios preferenciales proliferan sin ser evaluados detenidamente. Las exenciones mal diseñadas pueden crear distorsiones, socavar la equidad e incrementar la complejidad, haciendo que a los gobiernos les resulte más difícil administrar los impuestos y a los contribuyentes más fácil eludirlos.

Los exámenes periódicos y la transparencia son esenciales. Los gobiernos tienen que plantearse si cada preferencia tributaria logra su objetivo y si es la herramienta más eficaz de la que se dispone.

### De la política a la práctica

Hasta la mejor política tributaria fracasa si su adopción no es eficaz. Una administración deficiente puede erosionar los ingresos, socavar la equidad, perjudicar la inversión y debilitar la confianza en el sistema.

Muchas economías en desarrollo se enfrentan a la escasa capacidad administrativa y los grandes sectores informales, en los que las empresas y los trabajadores operan fuera del radio de acción tributario. El incumplimiento es un gran problema: por sí solos, los ingresos no percibidos por concepto de IVA cuestan a las economías en desarrollo alrededor del 3% del PIB en promedio.

Pero expandir el registro de contribuyentes indiscriminadamente no suele ser eficaz, porque muchos sujetos tributarios ganan menos de lo que permite gravarlos. Algunas estrategias más eficaces consisten en la retención de impuestos recaudados en la fuente por grandes intermediarios, como empleadores o bancos; auditorías basadas en riesgos y centradas en los contribuyentes de más alto riesgo; y la digitalización, que comprende la declaración y el pago de impuestos por medios electrónicos, la facturación en tiempo real y el análisis de datos. Los avances de la tecnología digital, como el uso de la inteligencia artificial, ofrecen poderosas herramientas para mejorar el cumplimiento y reducir los costos administrativos.

Las leyes tributarias claras y sencillas también son importantes. La complejidad y los cambios frecuentes en las leyes crean incertidumbre y oportunidades para la corrupción. Muchos países aún tienen que reforzar los puntales de la administración de impuestos, para lo cual deben invertir en personal cualificado, estructuras organizativas modernas y sólidas prácticas de gobernanza.

De las experiencias de diversos países se extraen tres enseñanzas generales.

*En primer lugar, considerar los sistemas.* El nivel, la combinación, el diseño y la administración de los impuestos están estrechamente interrelacionados. Las reformas aisladas —como introducir un nuevo impuesto sin afianzar la administración— rara vez producen resultados duraderos.

*En segundo lugar, paciencia.* Desarrollar capacidad tributaria toma tiempo. Se pueden lograr avances rápidos con medidas como la retención en la fuente o la indexación en función de la inflación, pero las mejoras sostenibles a menudo exigen años de constante esfuerzo. Los países que han salido adelante lo han hecho de forma gradual, preservando el ímpetu de reforma a lo largo de múltiples ciclos políticos. La inestabilidad política o las crisis pueden deshacer los avances.

*En tercer lugar, la cooperación internacional ayuda, pero no basta.* El intercambio de información, los tratados tributarios y los acuerdos mundiales sobre tributación de las empresas son valiosos, sobre todo en un mundo cada vez más integrado, pero no pueden reemplazar a las instituciones nacionales sólidas. Una fe excesiva en las soluciones internacionales puede hacer que se desatiendan reformas internas esenciales.

### Política y confianza

El eje de la movilización de recursos internos es la confianza. Cuando las personas consideran que los impuestos son arbitrarios o corruptos, aumenta el incumplimiento. Pero si ven que los impuestos contribuyen a una prosperidad compartida —financiamiento de escuelas, hospitales, infraestructura y protección social—, el apoyo aumenta. El fortalecimiento de esa confianza quizá sea el aspecto más difícil de la movilización de recursos internos, pero también el más importante.

La transparencia, la rendición de cuentas y la comunicación clara son cruciales. En definitiva, pagar impuestos no debería crear la sensación de que se está perdiendo patrimonio privado, sino más bien de que se está invirtiendo en un futuro compartido. Solo entonces la movilización de recursos internos podrá cumplir su cometido de ser un pilar del desarrollo sostenible. **F&D**

**KATHERINE BAER** y **RUUD DE MOOIJ** son subdirectores en el Departamento de Finanzas Públicas del FMI.

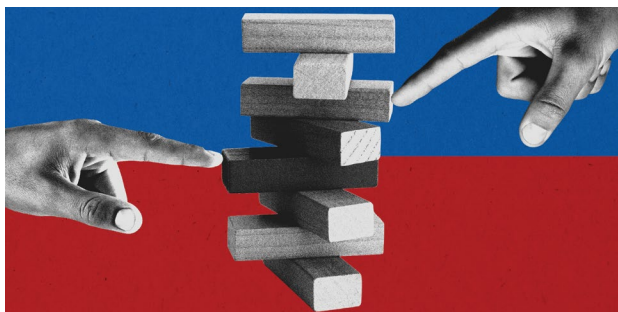
## Punto de vista

# La azarosa senda fiscal de Estados Unidos

Alan J. Auerbach



*Es más fácil explicar cómo Estados Unidos se metió en dificultades fiscales que cómo saldrá de ellas*



En 1990, la deuda soberana de Estados Unidos representaba el 43% del producto nacional bruto (PNB). La economía estaba creciendo a paso lento, la tasa de desempleo superaba el 5% y la Oficina de Presupuesto del Congreso pronosticaba que los déficits caerían del 4,0% al 1,8% del PNB en los cinco años siguientes.

Y aun así, el Presidente George H. W. Bush estaba tan preocupado por el aumento de la deuda soberana que hizo un esfuerzo por llegar a un acuerdo con el Congreso, controlado por los demócratas, para apuntalar las finanzas públicas. El presidente había prometido durante la campaña electoral que no introduciría nuevos impuestos y, por tanto, el acuerdo, que incluía subidas de impuestos y recortes en el gasto con los que se proyectaba ahorrar casi USD 500.000 millones en cinco años, planteaba un claro riesgo político. Fue derrotado en las urnas dos años después.

En julio de 2025, cuando la deuda de Estados Unidos se acercaba al 100% del PIB (la medida que ahora se prefiere para hablar del tamaño global de la economía y apenas ligeramente inferior al PNB), la tasa de desempleo se situaba apenas por encima del 4% y se proyectaba que los déficits aumentarían del 5,5% al 5,9% del PIB para 2030, el Presidente Donald J. Trump y el Congreso, controlado por los republicanos, sacaron adelante la “Ley Grande y Hermosa” (*One Big Beautiful Bill Act*), con un costo estimado de alrededor de USD 2 billones en los cinco años siguientes.

El contraste entre estos dos episodios, separados por 35 años, pone de relieve un cambio llamativo en las actitudes estadounidenses hacia la deuda pública.

Las finanzas públicas de la mayor economía del mundo se encuentran en situación precaria, con una relación deuda/PIB próxima a superar el nivel máximo histórico que alcanzó después de la Segunda Guerra Mundial. Pero ahora, a diferencia de 1946, no hay un amplio dividendo de la paz derivado de la reducción del gasto en defensa que pueda salir al rescate de las finanzas públicas. Los factores demográficos están impulsando el gasto aún más al alza, debido a la continua expansión de las prestaciones de seguridad social en la vejez, y parece haber pocas perspectivas de evitar déficits elevados y un mayor endeudamiento, incluso si la coyuntura económica se mantiene favorable.

### Shocks económicos importantes

¿Cómo llegamos a esta situación? En primer lugar, la deuda soberana se ha disparado como consecuencia de dos shocks económicos importantes: la crisis financiera mundial y la pandemia de COVID-19. Los ingresos públicos disminuyeron y el gasto aumentó automáticamente a medida que la economía se debilitaba, mientras el gobierno intentaba compensar la caída de los ingresos de los hogares mediante amplios paquetes de estímulo fiscal. Dos shocks muy considerables en poco más de una década son algo fuera de lo común. Ha pasado casi un siglo desde que Estados Unidos sufrió un shock de la envergadura de la crisis financiera mundial, durante la Gran Depresión. Pero entonces el tamaño del gobierno estadounidense era muy inferior al actual, y su capacidad para endeudarse era mucho menor.

Una segunda explicación de la ardua situación fiscal de Estados Unidos es la polarización política. Reducir los déficits no aporta beneficios tangibles a corto plazo. Los políticos no ganan popularidad pidiendo a los votantes que paguen más impuestos o que acepten recortes en las transferencias o en los servicios públicos. Igual que en 1990, la clave de la consolidación fiscal es un acuerdo bipartidista: así, ninguna de las partes puede culpar a

la otra de los resultados a corto plazo que tal vez no sean del agrado de los votantes. En efecto, esta era la filosofía que sustentó el establecimiento en 2010 de la Comisión Nacional de Responsabilidad y Reforma Fiscal, más comúnmente conocida como Comisión Simpson-Bowles, copresidida por un republicano y un demócrata.

Ahora las partes están más alejadas y es más difícil que lleguen a un acuerdo. Las subidas de impuestos que quieren los demócratas son inaceptables para los republicanos, y los demócratas se oponen con igual vehemencia a los recortes del gasto que quieren los republicanos. Aunque el panorama de las finanzas públicas es mucho peor que en 2010, cuando las autoridades acabaron por hacer caso omiso de las recomendaciones de la Comisión Simpson-Bowles, hoy no se vislumbra otra tentativa de encontrar una respuesta bipartidista al problema fiscal.

### Ausencia de daños perceptibles

Otra explicación de la pérdida de preocupación por los déficits es la ausencia de daños perceptibles. Durante mucho tiempo, las autoridades han defendido la consolidación fiscal ante los votantes con el argumento de que una mayor deuda pública hace subir las tasas de interés. Esto aumenta la carga del servicio de la deuda para el propio gobierno, pero también encarece el crédito para los hogares cuando piden un préstamo para comprar una vivienda o un vehículo. Los datos empíricos confirman que, efectivamente, un mayor endeudamiento público eleva las tasas de interés, pero hasta hace muy poco concurrían otros factores que ejercían presión a la baja sobre las tasas de manera sostenida, desafiando reiteradamente las previsiones.

En las dos décadas comprendidas entre 2001 y 2021, la relación deuda/PIB de Estados Unidos se multiplicó por más de tres; sin embargo, el servicio de la deuda, expresado como porcentaje del PIB, se redujo del 2,0% al 1,5%. La caída de las tasas de interés fue tan pronunciada que compensó con creces el fuerte incremento del endeudamiento. Los políticos de la actualidad rara vez advierten de los efectos de la deuda en las tasas de

## “Hay quien proyecta que la relación deuda/PIB de Estados Unidos casi se duplicará en los próximos tres decenios”.

interés, justo cuando el servicio de la deuda ha vuelto a aumentar con rapidez. Incluso al margen de un mayor aumento de las tasas de interés, el pronunciado incremento de la deuda ya ha causado daños económicos, en particular al acentuar el desequilibrio externo de Estados Unidos, y podría estar desplazando la inversión privada productiva a nivel interno. Pero estos costos son más sutiles y difíciles de comunicar.

Lamentablemente, es más fácil explicar cómo nos metimos en esta situación fiscal que cómo saldremos de ella. Hay quien proyecta que la relación deuda/PIB de Estados Unidos casi se duplicará en los próximos tres decenios. Esto podría poner en peligro el acceso a los mercados de capital, incluso para una economía que, tradicionalmente, se ha considerado refugio. Antes de llegar a ese punto, la capacidad del gobierno para endeudarse rápidamente hasta niveles extraordinarios, como lo hizo durante la crisis financiera mundial y la pandemia de COVID-19, está en tela de juicio. No sabemos si seguiremos contando con el espacio fiscal necesario para responder con eficacia.

### Futuros fiscales diferentes

En la novela *Fiesta*, de Ernest Hemingway, alguien le pregunta a uno de los personajes cómo había caído en la ruina. “De dos maneras —responde—. Primero poco a poco, luego de golpe”. Uno puede imaginar dos escenarios distintos en los que Estados Unidos sigue trayectorias fiscales parecidas.

En una trayectoria gradual, la deuda soberana y las tasas de interés siguen aumentando y el servicio de la deuda se lleva una porción cada vez mayor de los ingresos públicos. Esto hace que otros gastos se vayan reduciendo, y la oposición política a la reforma fiscal podría llegar a debilitarse hasta abrir paso a una solución de compromiso. Pero también podría ocurrir que el gobierno, sencillamente, se endeudara más deprisa para evitar los recortes presupuestarios.

Un impulso adicional para actuar podría provenir del inminente agotamiento de los fondos fiduciarios del Seguro Social y de Medicare, como se proyecta que ocurrirá en el próximo decenio, lo que requeriría algún tipo de medida para evitar recortes considerables en las prestaciones previstos en la legislación. La respuesta podría incluir aumentos de impuestos, recortes de prestaciones o una combinación de ambos, como ocurrió en 1983, la última vez que el agotamiento de los fondos fiduciarios se consideró inminente. No obstante, también se podría rescatar a los fondos fiduciarios simplemente contrayendo más deuda, opción que, esta vez, parece más probable, dado el giro en la coyuntura política.

A menos que se llegue a un acuerdo para actuar en los próximos años, la trayectoria actual podría dar paso a un ajuste abrupto, hasta el punto en que endeudarse resultara sencillamente demasiado caro. Ese desenlace parece lejano por ahora. El problema de la falta de sostenibilidad de la deuda afecta actualmente a muchas de las principales economías y, en este entorno, Estados Unidos podría seguir siendo, durante algún tiempo, una economía más segura, capaz de ofrecer cada vez más activos de los que buscan los inversionistas internacionales.

Estados Unidos tiene una economía sólida que ha logrado absorber reformas en los impuestos y el gasto orientadas a alcanzar la sostenibilidad fiscal. No faltan propuestas para encauzar esas reformas. Sin embargo, a corto plazo resulta difícil no anticipar un deterioro fiscal prolongado y gradual en ausencia de un realineamiento político y del restablecimiento de la posibilidad de una acción bipartidista. **F&D**

**ALAN J. AUERBACH** es profesor de la Escuela de Posgrado, profesor emérito de la cátedra Robert D. Burch de Economía y Derecho y exdirector del Centro Burch de Política Tributaria y Finanzas Públicas en la Universidad de California, Berkeley.



# La IA puede potenciar el crecimiento mundial



**Marcello Estevão**

*Pero el logro de beneficios duraderos en materia de productividad depende de cuán rápido aprendamos a calibrar, financiar y gestionar la tecnología*

La inteligencia artificial (IA) se ha transformado en el eje sobre el que gira el debate económico mundial y, cada vez más, el propio crecimiento económico. En Estados Unidos, las inversiones en el sector de la IA ahora representan una proporción importante del crecimiento del PIB y han activado una nueva demanda de servidores, centros de datos, programas informáticos e infraestructura energética. Mientras tanto, las autoridades intentan comprender lo que esto implica: ¿estamos ante una burbuja de inversión pasajera o se trata de un auge sostenido de la productividad semejante al de la revolución informática de la década de 1990?

La economía de Estados Unidos, la más grande del mundo y aún en el epicentro del ciclo económico mundial, ha entrado en una etapa de expansión a dos velocidades. Los sectores centrados en la IA avanzan a pasos agigantados, en tanto que la construcción, la manufactura y las industrias sensibles a las tasas de interés están quedando rezagadas. Según la Oficina de Análisis Económico, en el tercer trimestre de 2025 la inversión en equipos de procesamiento de información y programas informáticos aumentó un 16,5% con respecto al año anterior. De no haber sido por la IA, el crecimiento del PIB habría sido notablemente más débil.

Este patrón tiene repercusiones a nivel mundial. El crecimiento en Europa y Japón se ha estabilizado, pero sigue dependiendo de que la política monetaria sea acomodaticia. Los mercados emergentes se han beneficiado de los menores rendimientos y el debilitamiento del dólar, pero su crecimiento depende cada vez más de las inversiones relacionadas con la tecnología y de las entradas de capital. Si bien el crecimiento mundial no se ha desplomado, se observa una creciente concentración en apenas un puñado de sectores y regiones.

Lo llamativo del actual auge de la IA es la intensidad de uso del capital. El entrenamiento de los modelos grandes de lenguaje y el despliegue de sistemas generativos exigen una colosal potencia de cálculo y una enorme infraestructura física. La IA se asemeja más a la electricidad —una tecnología fundamental que exige inversiones continuas en redes, hardware y activos complementarios— que otras innovaciones recientes, como las redes sociales o el comercio digital, que se desarrollaron sobre la base de redes que ya existían. Para atender la demanda, a escala mundial los centros de datos podrían exigir un gasto de capital de USD 6,7 billones de aquí a 2030, según ciertas estimaciones.

## Quantificar lo inconmensurable

Este auge de la inversión está transformando la estructura de la economía y a la vez pone de relieve las deficiencias de los sistemas con los que medimos el capital intangible. Las cuentas nacionales fueron diseñadas para una época industrial en la que predominaban las fábricas y la maquinaria. Pero actualmente el valor reside cada vez más en los datos, los algoritmos, los modelos patentados y la infraestructura de la nube.

Las estadísticas oficiales registran parte de este cambio —por ejemplo, los aspectos relacionados con el software y la investigación y el desarrollo—, pero dejan de lado muchos de los factores que impulsan la productividad. Los costos de entrenar los grandes modelos, de

refinar los conjuntos de datos y de crear nuevas aplicaciones a menudo se contabilizan como gasto en lugar de capitalizarse. Incluso los semiconductores, un componente central del ecosistema de la IA, se consideran como bienes intermedios, no como activos que incorporan propiedad intelectual.

Como resultado, en los datos del PIB se sobrestima la contribución inmediata de la IA (al contabilizar los enormes desembolsos de capital) y a la vez se subestiman sus repercusiones económicas más amplias (al pasar por alto los efectos secundarios en la productividad). Se trata de la misma paradoja estadística que disimuló los aumentos de productividad iniciales de la revolución informática. Cuando las mediciones no van al paso con la realidad, las autoridades corren el riesgo de malinterpretar los fenómenos económicos: o bien endurecen demasiado sus políticas porque la supuesta capacidad ociosa parece reducida, o bien las flexibilizan prematuramente en respuesta a una inflación que parecería obedecer a la demanda, pero que en realidad podría estar reflejando un cambio estructural.

Por ejemplo, actualmente la Reserva Federal se enfrenta a un contexto de políticas más complejo. Si el aumento del producto potencial a raíz de la adopción de la IA es gradual, quizá la economía no sea tan pujante como sugieren los datos generales. Por otro lado, la escalada de consumo de electricidad y los cuellos de botella en la infraestructura podrían establecer un nuevo piso inflacionario. Interpretar mal cualquiera de las dos situaciones podría suscitar errores de política en ambos sentidos.

## Nuevas geografías

El auge de la IA también está reconfigurando los patrones del comercio y de los flujos de capital. El notable aumento de las importaciones y exportaciones de computadoras, servidores y semiconductores apunta a una relocalización de las cadenas de suministro a escala mundial. Las tareas de fabricación y ensamblaje se están desplazando hacia el sudeste asiático, hacia India y hacia centros especializados en Estados Unidos, como Texas y la costa del Golfo.

Esta nueva regionalización no es desglobalización; se trata de una

## “A escala mundial los centros de datos podrían exigir un gasto de capital de USD 6,7 billones de aquí a 2030”.

nueva geografía de interdependencias. Estados Unidos y China siguen siendo los protagonistas, en tanto que Europa se está esforzando por recuperar terreno aplicando políticas industriales e incentivando la inversión. En el caso de muchos mercados emergentes, la demanda de IA ya se está traduciendo en un aumento de las exportaciones y de la inversión extranjera directa —en particular en los sectores de la energía y la fabricación de componentes—, pero también en una mayor vulnerabilidad a los shocks tecnológicos y geopolíticos.

Con cada vez mayor frecuencia los flujos de capital siguen el mapa de la infraestructura de IA. Los mercados de acciones han recompensado a los hiperescaladores —el puñado de empresas que están construyendo y financiando los cimientos de los recursos computacionales mundiales— con valoraciones y flujos de caja que no se ven desde la época de las puntocom. Como resultado, un pequeño grupo de gigantes tecnológicos ahora representa una parte desproporcionada del gasto de capital y de las expectativas de productividad relacionadas con la IA a nivel mundial.

Las investigaciones del Instituto de Finanzas Internacionales distinguen entre la participación digital (el uso de herramientas digitales importadas) y la profundidad digital (la capacidad de producir y exportar bienes y servicios digitales e incorporarlos a las cadenas de valor nacionales). Los mercados emergentes con profundidad digital —China, India, Corea y un pequeño grupo de centros especializados— están atrayendo flujos más estables de inversión extranjera directa vinculados con la producción en la era de la IA. Sus perfiles de exportación reflejan una creciente participación de servicios de tecnología de la información y las comunicaciones, de regalías y de contenido digital. Otros son principalmente consumidores de tecnologías importadas y, por lo tanto, dependen en mayor medida de flujos de inversión de cartera volátiles que obedecen a los ciclos de liquidez mundial.

A medida que la IA pase a desempeñar un papel central en la actividad económica, la profundidad

digital podría influir en la dinámica de los flujos de capital en una medida comparable a la credibilidad fiscal o a los regímenes cambiarios, un canal subestimado que las autoridades mundiales deberán vigilar de cerca.

La escala de la potencia de cálculo necesaria para el entrenamiento y la inferencia de la IA ha transformado a la generación de electricidad y la capacidad de las redes eléctricas en variables macroeconómicas clave.

Las implicaciones macroeconómicas son profundas. Los cuellos de botella en la oferta energética podrían demorar la difusión de la IA, anclar la inflación subyacente en un nivel más alto y generar episodios de sobrecalentamiento localizado, incluso si persiste la debilidad en otros sectores. La inversión en las redes se está transformando en una restricción fundamental por el lado de la oferta que difumina la frontera entre la política industrial y la macroeconómica.

### ¿Difusión o concentración?

La pregunta fundamental es si el auge de la IA dará paso a un aumento generalizado de la productividad o si se limitará a un grupo restringido de empresas y sectores. La historia apunta a que los réditos de las tecnologías de uso general se observan solo después de varios años de inversiones complementarias, sea en desarrollo de competencias, en prácticas de gestión o en adaptación institucional. Debieron pasar décadas para que la difusión de la electricidad y la tecnología de la información llegaran a un grado tal que permitiera aumentar la productividad agregada.

Si la adopción de la IA sigue estando concentrada en los hiperescaladores y los proveedores de servicios especializados, los rendimientos podrían estancarse rápidamente y dejar a la economía expuesta una vez que el ciclo de inversión llegue a su nivel máximo. Por otro lado, si varias industrias adoptan aplicaciones de IA, la posibilidad de lograr aumentos sostenidos del producto potencial se transforma en una realidad. Las encuestas de empresas indican que la difusión está en marcha, pero con

disparidades. Aunque son muchas las empresas que están experimentando con la IA, solo un puñado está adoptando la tecnología a escala.

El riesgo es que la difusión se vea frenada por las deficiencias de infraestructura y la obsolescencia de las estadísticas. El desfase entre la rapidez de la evolución tecnológica y la lentitud con que se adaptan las políticas podría hacer que los próximos años sean inusualmente volátiles. El crecimiento podría oscilar entre rachas de inversión y pausas para introducir ajustes a medida que las autoridades procuran interpretar el significado de las cifras.

### Detrás de las cifras

El auge de la IA se está dando en un contexto de incertidumbre a nivel mundial. Las guerras arancelarias, las restricciones a la inmigración y los desequilibrios fiscales han fragmentado más la economía mundial y la han hecho menos previsible. Con este telón de fondo, la IA descuello no solo como una innovación tecnológica sino como un factor de estabilidad macroeconómica, una de las pocas fuentes genuinas de aumento de la demanda y del optimismo.

Con todo, el sector no podrá llevar indefinidamente sobre sus hombros el peso de la economía mundial. En Estados Unidos la expansión sigue siendo intensiva en capital y con escasa creación de empleo. Europa corre el riesgo de quedar rezagada si no moderniza sus políticas industriales y digitales. Los mercados emergentes deben conjugar el sentido de oportunidad con la prudencia y asegurarse de que la energía a bajo costo o una reglamentación favorable no vayan en desmedro de la competitividad a largo plazo.

Las autoridades y los estadísticos deben reaccionar con mayor rapidez. Los marcos de medición deben evolucionar a fin de captar el capital intangible; las herramientas fiscales y monetarias deben tener en cuenta las divergencias sectoriales y las nuevas restricciones de la oferta, y el marco de cooperación internacional debe velar por que los beneficios de la difusión de la IA no se limiten a unas pocas economías. **F&D**

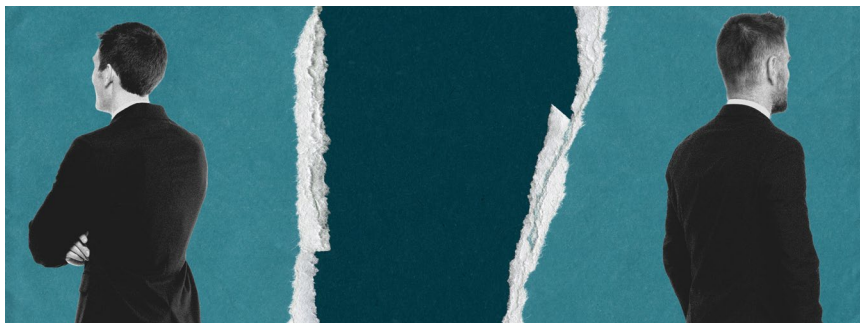
**MARCELLO ESTEVÃO** es director gerente y economista jefe en el Instituto de Finanzas Internacionales y docente en la Universidad de Georgetown.

# Mundos aparte

**Alan S. Blinder**



*Existen formas de reducir la brecha entre la economía y la política*



La constante disonancia entre una sólida economía y los buenos instintos políticos frustra a los economistas que osan adentrarse en el mundo de la política, y eso no es todo, ya que a menudo complica la adopción de mejores políticas. La brecha es abismal y no podrá salvarse por completo. Sin embargo, con mucho esfuerzo y un mínimo de buena voluntad, tal vez podamos reducirla.

Empecemos por desmontar un mito. Mucha gente cree que los economistas tienen una gran influencia en las políticas públicas, quizá porque a menudo se recurre a ellos para que corroboren o refuten políticas, quizá porque tenemos un Consejo de Asesores Económicos en la Casa Blanca, o quizá porque los bancos centrales más influyentes están dominados por el pensamiento económico. En realidad, no es así.

En un libro publicado hace siete años sostengo que la formulación de políticas económicas a menudo obedece a la teoría del poste de luz: los políticos utilizan la economía de la misma manera que una persona ebria utiliza un poste de luz, para apoyarse, no para ver mejor. Los economistas y los políticos —y con esto no me refiero solo a la clase política, sino también al séquito de asesores y expertos en comunicación que los rodean— provienen de planetas diferentes. Hablan idiomas diferentes. Definen el éxito de manera diferente. Tienen horizontes temporales completamente diferentes. Emplean incluso lógicas diferentes.

## Lógica política

Solía pensar que el concepto de “lógica política” era un oxímoron. Muchos economistas siguen pensándolo. No obstante, he aprendido que existe una lógica en la política que ilustraré con un ejemplo aritmético trivial y sencillo.

Imaginemos una desgravación fiscal que supondría un beneficio de USD 1 millón para cada una de las personas de un grupo de 10, pero que costaría USD 1 a 20 millones de personas. La lógica económica claramente califica esta medida como una mala política. Para llevarla a cabo, tendría que existir alguna razón convincente ajena a la economía.

Sin embargo, la lógica política es diferente. Los 20 millones de personas apenas notarán que pierden USD 1 cada una. Por el contrario, los beneficiarios de los USD 10 millones no solo se sorprenderán con esta repentina generosidad, sino que estarán agradecidos a los políticos que la concedieron. Para los políticos, las ganancias en

términos de apoyo, contribuciones a la campaña y demás dádivas eclipsarán cualquier pérdida política. Solo el más honesto de los políticos se resistiría a una concesión semejante.

Esto explica por qué a los economistas les parecen erróneas tantas decisiones de política, no solo en materia fiscal, sino también comercial, regulatoria, antimonopólica, y otras. Tampoco serviría de mucho que la clase política entendiera mejor la economía. La lógica económica y la lógica política suelen apuntar en direcciones opuestas, y los políticos se inclinarán por la segunda.

## Una sugerencia para la clase política

¿Podemos al menos cerrar el abismo entre los dos mundos? ¿Podemos lograr que los políticos den un poco más de importancia a los méritos económicos? ¿Podemos conseguir que los economistas mejoren un poco su visión del mundo político? Creo, o espero, que sí. No soy ingenuo: soy consciente de que los economistas deben asumir la mayor parte del cambio. Por lo tanto, sugeriré un cambio para los políticos y dos para los economistas.

El mundo de la política a menudo se circunscribe a las próximas elecciones, pero hay una verdad incluso peor: a los asesores expertos suele solamente interesarles la siguiente encuesta de opinión, o incluso el siguiente tuit. Su horizonte temporal como mucho se extiende hasta el informativo de la tarde.

No obstante, lograr que la clase política piense a más largo plazo quizá no sea una idea descabellada. Al fin y al cabo, los políticos saben adaptarse. Si se les puede convencer de que sus prácticas vigentes son contraproducentes, es posible que cambien su forma de actuar, no por un repentino arrebato de idealismo, sino porque quieren ganar las elecciones.

Por suerte, el mandato de cuatro años de un presidente de Estados Unidos es lo suficientemente largo como para que se noten los principales efectos de la mayoría de las políticas económicas. Por lo tanto, es probable que la promulgación de políticas económicas sensatas, por ejemplo, durante el primer o segundo año del mandato presidencial, dé sus frutos



antes de las siguientes elecciones. Dentro de ese plazo, el concepto de buena economía y buena política pueden coincidir.

Desde luego, esta feliz coincidencia temporal se va reduciendo a medida que avanza el mandato presidencial. Sin embargo, es entonces cuando el peculiar calendario electoral estadounidense entra en juego. Al llegar al decimotercero mes de una nueva presidencia, la atención vira hacia las elecciones legislativas de mitad de mandato. Una derrota a esta altura suele dejar sin piso las iniciativas importantes que el oficialismo envía al Congreso. Lo que ocurre, en cambio, es que las mentes tomadas por la política dejan de interesarse por las políticas y se enfocan a las siguientes elecciones presidenciales. Todo esto permite observar que la fase de un nuevo mandato presidencial en la que se presta atención a las políticas rara vez supera los 12-18 meses. Durante ese breve período, los horizontes temporales económicos y políticos probablemente encajen relativamente bien.

## Y dos para los economistas

¿Qué pasa con esa minoría de economistas que desean adentrarse en la política? Tengo dos sugerencias. Ambas van en contra de la corriente. Y *no* son lo que enseñamos en los estudios de posgrado.

La primera se refiere, una vez más, a los horizontes temporales. Los horizontes temporales políticos son demasiado cortos para aplicar una política económica sensata, pero también es cierto que los horizontes temporales de los economistas suelen ser demasiado largos para la política.

Los economistas suelen centrarse en los efectos de “equilibrio” o “estado estable” de un cambio de políticas. ¿Qué sucederá *a la larga* después de que los hogares y las empresas se adapten a un cambio en el código tributario o a un acuerdo comercial? Esas preguntas son importantes y pertinentes para la formulación de políticas, pero son casi irrelevantes en el ámbito político porque las personas no viven en estados de equilibrio. Pasamos la mayor parte de nuestra vida de una *transición* a otra.

# “Los economistas deberían prestar más atención a la equidad en lugar de centrarse casi exclusivamente en la eficiencia”.

Los economistas suelen considerar a los “costos de transición” como detalles pasajeros. Y no deberían.

Los acuerdos comerciales son un buen ejemplo. Salvo algunas excepciones, la teoría comercial compara un equilibrio de pleno empleo en estado estable con otro. David Ricardo nos enseñó hace más de 200 años que el equilibrio del libre comercio es mejor para la sociedad en su conjunto (aunque no necesariamente mejor para cada individuo) que el equilibrio con proteccionismo. Tenía razón, por lo que casi todos los economistas son, en el fondo, partidarios del libre comercio.

Sin embargo, la adaptación al equilibrio superior del libre comercio puede ser larga y difícil, y conllevar la pérdida de puestos de trabajo, la reducción de los ingresos de algunas personas, la destrucción de comunidades y demás. Los economistas son conscientes de todo esto, pero no le prestan la atención suficiente. Por el contrario, en el mundo real de los políticos los costos de transición son omnipresentes. Es posible que no permanezcan en el cargo el tiempo suficiente para disfrutar de los beneficios del equilibrio.

Por lo tanto, ¿deberían los economistas abrazar el proteccionismo y el estancamiento que lo acompaña? Todo lo contrario. El ejemplo del comercio me sirve para argumentar una idea general: los economistas deberían dedicar mucho más tiempo y esfuerzo a reflexionar sobre los costos de transición, que pueden ser considerables, y cómo mitigarlos, y pensar más en qué es lo que ocurre antes de que se produzcan los tan elogiados efectos del estado estable.

Mi segunda sugerencia es que los economistas deberían prestar más atención a la equidad en lugar de centrarse casi exclusivamente en la eficiencia. En política, la percepción de la equidad casi siempre prevalece

sobre la eficiencia. Los políticos lo entienden, y es una de las razones por las que la política económica suele ser tan notoriamente ineficiente.

Al decir esto me arriesgo a perder mi licencia de economista. Al fin y al cabo, veneramos la eficiencia por una buena razón: una política económica más eficiente implica más economía para todos. Es lo más parecido a un beneficio gratuito. Por lo tanto, no recomiendo abandonar la eficiencia como principio rector, sino solo que moderemos nuestro culto a la eficiencia y tengamos más respeto por la viabilidad política, que a menudo depende de la percepción de equidad.

Pensemos en los debates sobre el código tributario, que son un tema recurrente en las legislaturas de todo el mundo. La maravillosa teoría de los economistas sobre la fiscalidad óptima se basa en la máxima eficiencia, pero esa teoría no tiene ningún peso en los debates legislativos. Por el contrario, los debates se centran principalmente en cuestiones de equidad, y el resultado es el caos fiscal que padecemos.

## Poco a poco

He aquí mi consejo para los economistas interesados en una formulación de políticas real y no conceptual. No se olviden de la eficiencia. Es importante. En eso tenemos razón. Pero quizá tengamos que conformarnos con avanzar muy de a poco, al margen de los grandes titulares políticos, para reducir la ineficiencia de los pormenores de un paquete de políticas complejo. Llamémoslo la teoría de la tercera o cuarta mejor opción. Quizás tengamos que conformarnos con eso. **F&D**

**ALAN S. BLINDER** es profesor de Economía en la Universidad de Princeton y exvicepresidente de la Reserva Federal. Este artículo está basado en un discurso pronunciado ante la Academia Americana de Ciencia Política y Social.

# EN LA CARRERA POR FORMAR TRABAJADORES PREPARADOS PARA LA IA

*En la era de la IA, el éxito no depende solo de la tecnología: los países necesitan trabajadores que sepan usarla*

## A MEDIDA QUE LA IA TRANSFORMA EL MUNDO DEL TRABAJO,

los países no solo compiten para construir centros de datos y mejores algoritmos, sino también para establecer mercados laborales más inteligentes. La demanda de competencias digitales nuevas se está acelerando: 1 de cada 10 ofertas de trabajo en las economías avanzadas, y 1 de cada 20 en los mercados emergentes, exige al menos una competencia nueva. Y los empleadores no escatiman a la hora de pagar por ellas: en Estados Unidos y el Reino Unido, las ofertas de empleos que requieren competencias nuevas ofrecen primas salariales de alrededor de un 3%, y hasta de un 15% en el caso de los empleos que exigen más de una capacidad nueva. Ese nivel de remuneraciones subraya la importancia de anticiparse a la evolución de las competencias.

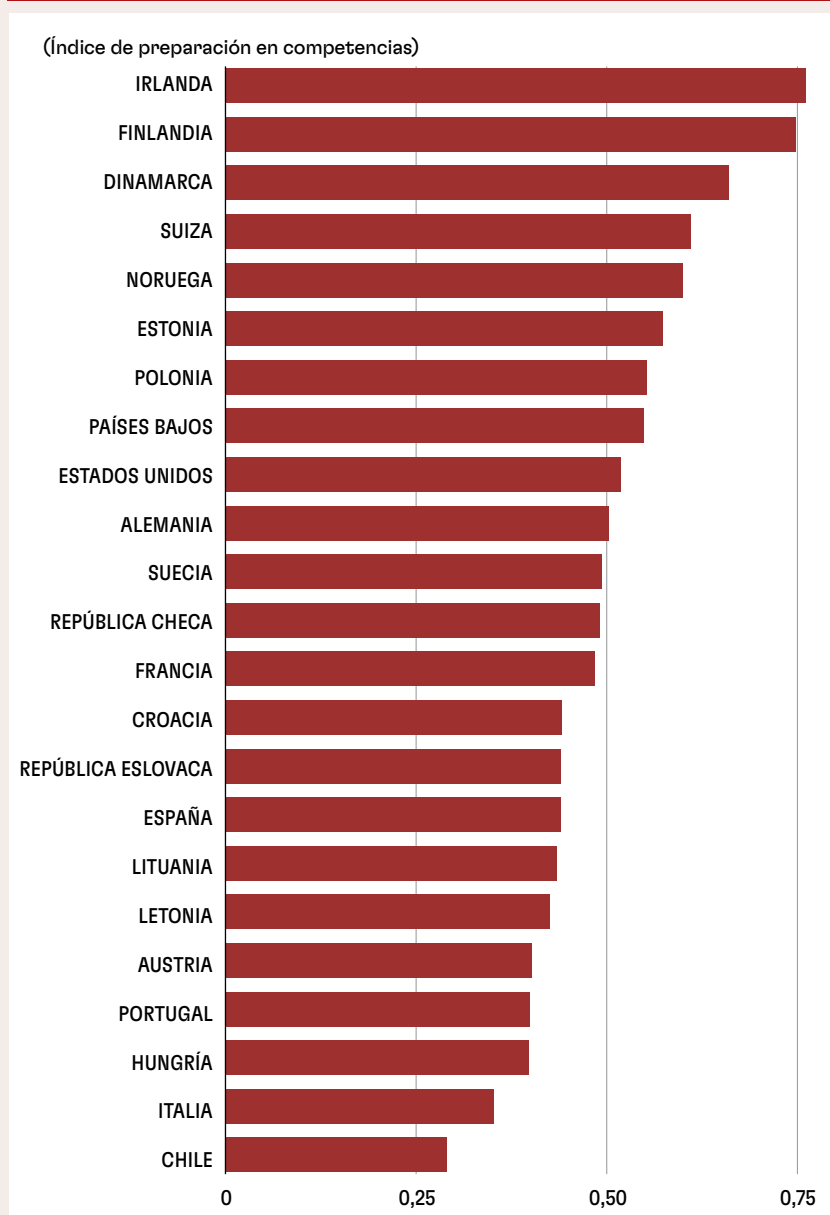
Pero algunos países están mejor preparados que otros. El índice de preparación en competencias del FMI revela qué economías están mejor posicionadas para el futuro. De los 23 países con datos disponibles, van a la cabeza Irlanda, Finlandia y Dinamarca, ya que combinan una elevada proporción de graduados en disciplinas tecnológicas con sólidos conocimientos digitales y programas de reciclaje profesional para adultos. El reto ahora radica no solo en producir talento, sino en absorberlo. Estos países deben fomentar la innovación y ampliar la creación de trabajos altamente calificados para que sus inversiones en educación se traduzcan en mayores oportunidades.

Para otros, el desafío viene del lado opuesto. En países como Suecia y los Países Bajos se observa una demanda sostenida de nuevas competencias que la carencia de trabajadores capacitados no logra satisfacer. Las políticas deben centrarse en apuntalar los canales de formación de talento ampliando la oferta educativa y los programas de reconversión laboral.

En última instancia, los países que doten a sus trabajadores con nuevas competencias y propicien las condiciones necesarias para que las empresas puedan absorberlos estarán mejor preparados para prosperar en la economía de la IA. **F&D**

## Listos para competir

Europa septentrional es líder en la preparación de trabajadores con competencias emergentes.



FUENTES: Lightcast, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Organización Internacional del Trabajo (OIT) y cálculos del personal técnico del FMI.

NOTA: El índice refleja la capacidad de los países para formar y equipar trabajadores con nuevas competencias.

*Este artículo se basa en el documento de análisis del personal técnico del FMI titulado Bridging Skill Gaps for the Future: New Jobs Creation in the AI Age (enero de 2026).*

## Niveles de preparación

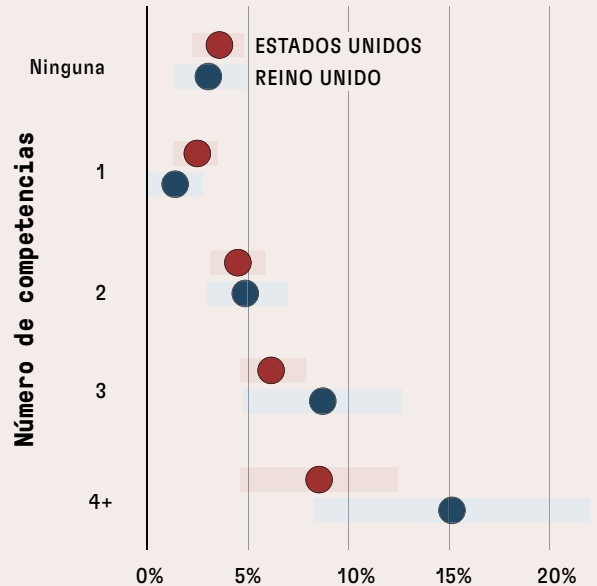
El diagrama de dispersión muestra que muchos países de Europa septentrional y occidental combinan una fuerte demanda de nuevas competencias con una sólida oferta de graduados con formación en campos emergentes, lo que los sitúa en el cuadrante superior derecho del gráfico.

Estos países son los que están en mejores condiciones para competir en una economía impulsada por la IA.

El sombreado rosado y blanco denota el equilibrio entre la oferta y la demanda, con Estados Unidos como punto de referencia. Este equilibrio destaca prioridades distintas en materia de políticas: algunos países tienen que absorber un excedente de talento (blanco); otros deben ampliar las actividades de capacitación (rosado).

En el gráfico de la derecha, los datos sobre salarios en Estados Unidos y el Reino Unido muestran que la remuneración para empleos que requieren nuevas competencias puede ser hasta un 15% mayor.

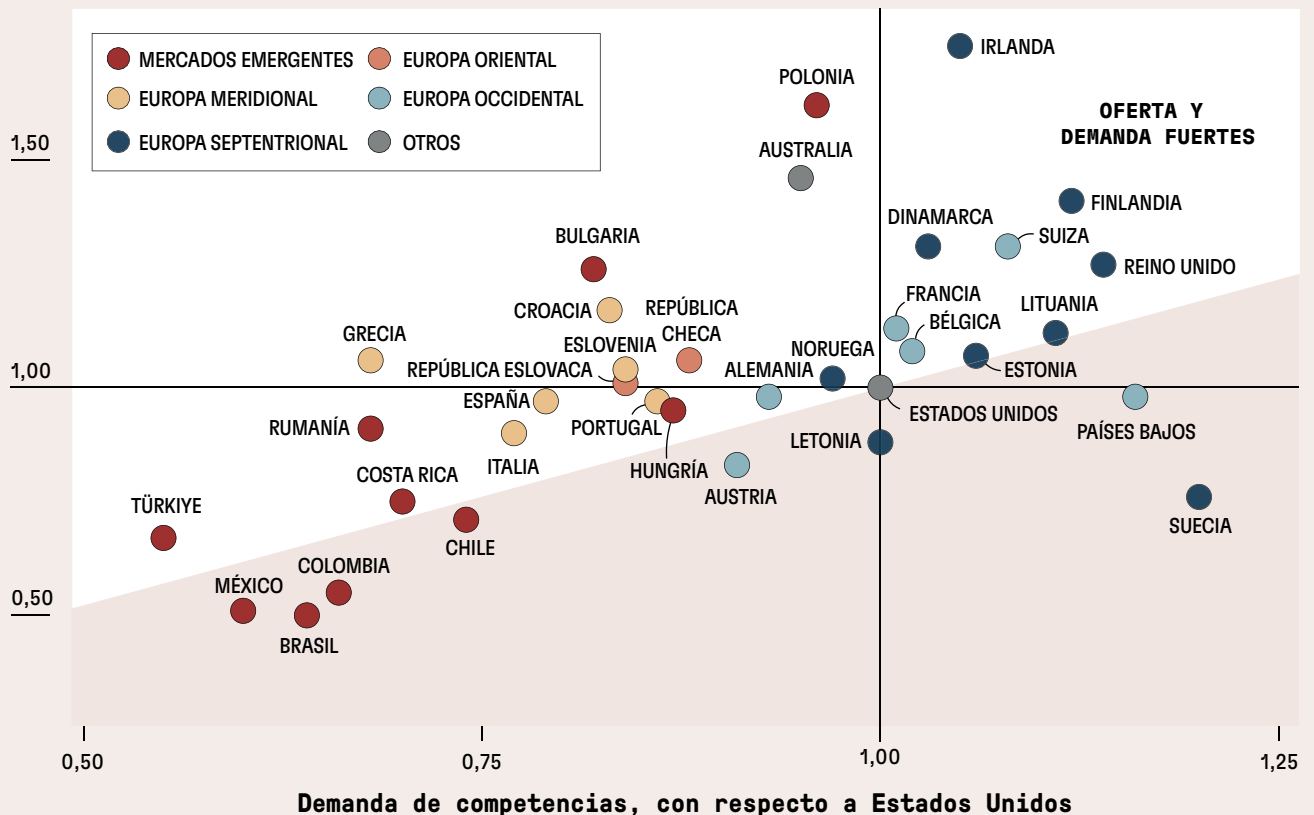
### Efecto en los salarios



## Oferta y demanda de nuevas competencias

□ MAYOR OFERTA DE COMPETENCIAS CON RESPECTO A LA DEMANDA □ MAYOR DEMANDA DE COMPETENCIAS CON RESPECTO A LA OFERTA

### Proporción de graduados con nuevas competencias, con respecto a Estados Unidos



FUENTES: Lightcast, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Organización Internacional del Trabajo (OIT) y cálculos del personal técnico del FMI.  
 NOTA: Los datos sobre salarios reflejan las regresiones de 2020-24 de anuncios de vacantes. El sombreado denota intervalos de confianza del 95%. El gráfico de dispersión compara la proporción proyectada de vacantes que requieren nuevas competencias (demanda proyectada) con la proporción de graduados formados en nuevas competencias (oferta proyectada), con Estados Unidos como punto de referencia. No figura en el gráfico: Luxemburgo (1,51; 0,32).



# DEUDA ELEVADA, DISYUNTIVA ESPINOSA





---

La deuda pública y las tasas de interés en alza están poniendo a prueba las finanzas y forzando decisiones difíciles

**Era Dabla-Norris y Rodrigo Valdes**



La política fiscal plantea incesantes dilemas: qué prioridades se financian, quién se beneficia de una menor carga impositiva y bajo qué condiciones. Hasta hace poco, los gobiernos no tenían que decidir de inmediato porque podían negociar préstamos favorables. Pero las cosas han cambiado: la deuda es más cara y acumula volúmenes históricos, al tiempo que crece la demanda de fondos públicos cada vez más escasos. Las sociedades pueden lograr conciliar estas prioridades contrapuestas únicamente con algo que suele pasar inadvertido y que no abunda: la confianza ciudadana.

Ya antes de la pandemia de COVID-19, la deuda pública no dejaba de aumentar. En muchas democracias, las plataformas políticas se inclinaron por engrosar el gasto y el déficit, aplazando la reforma estructural (Cao, Dabla-Norris y Di Grigorio, 2024). El crecimiento económico moderado, el costo sanitario asociado al creciente envejecimiento de la población y la renuencia a subir los impuestos no hicieron más que empeorar la situación. Las decisiones difíciles se postergaron y la deuda siguió creciendo, apuntalada por las tasas de interés inusualmente bajas de las dos últimas décadas.

En 2020, ante el peor colapso económico desde la Gran Depresión, los gobiernos comenzaron a endeudarse con holgura. La deuda de las economías avanzadas saltó decenas de puntos porcentuales del PIB; en algunas, a más del 120% (gráfico 1). Aunque con más cautela, los países de mercados emergentes y de ingreso bajo siguieron la misma pauta. Esa reacción evitó un desenlace más catastrófico. Pero aunque su nivel en muchos casos se estabilizó, la deuda ya no es barata.

Hoy en día, las autoridades están viviendo la versión fiscal de un COVID persistente: tasas de interés más altas y deuda cada vez más costosa. La deuda pública mundial trepó al 93,9% del PIB en 2025 y va camino de superar el 100% para 2028, niveles nunca vistos en tiempos de paz y que representan un punto de inflexión para la política económica y la política en general. Entre tanto, hay fuerzas estructurales a largo plazo — el envejecimiento de la población, el cambio climático, las crecientes demandas sociales y, en los países de ingreso bajo, la disminución de los flujos de ayuda y el costo siempre elevado del endeudamiento— que siguen presionando los presupuestos, al tiempo que las incipientes tensiones geopolíticas obligan a invertir en defensa y política industrial.

### La carga de la deuda

La era de las tasas de interés ultrabajas ha finalizado, pero las tendencias del crecimiento económico no han cambiado mucho. En poco tiempo, el costo del endeudamiento se duplicó o triplicó. Los intereses son una partida más pesada dentro del presupuesto

y desplazan otras prioridades. En Estados Unidos, por ejemplo, los pagos netos por intereses pasaron de alrededor del 2% del PIB antes de la pandemia al 4,2% en 2025 —superando el gasto en defensa— y presuntamente seguirán aumentando. En los países de ingreso bajo, los intereses consumen en promedio el 21% de la recaudación.

Una deuda abultada resta margen de maniobra para afrontar crisis, trastorna la economía general al encarecer el capital, complica la política monetaria y genera represión financiera. A la vez, puede hacer peligrar la estabilidad financiera, sobre todo en los mercados emergentes, si las tasas de rendimiento suben cuando los inversionistas comienzan a dudar de la capacidad del gobierno para cumplir con sus obligaciones. La desmejora de las condiciones de financiamiento puede provocar ajustes más drásticos y repentinos; en palabras del economista Rudi Dornbusch, las crisis tardan mucho más en llegar de lo que uno cree y luego ocurren más rápido de lo que uno se imagina. A niveles elevados, la deuda también desvía recursos de la renta nacional hacia los acreedores en detrimento de otras necesidades.

En un mundo con poca deuda y bajas tasas de interés, los gobiernos podían eludir decisiones difíciles financiándose con más préstamos, confiados en que el crecimiento económico aumentaría la recaudación para atender el servicio de la deuda y, con el tiempo, amortizarla. Ese mundo ya no existe. Cada centavo de la deuda pública que no está compensado por la recaudación encierra un futuro con más impuestos o menos gastos, aunque más no sea para saldar los intereses de la nueva deuda. Pasado cierto nivel de deuda, surgen decisiones penosas, ya sea en forma de austeridad, inflación, represión financiera e incluso cesación de pagos. El dilema es insoslayable: ante un espacio fiscal limitado, ¿cuáles serán los sacrificios y en quién recaerán?

### Dificultad fiscal

El tamaño del gobierno representa una encrucijada clásica. Gracias a la mejora de los niveles de vida, los ciudadanos esperan contar con redes de protección social fiables, atención de la salud y educación asequibles, una inversión pública sólida y protección contra riesgos cada vez más variados, incluidos los fenómenos meteorológicos extremos y las pandemias. Después de la Segunda Guerra Mundial, las economías avanzadas ampliaron considerablemente el Estado de bienestar; muchas volvieron a hacerlo tras la crisis financiera internacional de 2008 y en respuesta a la pandemia de COVID-19. Las economías de mercados emergentes afrontan fuertes presiones para reforzar las redes de protección aún limitadas, ya que la ciudadanía exige crecimiento con equidad. El problema es que el deseo de prestaciones suele superar la voluntad social de recaudación, y los recortes de impuestos no siempre van seguidos



de una moderación del gasto. Los gobiernos no pueden ofrecer prestaciones al estilo de los países nórdicos sin reproducir su tributación; incluso con ese nivel de impuestos, el envejecimiento de la población y otros factores de presión desafían la aritmética.

A la hora de equilibrar la credibilidad y la flexibilidad, aflora otro dilema. Los gobiernos necesitan espacio para poder responder a los shocks, pero también deben asegurarles a los mercados y a los ciudadanos que mantendrán la deuda bajo control. Abalanzarse a recortar el gasto y subir los impuestos o atarse a reglas fiscales inflexibles, como un tope de deuda demasiado restrictivo, pueden profundizar una recesión; además, ignorar el déficit puede suscitar una reacción negativa del mercado, como ocurrió durante la crisis de deuda de la zona del euro. El quid de la cuestión es comprometerse firmemente con la sostenibilidad sin paralizar con rigideces la formulación de políticas. Eso requiere anclas fiscales creíbles a mediano plazo con salvedades para shocks atípicos; planes transparentes que prioricen la inversión sin abandonar a los grupos más vulnerables, y marcos institucionales que promuevan la confianza sin inmovilizar al gobierno frente a una desaceleración grave. Lograr el equilibrio adecuado jamás ha sido tan importante ni tan difícil.

Un tercer dilema es si conviene invertir ahora o conservar recursos necesarios para factores apremiantes como la seguridad nacional, los shocks, la transición climática, la inclusión social y el desarrollo: por cada dólar que se gasta hoy, queda menos protección ante la próxima crisis, y en un mundo de crisis frecuentes, la disyuntiva es complicada. Los países que agotan la capacidad de endeudamiento cuando todo anda bien quedan gravemente expuestos en la próxima recesión o catástrofe. No se trata de planificar con optimismo inefable, sino de preparar estrategias fiscales que funcionen cuando posiblemente ya esté acechando otra crisis.

Hoy, cada decisión presupuestaria beneficiará o perjudicará explícitamente a alguien en un momento determinado, y resulta más complicada en términos de la economía política. ¿Quién o qué recibe prioridad? ¿Cuánta recaudación se le destina, privando a otros programas? Son preguntas que ya no es posible camuflar con deuda nueva, y darles, como corresponde, una respuesta clara resulta más que difícil.

### **Cuestiones intergeneracionales**

Una deuda pública abultada no es solamente un problema macroeconómico; es también una cuestión de equidad intergeneracional. Como bien dijo Edmund Burke, la sociedad es un pacto entre los que viven, los que ya no viven y los que están por nacer. Gracias a la deuda, es posible financiar proyectos que promueven el crecimiento, amortiguar un golpe o distribuir mejor los gastos a

**“Los países que agotan la capacidad de endeudamiento cuando todo anda bien quedan gravemente expuestos en la próxima recesión o catástrofe”.**

lo largo del tiempo, pero un déficit persistente está financiado con deuda endosada a los trabajadores y los contribuyentes del mañana. Cuando la deuda es grande y las tasas de interés suben, se canalizan más recursos públicos hacia los tenedores de bonos que hacia los bienes públicos, una transferencia que continúa mientras la deuda existe y que se intensifica si la deuda crece.

El perfil demográfico añade dos complicaciones. A medida que la sociedad envejece, el costo de las pensiones y de la atención médica comienza a crecer más rápido que la recaudación. Y cuando las tasas de natalidad se desploman, ese costo recae en una fuerza laboral cada vez más pequeña. Las economías avanzadas tienen hoy unos tres trabajadores por cada jubilado, a diferencia de los cuatro que había aproximadamente en 2000, y para 2050 tendrán dos (OCDE, 2025). Además, muchas obligaciones en materia de pensiones y salud siguen fuera del balance del Estado y, a medida que la población avanza en años, estos pasivos implícitos afloran en los presupuestos, a menudo con efectos desestabilizadores. Esto plantea alternativas poco gratas: subir los impuestos, recortar las prestaciones o cruzarse de brazos y tomar más deuda.

Cuanto más se posponen las decisiones difíciles, más abrupto y oneroso es el ajuste cuando los acreedores o la realidad fiscal finalmente obligan a actuar; lo que es peor, hay menos gente para pagar la cuenta. Entre tanto, las transferencias, otros gastos corrientes y el servicio de la deuda pueden desplazar la inversión en educación, tecnología e infraestructura, quitándole prosperidad a la próxima generación. La economía política ahonda el problema. El electorado general se resiste a los recortes de prestaciones percibidas o prometidas, y la tercera edad puede ser un bloque especialmente poderoso en las urnas.

Los políticos prefieren evitar medidas impopulares como el aumento de la edad de jubilación, el recorte de las prestaciones o la ampliación de la base impositiva, y por eso optan por más deuda. Este sesgo hacia el presente plantea importantes cuestiones de equidad. Los jóvenes ven cómo se acumula la deuda y sospechan que al jubilarse les tocará pagar más impuestos a cambio de menos servicios públicos. La confianza y el contrato social entre generaciones se desgastan. Por su parte, cuando ven que el ajuste fiscal se pospone

indefinidamente, los mercados financieros exigen primas por riesgo más altas o se repliegan.

Ahora bien, el endeudamiento no es intrínsecamente malo para los jóvenes. La deuda puede ayudar a construir un futuro mejor si alimenta el crecimiento o evita recesiones profundas. Las inversiones en infraestructura, educación y resiliencia climática financiadas con deuda pueden beneficiar a la sociedad del futuro. Lo preocupante es que un nivel excesivo de deuda nueva financie el consumo presente o la postergación de decisiones difíciles, lo cual traslada a los futuros contribuyentes una mayor parte de la carga en lugar de recaer en los que hoy se benefician. Corresponde preguntarse si le estamos dejando a la próxima generación un mundo mejor y más próspero o sencillamente que paguen los platos rotos.

Si la tarea de la política fiscal es distribuir los costos a lo largo del tiempo y entre los distintos grupos sociales, el factor políticamente indispensable es la confianza. Sin confianza, pueden fracasar hasta las reformas más sensatas y mejor pensadas, porque la ciudadanía sospecha de los motivos y los resultados. Con confianza, las sociedades están más dispuestas a aceptar y mantener concesiones difíciles.

### El temor de los ciudadanos

Confiar significa creer que algo es seguro y fiable o que alguien es bueno y honrado. Cada uno de esos elementos tiene su equivalente fiscal; si no son comprensibles, equitativos, transparentes y efectivos, los acuerdos no inspiran confianza.

Muchas sociedades se ven aquejadas por una escasez de confianza (gráfico 2). Las diferencias de percepción que la provocan saltan a la luz en un estudio reciente, basado en una encuesta de 2024 entre 27.000 personas de 13 países (Bianchi, Dabla-Norris y Khalid, 2025). En economías tanto avanzadas como de mercados emergentes, muchas personas no comprenden cuestiones fiscales básicas. Por ejemplo, apenas un 42% de los encuestados comprendía que un aumento de los impuestos o un recorte del gasto reduce el déficit público, y más del 60% subestimaba la relación deuda/PIB de su país, especialmente en países muy endeudados. Si la gente cree que la deuda no es tan elevada ni perjudicial, naturalmente pensará que los llamados a la reforma fiscal son exagerados o tienen motivaciones políticas. Esa visión errada resta premura y apoyo a medidas correctivas oportunas.

La falta de confianza siembra pesimismo en torno a las políticas públicas. Los encuestados que declaran más confianza en el gobierno tienen un 20% más de probabilidades de creer que sus políticas contribuirán a estabilizar o reducir la deuda pública. Aunque los encuestados en general dudan de que las actuales políticas de reducción de la deuda los beneficiarán, los que confían más en el

gobierno tienen un 17% más de probabilidades de esperar un efecto positivo personal.

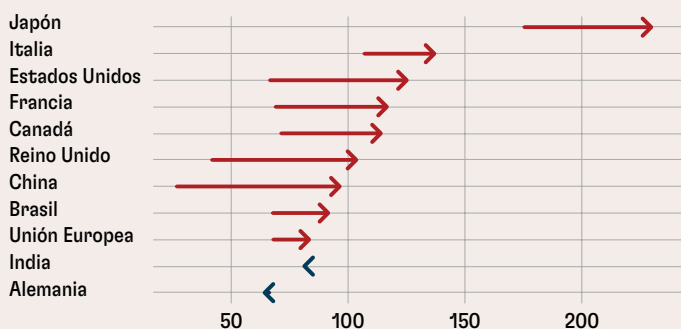
La encuesta también reveló preocupaciones que trascienden las diferencias de ingresos y demografía. Mucha gente teme perder las pensiones o los servicios esenciales de los que depende, y duda de que la carga de solucionar los problemas fiscales vaya a repartirse equitativamente. Estas inquietudes influyen en el voto y la forma de protesta. Más allá del razonamiento económico, es mucho menos probable que una persona que teme verse perjudicada por la reforma fiscal la apoye; por ejemplo, si el trabajador de clase media presume que recortar el déficit significa postergar la jubilación o cobrar menos pensión, o si los

GRÁFICO 1

## Una carga de deuda más pesada

Al cabo de dos décadas, la mayoría de las economías importantes tiene una deuda pública considerablemente mayor y menos margen de maniobra fiscal.

(deuda pública, porcentaje del PIB, 2005 → 2025)



FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO).

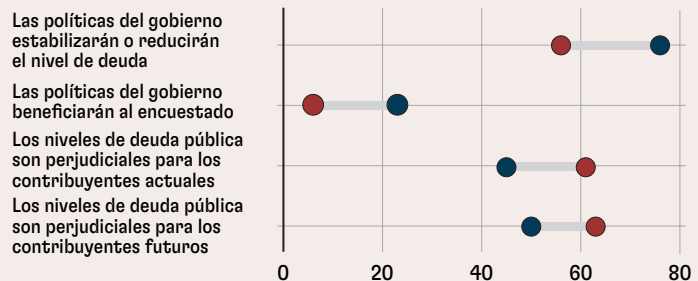
GRÁFICO 2

## La confianza nutre el optimismo

La confianza brinda más seguridad en torno a la gestión de la deuda, pero todos los grupos se manifiestan preocupados ante lo elevado de la deuda.

Porcentaje que coincide con cada afirmación dentro de cada grupo

● Confía en el gobierno ● No confía en el gobierno



FUENTE: Bianchi, Dabla-Norris y Khalid (2025). NOTA: La confianza se mide según el acuerdo con la "confianza en que el gobierno actúa como corresponde"; las respuestas neutrales se agrupan con las negativas.

contribuyentes acaudalados sospechan que la reforma implica un impuesto patrimonial especial, la oposición se hará sentir. Y si el público cree que los nuevos impuestos se malgastarán por corrupción o mala gestión, verán poca razón para pagarlos.

La experiencia también moldea la confianza. En los países que han soportado repetidas rondas de austeridad con escasos resultados, cualquier plan fiscal nuevo naturalmente genera cinismo: si otros recortes duros no lograron reducir la deuda, ¿por qué creer esta vez? La corrupción o la malversación de los fondos de estímulo también restan confianza en la competencia del gobierno, y hasta una tímida propuesta de reforma puede generar indignación porque la gente supone que hay motivos ocultos o efectos injustos. Si se menciona la reforma jubilatoria, estallan las protestas por el temor de que desaparezca la seguridad que tanto ha costado adquirir, y la idea de una reforma tributaria de inmediato hace sospechar a muchos que el dinero ganado con tanto sacrificio terminará en bolsillo ajeno. La experiencia con las reformas de los subsidios a los combustibles es reveladora: los costos fiscales, la falta de focalización y las distorsiones económicas son factores bien conocidos, pero la ejecución ha resultado política y socialmente compleja una y otra vez.

La desconfianza puede crear un círculo vicioso. Por temor a la reacción negativa, las autoridades posponen medidas duras; el problema de la deuda empeora y carcome aún más la confianza. Pero cuando la ciudadanía cree que los sacrificios recaen en todos y conducirán a un futuro mejor, está dispuesta a aceptar incluso reformas penosas, como los ajustes de los sistemas de pensiones (FMI 2024, 2025). La confianza es lo único que convencerá al electorado a que acepte sacrificios a corto plazo a cambio de estabilidad a más largo plazo.

### Cultivar la confianza

El elevado nivel de la deuda pública está poniendo a prueba a gobiernos y sociedades como nunca, y está claro que urge actuar. Cada año de inacción deja a los países más expuestos a shocks en las tasas de interés y a vaivenes de la confianza de los mercados. Pero el saneamiento de las finanzas públicas no consiste en una austeridad indiscriminada, sino en medidas graduales y bien calibradas para imprimir sostenibilidad a la deuda sin dejar de invertir en el futuro. Eso exige franqueza y voluntad de compromiso: las autoridades deben sincerarse en cuanto a lo penoso de las disyuntivas y la ciudadanía debe reconocer que algunos programas que valora no pueden continuar sin recursos o reformas adicionales.

La confianza es fundamental en esta ecuación, ya que la gente necesita tener fe en que los sacrificios se repartirán equitativamente y que

la reforma producirá beneficios concretos, y estará más dispuesta a apoyar medidas difíciles si considera que la política fiscal es competente, transparente y justa. La confianza, sin embargo, no es producto de un momento; hay que cultivarla y preservarla.

No existe un plan maestro para generar la confianza, pero algunas instituciones y prácticas pueden ayudar. La transparencia presupuestaria y una gestión de las finanzas públicas bien estructurada constituyen los cimientos. Los consejos fiscales independientes —con mandatos claros, verdadera autonomía y sólidos conocimientos técnicos, como en el caso de los Países Bajos— ofrecen evaluaciones imparciales y obligan al gobierno a rendir cuentas. Las evaluaciones del gasto, los informes sobre gastos tributarios y las evaluaciones de impacto a cargo del gobierno o de órganos independientes ayudan tanto a las autoridades como al público a comprender el destino y el rendimiento de los fondos. Una gestión prudente de la masa salarial pública y una contratación pública eficiente pueden despejar las sospechas de despilfarro. La reducción de regímenes tributarios especiales y de privilegios jubilatorios promueve la equidad, en tanto que una supervisión rigurosa de las empresas estatales es signo de responsabilidad y competencia. Estas medidas no constituyen una panacea, pero contribuyen a que lo técnicamente posible sea políticamente viable, y oxigenan la reforma al fortalecer la credibilidad de la política fiscal y demostrar que los gobiernos buscan seriamente obtener el máximo impacto del gasto público.

Es fundamental mantener el equilibrio entre una actitud realista en cuanto a las limitaciones y los deseos de cambio. Gestionar con prudencia el problema de la deuda permitirá sentar una base estable para la prosperidad a largo plazo y preservar el contrato social entre generaciones. De lo contrario, existe el riesgo de turbulencias económicas y una mayor pérdida de confianza en las instituciones. La senda fiscal que se emprenda hoy definirá la prosperidad y la equidad del mañana. **F&D**

**ERA DABLA-NORRIS** es subdirectora del Departamento de Finanzas Públicas del FMI, que dirige **RODRIGO VALDES**.

#### REFERENCIAS

- Bianchi, Francesco, Era Dabla-Norris, and Salma Khalid. 2025. "Perceptions of Public Debt and Policy Expectations: Evidence from Cross-Country Surveys." NBER Working Paper 34382, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Cao, Yongquan, Era Dabla-Norris, and Enrico Di Grigorio. 2024. "Fiscal Discourse and Fiscal Policy." IMF Working Paper 24/194, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2024. *World Economic Outlook: Policy Pivot, Rising Threats*. Washington, DC, October.
- International Monetary Fund (IMF). 2025. *Fiscal Monitor: Fiscal Policy under Uncertainty*. Washington, DC, April.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). 2025. *Pensions at a Glance 2025*. Paris.



# ESTABILIZAR LA DEUDA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

Zsolt Darvas y Jeromin Zettelmeyer

Los países tienen que dar un giro hacia la disciplina fiscal y las reformas a favor del crecimiento a largo plazo

**M**uchas economías avanzadas muy endeudadas se enfrentan a un sombrío panorama fiscal. Con las políticas actuales, los coeficientes de deuda pública de países como Bélgica, Francia, Estados Unidos y el Reino Unido se deteriorarán en las próximas dos décadas. Aún tienen margen para endeudarse, pero con límites.

Hasta ahora, los mercados financieros han sido piadosos, pero las sacudidas recientes hacen pensar que podrían tornarse más susceptibles a noticias negativas acerca de las perspectivas fiscales o económicas. Es posible que impongan tasas de interés más altas incluso a países con mercados de bonos públicos muy líquidos, haciendo mucho más difícil la tarea de reducir la deuda.

El aumento de la productividad impulsado por la inteligencia artificial quizá frene un poco el avance de los coeficientes de deuda y reduzca la escala del ajuste necesario. Pero no se sabe a ciencia cierta cuál sería la magnitud de este efecto ni el momento en que se produciría. El envejecimiento de la población y las mermas del crecimiento debidas a la fragmentación del comercio y la incertidumbre política son factores que tiran en sentido opuesto.

¿Qué se necesita para estabilizar los coeficientes de deuda? En un estudio reciente con Gonzalo Huertas y Lennard Welslau, evaluamos el ajuste fiscal necesario en las economías de la Unión Europea (UE), Estados Unidos y el Reino Unido. Recurrimos a pronósticos de crecimiento oficiales y proyecciones de mercado de tasas de interés, tipos de cambio e inflación, y combinándolos con shocks simulados generamos distribuciones de probabilidad para futuros coeficientes de deuda en distintos escenarios del saldo primario, que excluye los pagos de intereses por la deuda.

Consideramos un horizonte de 20 años a partir de 2024 y lo dividimos en dos períodos. En el primero, de siete años, los gobiernos elevan

el saldo primario hasta un nivel que garantiza la sostenibilidad de la deuda. En el siguiente período, de 13 años, los gobiernos mantienen el saldo primario constante, excluyendo las variaciones del gasto provocadas por el envejecimiento de la población. El objetivo era garantizar una probabilidad del 70% de que la magnitud del ajuste fiscal en el primer período fuera suficiente para estabilizar el coeficiente de deuda en los últimos cinco años del horizonte de 20 años.

## Hallazgos dispares

Por el lado positivo, el saldo primario a largo plazo necesario no es exageradamente elevado en muchos de los casos. Por ejemplo, es del 1,3% del PIB en los casos de Estados Unidos y Francia, del 1,8% en los casos de Bélgica y el Reino Unido, y del 2,5% en el caso de Italia. Pero por el lado negativo, los cuantiosos déficits registrados en 2024 acarrearán la probabilidad de que se precisen ajustes importantes. Alrededor de una docena de países necesitan ajustes de más del 3% del PIB; cinco de ellos —Estados Unidos, Francia, Polonia, la República Eslovaca y Rumanía— necesitan ajustes del 5% con respecto a 2024.

En teoría, casi todos los países de la UE tienen previsto realizar ajustes para estabilizar el coeficiente de deuda. Pero varios de ellos emplean supuestos macroeconómicos más optimistas que los de la metodología común de la UE. El plan de Alemania, por ejemplo, contempla una inflación y un crecimiento mayores que los de los pronósticos de los expertos. Si el crecimiento y la inflación efectivos resultan ser menores, el déficit y la deuda de Alemania se situarán muy por encima de lo que proyecta el país.

Además, los pronósticos de la Comisión Europea y el FMI hacen pensar que los países con las mayores necesidades de ajuste probablemente no adopten las medidas requeridas para estabilizar sus niveles de endeudamiento. Esto acrecienta las dudas acerca de la probabilidad de que se realicen estos ajustes.

## Antecedentes históricos

Es poco probable que Estados Unidos y varias otras economías avanzadas realicen los ajustes fiscales necesarios para estabilizar la deuda en el mediano plazo, pero quizá lo hagan más adelante. Para determinar cuán probable es que esto suceda, analizamos antecedentes históricos: con qué frecuencia alcanzaron los países el saldo primario necesario, cuál fue el período más largo en que se mantuvo ese saldo, y con qué frecuencia efectuaron el ajuste necesario dentro de un período de siete años.

Observamos que los saldos primarios en los niveles necesarios para estabilizar la deuda en varias economías avanzadas fuertemente endeudadas son poco frecuentes, como también lo son los considerables ajustes que se necesitan para alcanzar esos niveles desde las posiciones fiscales corrientes. Francia, por ejemplo, necesitaría un superávit primario del 1,3% del PIB para estabilizar su deuda, algo que ha sucedido apenas seis veces en cinco decenios. Eso no quiere decir que los ajustes sean imposibles, pero sí hace pensar que serán difíciles y que probablemente lleven más tiempo que los siete años que contemplan las reglas fiscales de la UE.

Algo que puede alentar a las autoridades de estas economías es la transformación que han experimentado los que otrora se consideraban los eslabones débiles de la zona del euro. En 2024, Grecia registró un saldo primario del 4,0%, teniendo en cuenta los altibajos del ciclo económico, es decir, muy por encima de lo necesario para estabilizar la deuda. Portugal necesita un ajuste leve de tan solo el 0,5% del PIB. El ajuste del 1,9% del PIB que precisa Irlanda es moderado, y el coeficiente de endeudamiento del país, del 39% del PIB, es excepcionalmente bajo, y se sitúa muy por debajo del 122% de Estados Unidos y el 101% del Reino Unido.

¿Cómo es que países que atravesaron graves crisis fiscales hace 15 años hoy han pasado a ser ejemplos de disciplina? Después de la crisis financiera mundial de 2008, los mercados financieros llevaron a esos países al borde del colapso, obligándolos a aceptar programas de préstamo de la UE y el FMI. Pese a las fallas en su diseño, el ajuste fiscal y las reformas estructurales esenciales de estos programas ponen a las economías en la senda hacia el crecimiento sostenible una vez más. El ajuste fue duro y, en el caso de Grecia, muy prolongado, pero terminó por surtir efecto.

Los resultados hablan por sí mismos. Con un crecimiento medio anual de entre el 3,1% y el 4,2% en 2022-25, los tres países superaron el ritmo del 2,6% de Estados Unidos.

La moraleja es que la disciplina fiscal y las reformas estructurales —junto con la

reestructuración de la deuda pública y privada cuando sea insostenible— a la larga rinden fruto. No debe llamar la atención entonces que estas reformas y reestructuraciones no hayan sido impelidas por fuerzas políticas internas sino que más bien hayan sido impuestas por la presión del mercado.

## Reconocer los riesgos

La pregunta es cómo realizarán el ajuste los países esta vez. Hay varias posibilidades.

Lo óptimo sería combinar la reforma a favor del crecimiento —lo que incluye poner en marcha el programa de mercado único en la UE descrito en el informe Draghi— con profundas reformas de la seguridad social y el sistema de pensiones. Por añadidura, se podrían reorganizar los sistemas tributarios a fin de captar ingresos sin desincentivar el crecimiento. Esto último es especialmente pertinente para Estados Unidos, el único país de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos que no tiene un impuesto al valor agregado.

Desafortunadamente, esta opción es la más complicada desde el punto de vista político. Una ruta más realista hacia la consolidación fiscal consiste en lograr un nuevo liderazgo político que ponga por delante la disciplina fiscal pero no necesariamente una reforma de gran calado. Italia es un ejemplo. Aleccionados por el desastre que se logró esquivar a comienzos de la década de 2010, los gobiernos italianos de diferentes vertientes políticas han mantenido los presupuestos en general bajo control. El coeficiente de endeudamiento de Italia, de alrededor del 135% del PIB, no deja de ser elevado, pero el saldo primario ajustado en función del ciclo es del 0,3% del PIB, es decir, mucho más saludable que los de Bélgica, Francia o el Reino Unido.

Una escalada repentina de los costos de endeudamiento que provoque tensiones por sobreendeudamiento podría desembocar en un aterrizaje brusco. Al aumentar la deuda, las tasas de interés también podrían subir, y los mercados podrían tornarse más susceptibles a noticias que pongan en entredicho la sostenibilidad fiscal. Los gobiernos podrían recurrir a estrategias de represión financiera —por ejemplo, alentar a los bancos o instituciones nacionales a absorber más deuda pública—, pero tales medidas tienen límites. Una inflación sorpresiva podría aliviar temporalmente las presiones fiscales, pero una inflación persistentemente más alta podría a la larga elevar las tasas de interés nominales.

Esperemos que las autoridades reconozcan estos riesgos y reaccionen a tiempo para evitar tal situación. **F&D**

**ZSOLT DARVAS** es investigador principal en Bruegel, el centro de estudios dirigido por **JEROMIN ZETTELMEYER**.







# COORDINACIÓN DE POLÍTICAS EN TIEMPOS CONVULSOS

Giancarlo Corsetti y Leonardo Melosi

La inestabilidad geopolítica complica la coordinación eficaz de la política fiscal y monetaria

Las economías avanzadas se enfrentan a una perniciosa combinación de deuda pública cada vez más elevada e inflación persistente. La solución clásica para este doble desafío es una combinación de las políticas monetaria y fiscal: el compromiso del banco central de reducir la inflación, respaldado por un ajuste fiscal creíble para estabilizar la deuda. Pero la fragmentación geopolítica actual augura un mundo en el que el aumento de los riesgos provenientes de las disrupciones en las cadenas de suministro amenaza con presiones estanflacionarias y las exigencias en materia de política fiscal acentúan los desequilibrios existentes. El nuevo equilibrio mundial está aún por definirse, pero la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica durante una transición compleja probablemente requerirán que las autoridades de las economías avanzadas y de mercados emergentes acepten, por un cierto tiempo, una inflación moderada pero superior al nivel fijado como meta.

Tras la crisis financiera mundial, la combinación de las políticas monetaria y fiscal fue clave para evitar una recesión más grave y persistente. Dos factores determinaron su éxito. En primer lugar, ambas políticas perseguían los mismos objetivos: estimular la demanda agregada sin desestabilizar las perspectivas fiscales y al tiempo contrarrestar la presión deflacionaria. En segundo lugar, las relaciones internacionales seguían reflejando en gran medida la cooperación de posguerra de Bretton Woods. Pero puede que esto ya no sea así (Corsetti, 2025). En la actualidad, el modelo de combinación de políticas ya no resulta tan eficaz dadas las frecuentes y graves disrupciones en las cadenas de suministro, que surgen o se amplifican por medidas de política

económica y comercial que intensifican la fragmentación comercial y los desequilibrios geopolíticos, y que ponen en cuestión el orden económico y monetario mundial de posguerra.

En este contexto, la coordinación monetaria y fiscal puede debilitar la independencia de los bancos centrales y, por ende, amenazar la estabilidad macroeconómica. Para contrarrestar este riesgo es necesario que la estabilidad geopolítica esté respaldada por una mayor cooperación internacional, una adhesión generalizada a las normas jurídicas aceptadas y unas instituciones internacionales eficaces. Un marco integrado de políticas, capaz de contener las disrupciones derivadas de la fragmentación económica y el aumento de la tensión geopolítica, sentará las bases de la sostenibilidad fiscal, a lo que se suma un control estable de las fluctuaciones de la inflación. Cuando las tensiones geopolíticas se intensifican sin mecanismos de contención, las interrupciones en el suministro y los shocks de oferta adversos generan un conflicto entre la política fiscal y la monetaria.

## Sostenibilidad fiscal

¿Por qué cabe esperar que la inflación desempeñe un papel destacado en la sostenibilidad fiscal? En teoría, todos los modelos monetarios incorporan, aunque sea de manera implícita, la coordinación de las políticas monetaria y fiscal. El argumento es sencillo: cuando un banco central endurece su política para reducir la inflación, las tasas de interés reales suben y el crecimiento se ralentiza. Esto amplía el déficit primario (el déficit que excluye los pagos de intereses sobre la deuda) y aumenta la carga real de la deuda. A menos que el gobierno recorte el gasto o suba los impuestos para equilibrar las cuentas, el aumento de los

intereses de la deuda pública inyectará más dinero en los bolsillos de los hogares, lo que a su vez alimentará la demanda agregada. De ese modo, la inflación aumenta hasta que el valor real de la deuda nominal pendiente se ajusta a la tributación futura o a las reducciones de gasto previstas. Por tanto, corregir el desequilibrio sin una consolidación fiscal va directamente en contra del objetivo del banco central de controlar la inflación. Si los bancos centrales intentan imponer la estabilidad de precios sin un marco fiscal creíble, puede producirse una espiral inflacionaria descontrolada: un endurecimiento agresivo aumenta los costos del servicio de la deuda, lo que intensifica la presión inflacionaria, provoca una respuesta monetaria más restrictiva y agrava los desequilibrios fiscales (Bianchi y Melosi, 2019).

El éxito de una contracción monetaria para reducir la inflación depende del compromiso del gobierno con el ajuste de los superávits primarios, lo que se conoce como “respaldo fiscal”. Pero eso no es todo. Una cuestión clave, y a menudo subestimada, es que la eficacia de la coordinación monetaria y fiscal se basa históricamente en un entorno geopolítico relativamente estable y en un orden internacional ampliamente aceptado.

### Evidencia histórica

Académicos y autoridades reconocen cada vez más que los desequilibrios fiscales suelen resolverse mediante una combinación de ajuste fiscal y sorpresas en materia de inflación. Bianchi, Faccini y Melosi (2023) demuestran que las autoridades estadounidenses han recurrido durante mucho tiempo a la coordinación monetaria y fiscal para estabilizar la deuda soberana y la inflación, aunque en distintos grados. En la década de 1970, esta coordinación tuvo que hacer frente a las disrupciones causadas por la crisis petrolera, lo que desencadenó un período de elevada inflación. Sin embargo, en las décadas siguientes y a lo largo de la década de 2010, con una inflación por debajo del objetivo, la coordinación monetaria y fiscal compensó las persistentes fuerzas deflacionarias sin desestabilizar las perspectivas de inflación. La globalización y la cooperación internacional contribuyeron a la estabilidad geopolítica que garantizó el éxito de la coordinación monetaria y fiscal. Pero, tras la pandemia, la coordinación sin precedentes de las políticas monetaria y fiscal para impulsar la recuperación económica contribuyó a una inflación persistentemente elevada, ya que tuvo lugar en un contexto de disrupciones en las cadenas mundiales de suministro y de la guerra de Rusia en Ucrania.

Tal y como han demostrado Smets y Wouters (2024), las disrupciones en el suministro complican la coordinación monetaria y fiscal: el respaldo fiscal se debilita más en respuesta a los shocks de oferta que a los de demanda. Esta asimetría explica por qué la coordinación

monetaria y fiscal suele dar mejores resultados durante las expansiones impulsadas por la demanda que van acompañadas de condiciones favorables de oferta —como en la década de 2010— que cuando los grandes desequilibrios fiscales coinciden con shocks de oferta adversos y persistentes. En el primer escenario, una inflación moderada inducida fiscalmente puede proteger contra la presión deflacionaria sin socavar la meta de inflación, incluso cuando la tasa de interés está estancada en cero. Sin embargo, en el segundo caso, los bancos centrales se enfrentan a un difícil dilema. ¿Endurecen la política para defender la estabilidad de precios a costa de una recesión más profunda y una situación fiscal más deteriorada? ¿O bien se adaptan a las consecuencias inflacionarias de las disrupciones en el suministro para mitigar la desaceleración y aliviar la carga fiscal, a costa de la estabilidad de precios?

### Inflación controlada

Hoy en día, las tensiones geopolíticas, el aumento del gasto en defensa, la fragmentación comercial y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento están erosionando la situación fiscal de las economías avanzadas. Esto se suma al envejecimiento de la población, el escaso crecimiento de la productividad y la mayor exposición a riesgos climáticos y geopolíticos. En este contexto, el respaldo fiscal es intrínsecamente más débil, lo que aumenta el riesgo de presiones inflacionarias considerables y persistentes. La deuda es de por sí elevada, por lo que el ajuste fiscal debe ser gradual, y es probable que un ajuste sostenible requiera una tolerancia pragmática hacia una inflación *controlada*. Esta “inflación fiscal” funciona si es temporal y moderada, y si no genera una pérdida disruptiva y, en última instancia, contraproducente de la credibilidad en la lucha contra la inflación.

Si la deuda pública no está indexada a la inflación, el banco central puede suavizar o retrasar el ajuste de precios. El razonamiento se basa en la posibilidad de que se produzcan importantes correcciones fiscales en el futuro y en la continua revisión de las perspectivas fiscales por parte de los mercados. Por ejemplo, los mercados pueden esperar que un auge de la productividad propiciado por la inteligencia artificial impulse el crecimiento lo suficiente como para reducir la carga de la deuda con tasas impositivas más bajas. En este caso, suavizar el ajuste de precios equivale a apostar por la estabilidad fiscal y de los precios: el banco central gana tiempo, manteniendo hoy la inflación relativamente estable frente al aumento de la deuda, con la esperanza de que no sea necesario incrementarla de manera considerable en el futuro si el crecimiento no se acelera. (Corsetti y Maćkowiak, 2024). El éxito requiere una comunicación eficaz. Las autoridades deben garantizar al público su capacidad para estabilizar

la deuda pública —mediante reformas y políticas destinadas a contener las interrupciones en el plano de la oferta— y, al mismo tiempo, lograr aumentos de la productividad plausibles y generalizados.

### Un enfoque más amplio

¿Cómo podría aplicarse este ajuste sostenible en todo el mundo? La experiencia histórica sugiere que países como Estados Unidos y el Reino Unido cuentan con mecanismos que estabilizan la deuda, en parte a través de la inflación. Gran parte de esta capacidad se basa en una combinación de reglas explícitas y directrices no escritas que estructuran el equilibrio institucional de poder. Sin embargo, dicho equilibrio es más complejo en la zona del euro, que carece de una deuda común y de un presupuesto central significativo.

Las fuerzas estabilizadoras pueden tener su origen en la previsión de un aumento de la productividad gracias a las nuevas tecnologías y a un mayor gasto público: ambas medidas podrían impulsar el crecimiento y reforzar la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Actualmente los gobiernos se enfrentan al reto de aumentar el gasto en defensa, al tiempo que invierten en I+D+i, prioridades muy diferentes a las de la era de la globalización, pero algunos tipos de gasto en defensa también podrían alimentar las expectativas de innovaciones favorables para el crecimiento.

Aun así, con una deuda elevada, es posible que no resulte eficaz, y menos aún viable, una colaboración de políticas no convencional. En respuesta a la disrupción causada por la fragmentación geopolítica y el desmantelamiento de las redes económicas, los gobiernos pueden dejarse llevar por la tentación de aumentar los ingresos mediante impuestos al comercio o adoptar medidas de represión financiera —con regulaciones más estrictas y controles de capital— con la esperanza de reducir los costos de endeudamiento. Sumadas a las tensiones comerciales, estas medidas probablemente intensificarán la vulnerabilidad a los shocks estanflacionarios, provocando una reacción bidireccional adversa entre las políticas nacionales y las políticas internacionales no coordinadas. Una colaboración ampliada y poco convencional que integre una amplia gama de políticas internas y externas evitaría este riesgo, ya que contribuiría a mantener la economía mundial en la senda del ajuste fiscal sostenible.

Los mercados emergentes se enfrentan a dificultades propias, ya que los acontecimientos geopolíticos provocan una onda expansiva que se extiende a los mercados financieros y reales. Esto podría redefinir la magnitud y la geografía de los desequilibrios mundiales, así como los costos y beneficios de las políticas que favorecen la exportación, la liberalización de la cuenta de capital y los regímenes cambiarios poco flexibles. Muchos gobiernos tendrán que defender la credibilidad, fruto de un arduo

esfuerzo, de los regímenes de políticas que les permitieron desarrollar mercados clave para la deuda denominada en moneda local. Si bien esto mejora la contribución potencial de la inflación controlada a la corrección de los desequilibrios fiscales, también induce una respuesta a las crisis que conlleva grandes sorpresas en el terreno inflacionario, lo que podría socavar los avances logrados hasta entonces.

### Un bien público mundial

Los grandes desequilibrios fiscales, las tendencias demográficas adversas y los acontecimientos geopolíticos exigen una coordinación más estrecha entre las autoridades monetarias y fiscales. Una mayor coordinación no es del todo indeseable; de hecho, puede contribuir a reforzar la credibilidad de la estabilización fiscal, aunque exige ser sumamente cuidadosos. En las economías avanzadas y emergentes, los gobiernos pueden sobreestimar el alcance de una inflación fiscal razonable, restar importancia a los beneficios de un régimen creíble de metas de inflación y exagerar las ventajas de la ausencia de cooperación en las relaciones económicas internacionales. Si las economías avanzadas hubieran sido capaces de neutralizar las fuerzas geopolíticas subyacentes a las crisis petroleras —sobre todo la influencia de la Organización de Países Exportadores de Petróleo en los precios del crudo—, la gran inflación de finales de los años sesenta y setenta podría haber sido menos grave. A mediados de la década de 1960, al igual que hoy en día, los desequilibrios fiscales ya eran considerables, y la incapacidad de los gobiernos para resolver las disputas con los principales países productores de petróleo dio paso a uno de los episodios inflacionarios más desestabilizadores de la historia.

La combinación de una elevada deuda pública en las economías avanzadas y la actual reordenación geopolítica resulta inquietantemente familiar y nos recuerda que la estabilidad macroeconómica es, ante todo, un bien público mundial. **F&D**

**GIANCARLO CORSETTI** y **LEONARDO MELOSI** son profesores de Economía en el Instituto Universitario Europeo e investigadores en el Centro de Investigaciones en Política Económica.

#### REFERENCIAS

- Bianchi, F., R. Faccini, and L. Melosi. 2023. "A Fiscal Theory of Persistent Inflation." *Quarterly Journal of Economics* 138 (4): 2127-79.
- Bianchi, F., and L. Melosi. 2019. "The Dire Effects of the Lack of Monetary and Fiscal Coordination." *Journal of Monetary Economics* 104: 1-22.
- Corsetti, G. 2025. "The Twilight of Bretton Woods." Project Syndicate Longer Read, May 9.
- Corsetti, G., and B. Maćkowiak. 2024. "Gambling to Preserve Price (and Fiscal) Stability." *IMF Economic Review* 72 (1): 32-57.
- Smets, F., and R. Wouters. 2024. "Fiscal Backing, Inflation and US Business Cycles." CEPR Discussion Paper 19791. Centre for Economic Policy Research, London.



# SALVAGUARDAR EL TESORO

Anil K Kashyap y Jeremy C. Stein

La Reserva Federal necesita nuevos instrumentos para hacer frente a los episodios de tensión futuros

**D**urante décadas, el mercado de títulos del Tesoro de Estados Unidos ha sido considerado el más líquido y resiliente del mundo. Incluso en períodos de tensión, se daba por sentado que los títulos del Tesoro podían negociarse en grandes volúmenes, con rapidez y con escasas fricciones, y que constituían un ancla confiable para el sistema financiero en su conjunto. Sin embargo, en los últimos años esa premisa ha perdido sustento. Una serie de episodios de tensión extrema —como los observados en marzo de 2020 y en abril de 2025— ponen de relieve que incluso el mercado de títulos más seguro del mundo puede paralizarse de forma repentina, con consecuencias que van mucho más allá de la negociación de deuda pública.

Estas preocupaciones se inscriben en un contexto en el que el mercado de títulos del Tesoro ha crecido de manera notable. La relación entre la deuda federal en manos del público y el PIB se sitúa actualmente en torno al 100%, y, dada la actual orientación de la política fiscal estadounidense, se prevé que esta proporción continúe aumentando (gráfico 1). Sin embargo, la capacidad del sistema financiero privado para intermediar y negociar estos títulos de forma eficiente no ha crecido al mismo ritmo que la emisión.

En un trabajo reciente realizado junto con Jonathan Wallen y Joshua Younger, analizamos las dinámicas de negociación que pueden dar lugar a episodios de fragilidad en el mercado de títulos del Tesoro y proponemos un nuevo enfoque para que la Reserva Federal intervenga de manera más quirúrgica cuando se ve afectado el normal funcionamiento del mercado. A continuación, presentamos un resumen de las principales argumentaciones del estudio.

La experiencia reciente sugiere que los episodios de tensión extrema en el mercado de títulos del Tesoro no obedecen principalmente a factores macroeconómicos, como variaciones en las tasas de interés. Antes bien, surgen de la compleja interacción entre los gestores de activos, los fondos de cobertura (*hedge funds*) y los intermediarios bursátiles que dominan la negociación de estos títulos.

Nuestra principal recomendación no es aumentar la frecuencia de las intervenciones de la Reserva Federal, sino mejorar su diseño cuando estas resulten inevitables. La experiencia de marzo de 2020 pone de manifiesto la necesidad de contar con el respaldo del banco central, pero también el costo de recurrir a instrumentos poco específicos —en particular, las compras masivas de bonos sin cobertura— que no terminan siendo claramente ni apoyo al mercado ni política monetaria. Un enfoque más específico sería igual de eficaz y permitiría estabilizar los mercados con menos costos y efectos secundarios.

## El mercado moderno

Pese al rápido aumento de la oferta de títulos del Tesoro, los intermediarios tradicionales, en particular los agentes bursátiles afiliados a bancos, no han ampliado la capacidad de sus balances en la misma medida. Las regulaciones posteriores a la crisis financiera mundial de 2008, como el coeficiente suplementario de apalancamiento, junto con normas más estrictas de gestión del riesgo, encarecen la tenencia de grandes posiciones, incluso de los activos más seguros.

Al mismo tiempo, diversos tipos de gestores institucionales, entre ellos fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutuos y fondos cotizados en bolsa, ocupan un lugar cada vez más central del mercado de títulos del Tesoro. Si bien



estas instituciones suelen tener fuertes incentivos para mantener exposiciones a tasas de interés de largo plazo, la capacidad limitada de sus balances y los objetivos de sus carteras desalientan que esa exposición se mantenga íntegramente en bonos al contado. En su lugar, a menudo optan por asumir más riesgo de crédito para elevar la rentabilidad, mientras apuntan a que sus carteras tengan una duración total relativamente larga (es decir, una mayor exposición a las tasas de interés) en sus carteras.

Para lograr la exposición de duración deseada, los gestores de activos recurren cada vez más a posiciones largas en derivados, como futuros sobre bonos del Tesoro y swaps de tasas de interés, manteniendo así la capacidad del balance disponible para invertir en activos de mayor rendimiento, como bonos empresariales. Esta demanda de posiciones largas eleva los precios de los derivados en relación con los bonos al contado y, lógicamente, se crea un espacio para que los fondos de cobertura y los intermediarios realicen operaciones de arbitraje financiero entre ambos mercados. Al adoptar la posición opuesta a la de los gestores de activos en derivados y cubrirse con títulos del Tesoro al contado, estos intermediarios contribuyen a alinear los precios y a mantener acotados los diferenciales cuando las condiciones del mercado son estables.

En este contexto, el esquema funciona; sin embargo, su fundamento es frágil: buena parte de las operaciones de arbitraje se sostiene en un

elevado apalancamiento. Los fondos de cobertura financian sus posiciones largas en títulos del Tesoro al contado mediante préstamos que pueden cubrir hasta el 99% del valor total de la posición en el mercado de recompra (repo).

### ¿Quién asume el riesgo?

La fragilidad del mercado de títulos del Tesoro se entiende mejor si distinguimos entre quién asume el riesgo de tasas de interés y quién dispone de capacidad en su balance para realizar operaciones de arbitraje entre bonos del Tesoro al contado y derivados, como los futuros. En la estructura actual del mercado, los gestores de activos son quienes, en última instancia, asumen el riesgo de duración sin cobertura. Sus preferencias y restricciones determinan, por tanto, la prima de riesgo exigida para mantener bonos del Tesoro a largo plazo, conocida como “prima por plazo”.

Los fondos de cobertura y los intermediarios bursátiles cumplen otro papel. Por lo general, no buscan exposición directa a las variaciones de las tasas de interés y tienden a mantener una posición prácticamente neutra en términos de duración. En cambio, conectan los mercados al contado y de derivados mediante operaciones de arbitraje con cobertura. El ejemplo más representativo es la denominada “operación de base” entre el mercado al contado y el de futuros: un fondo de cobertura compra títulos del Tesoro en el mercado al contado, vende futuros sobre esos mismos títulos y financia la compra

en el mercado de recompra (repo). Dado que la diferencia de precios entre los bonos al contado y los futuros es reducida, la rentabilidad depende, en gran medida, de financiar la posición con un alto grado de apalancamiento, como también señalan Barth y Kahn (2025).

Esta estructura tiene dos implicaciones importantes. En primer lugar, debido a su elevado apalancamiento, los fondos de cobertura son vulnerables a shocks que afecten su capacidad de mantener estas posiciones. Ello depende de varios factores: el capital disponible, las condiciones de financiamiento, los requisitos de margen y la tolerancia al riesgo. Si los factores cambian, pueden verse obligados a reducir bruscamente sus posiciones. En segundo lugar, la limitada capacidad de los intermediarios para ampliar sus balances restringe la posibilidad de absorber grandes flujos en períodos de tensión. Cuando los fondos de cobertura deshacen posiciones con rapidez, los intermediarios solo pueden intervenir hasta cierto punto. Y, de manera crucial, eso reduce su margen para cumplir otras funciones esenciales, como la provisión de liquidez en el mercado de títulos del Tesoro o la intermediación en el mercado repo.

Este sistema parece estable en períodos de calma, pero es propenso a episodios de disfunción repentinos. Por ejemplo, en la liquidación forzosa y acelerada de las posiciones de operaciones de base de los fondos de cobertura. Esto desencadena ventas masivas de bonos del Tesoro en el mercado al contado y una carrera por cerrar posiciones cortas en derivados, lo que causa divergencias entre los precios al contado y de los derivados. Dado que los intermediarios, limitados por sus balances, tienen dificultades para absorber semejantes volúmenes, los diferenciales entre precios de compra y venta se amplían, la liquidez se evapora y las condiciones de financiamiento en el mercado repo se deterioran.

## Una prueba de tensión

Las turbulencias de marzo de 2020 ilustran con nitidez estas dinámicas. A medida que se intensificaba el shock provocado por la COVID-19, los inversionistas buscaron liquidez y vendieron títulos del Tesoro junto con activos más riesgosos. Con el repunte de la volatilidad, los fondos de cobertura debieron aportar margen de cobertura suplementaria en sus posiciones cortas en futuros y se replegaron rápidamente de las operaciones de base. Las ventas masivas llevaron a los intermediarios a asumir grandes volúmenes de títulos del Tesoro en sus balances, lo que restringió su capacidad de proveer liquidez al mercado y de intermediar en el mercado de repos.

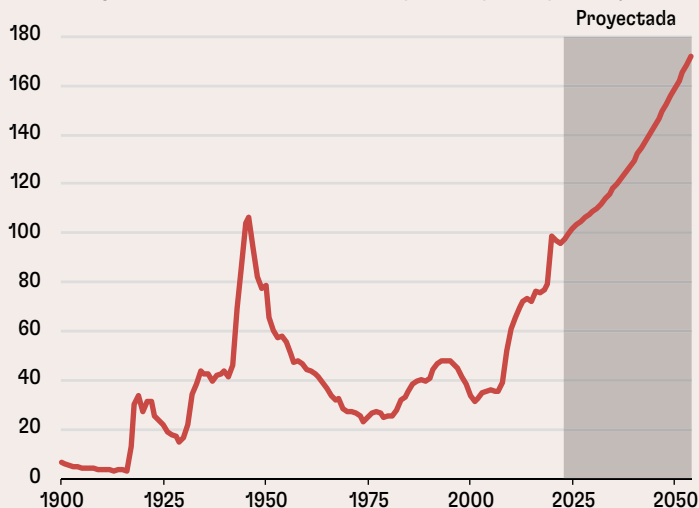
La Reserva Federal intervino en una magnitud sin precedentes y, en pocas semanas, compró

### GRÁFICO 1

## Más títulos

La deuda del gobierno federal podría rebasar el 170% del PIB de aquí a mediados de la década de 2050, según la Oficina de Presupuesto del Congreso.

(Deuda del gobierno federal de Estados Unidos en poder del público, porcentaje del PIB)



FUENTE: Oficina de Presupuesto del Congreso.

aproximadamente USD 1,6 billones en títulos del Tesoro. La medida restableció el funcionamiento del mercado. Sin embargo, al apoyarse en compras masivas de bonos sin cobertura (que se asemejaban a otra gran ronda de expansión cuantitativa), se hizo difícil distinguir entre una intervención destinada a sostener el funcionamiento del mercado y una decisión de política monetaria. Además, las compras a gran escala continuaron mucho después de que el mercado se estabilizara, lo que plantea la pregunta de si la intervención no debió haber sido más acotada.

El episodio de marzo de 2020 dio lugar a una serie de propuestas de reforma: ajustes a la regulación del apalancamiento, la ampliación de los mecanismos permanentes de recompra, la introducción de requisitos mínimos de margen para futuros y una mayor compensación centralizada de la negociación de títulos del Tesoro. Todas tienen fundamento y reforzarían la solidez del mercado, pero ninguna es una solución definitiva. Por ejemplo, los mecanismos financieros de recompra de amplio acceso pueden ayudar a sostener condiciones de financiamiento estables incluso en períodos de tensión; aun así, las ventas forzadas seguirán siendo probables si los fondos de cobertura se ven obligados a abandonar posiciones por pérdidas



en operaciones no relacionadas o por nuevas exigencias de reposición de margen en futuros.

Estas limitaciones dejan traslucir la necesidad de que los bancos centrales cumplan una función más directa, aunque más focalizada, en circunstancias extremas.

### Intervenciones más focalizadas

Si la Reserva Federal se viera nuevamente obligada a comprar bonos del Tesoro en un episodio de tensión extrema, proponemos un enfoque alternativo. En lugar de adquirirlos sin cobertura, debería cubrir esas compras frente al riesgo de tasas de interés: comprando títulos del Tesoro en el mercado al contado y vendiendo al mismo tiempo futuros sobre bonos del Tesoro u otros instrumentos derivados equivalentes. Con ello se abordaría el origen del problema: la necesidad de que alguien asuma la contrapartida cuando los intermediarios muy apalancados se deshacen de posiciones con cobertura. Este enfoque podría plantear cuestiones jurídicas. Pero conviene tener presente que, en términos económicos, es prácticamente equivalente a una operación estándar del banco central (una operación de recompra), con una sola diferencia: las contrapartes de cada tramo de la transacción serían actores distintos.

Esta estrategia ofrece varias ventajas. Primero, aliviaría la presión sobre los intermediarios con mayor eficacia que las compras sin cobertura, porque estos rara vez mantienen una fuerte exposición sin cobertura al riesgo de tasas de interés. En segundo lugar, al mantener una posición neutral en términos de duración, la intervención distinguiría con claridad entre el apoyo al mercado y la política monetaria, y evitaría enviar señales involuntarias de relajación, algo especialmente importante si la disfunción se produce en un entorno de inflación elevada.

En tercer lugar, las compras sin cobertura solo pueden justificarse como apoyo al mercado si van acompañadas de la promesa de revertirlas rápidamente. Las compras con cobertura, en cambio, vuelven innecesario ese tipo de compromisos, potencialmente delicados. Como la neutralidad en términos de duración se da desde el inicio, no haría falta comprometer ventas futuras de bonos. Por último, limitar la exposición de la Reserva Federal al riesgo de tasas de interés reduce el riesgo de pérdidas *ex post* significativas, que resultan costosas para los contribuyentes y difíciles de explicar.

### Riesgo moral

Los mecanismos de respaldo de los bancos centrales siempre suscitan preocupaciones de riesgo moral. Si los arbitrajistas anticipan una intervención cada vez que las operaciones de

base les resultan adversas, podrían aumentar su apalancamiento. Si bien esta inquietud legítima eleva el umbral para cualquier tipo de intervención del banco central, es menos severa en el caso de compras de bonos con cobertura que en el de sin cobertura, ya que estas últimas tienden a establecer un piso implícito —una suerte de garantía de respaldo por parte de la Reserva Federal— para los precios de los bonos.

Un enfoque que reserve la intervención para desajustes extremos puede mitigar aún más este riesgo. La Reserva Federal podría permitir que los diferenciales de base se amplíen más allá de los niveles habituales y limitar su acción a episodios de disfunción extrema. Al tolerar ciertas pérdidas en el sector privado e intervenir solo cuando se superen umbrales críticos, el banco central puede mitigar las consecuencias más adversas sin aislar completamente del riesgo a los fondos de cobertura.

### Lecciones de política

Los episodios de disfunción en el mercado de títulos del Tesoro no son acontecimientos fortuitos. Son la consecuencia de una estructura de mercado que depende de intermediarios que operan con balances muy apalancados para absorber una oferta de deuda pública que crece con rapidez. Cuando sobreviene una tensión, esta estructura amplifica los shocks y desborda la capacidad de los intermediarios tradicionales.

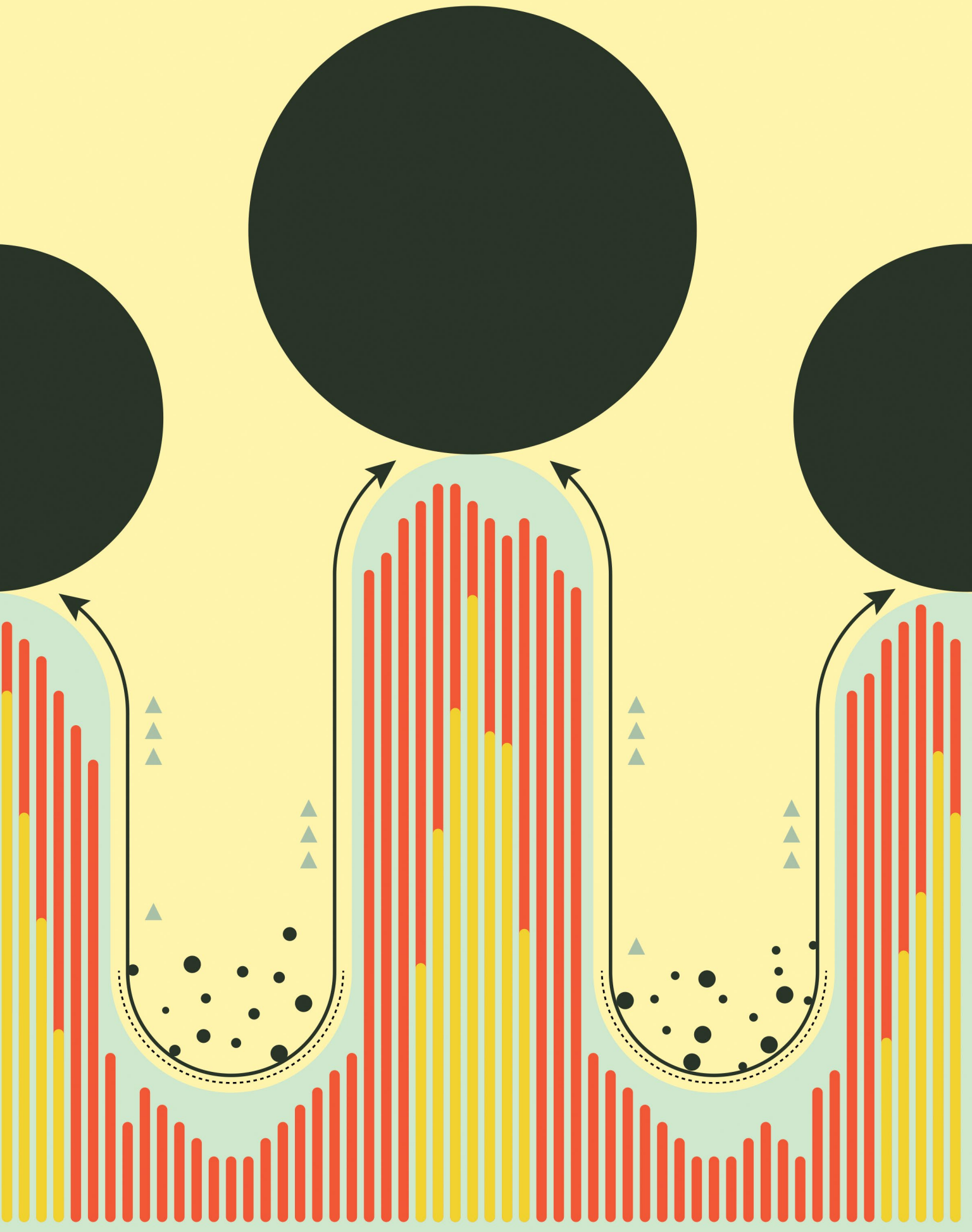
La lección de marzo de 2020 no es que la Reserva Federal haya errado al intervenir, sino que lo hizo con un instrumento demasiado amplio y difícil de separar de la política monetaria. Preparar con antelación herramientas más precisas y neutrales en términos de duración permitirá que futuras intervenciones estabilicen los mercados con mayor eficacia y menos efectos secundarios inesperados.

A medida que el mercado del Tesoro continúe expandiéndose, la cuestión no girará en torno a una nueva intervención del banco central, sino a si contará o no con los instrumentos adecuados cuando esta sea necesaria. **F&D**

**ANIL K KASHYAP** es profesor distinguido de la cátedra Stevens de Economía y Finanzas en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago, y **JEREMY C. STEIN** es profesor de la cátedra Moise Y. Safra de Economía en la Universidad de Harvard.

#### REFERENCIAS

- Barth, Daniel, and R. Jay Kahn. 2025. "Hedge Funds and the Treasury Cash-Futures Basis Trade." *Journal of Monetary Economics* 155.
- Kashyap, Anil K, Jeremy C. Stein, Jonathan Wallen, and Joshua Younger. 2025. "Treasury Market Dysfunction and the Role of the Central Bank." *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring): 221–96.



# EL CICLO DE LA DEUDA Y LA DESIGUALDAD

Atif Mian

La desigualdad extrema está alimentando una crisis de deuda en todo el mundo

**D**urante la Gran Depresión, al ver que el poder adquisitivo de la gente común se estaba desplomando, el entonces presidente de la Reserva Federal, Marriner Eccles, advirtió de que el ahorro excesivo de los ricos estaba agotando la demanda y agravando la desaceleración económica. “Para protegerlos de las consecuencias de su propia insensatez —declaró ante el Senado en 1933—, deberíamos quitarles una cantidad suficiente de su excedente para que los consumidores puedan consumir y las empresas puedan operar con beneficios”.

La desigualdad en Estados Unidos había alcanzado un nivel altísimo: el 1% más rico acaparaba aproximadamente el 42% de la riqueza. Sin embargo, una década después el panorama cambió radicalmente. La movilización de la Segunda Guerra Mundial y la tributación progresiva redujeron la desigualdad y restauraron el equilibrio entre el gasto y la producción. El problema subyacente que Eccles había destacado se desvaneció de la memoria colectiva cuando la economía estadounidense entró en un largo período de crecimiento sostenido y más equitativo.

Pero a comienzos de la década de 1980 la desigualdad volvió a aumentar: la participación en la riqueza del 1% más rico pasó de cerca del 22% en 1980 al 35% aproximadamente en 2010. A medida que el ingreso se iba concentrando en los niveles superiores, las fuerzas sobre las que Eccles había advertido volvieron a surgir: el elevado ahorro de los ricos estaba debilitando el poder adquisitivo general. Con todo, la escasez de demanda que se preveía no se produjo de inmediato: el gasto se financiaba con la deuda, cada vez más cuantiosa, que contraían los hogares situados por debajo de los niveles más altos. Desde mediados de la década de 1980 hasta comienzos del siglo XXI, la rápida acumulación de deuda de los hogares absorbió el exceso de ahorro de los ricos y sostuvo la demanda agregada.

La crisis financiera mundial de 2008 puso punto final a la prolongada racha de gasto de los hogares financiado con deuda. Cuando el sector

privado empezó a desapalancarse, el desequilibrio estructural sobre el que Eccles había advertido regresó con toda su fuerza: exceso de ahorro en los estratos superiores e insuficiente demanda generalizada en los inferiores. La Fed redujo las tasas a cero, pero la política monetaria no pudo cerrar la brecha. La carga recayó en la política fiscal: aceptar un bache profundo y prolongado o incurrir en grandes déficits primarios para estabilizar los ingresos y el empleo. Estados Unidos eligió la segunda opción.

Según Keynes, los déficits ayudan a la economía a recuperarse más deprisa después de un revés, pero solo se necesitan durante un tiempo. Cuando la escasez de demanda es estructural, es decir, responde a una situación persistente de ahorro elevado en los hogares con más ingresos, que capturan una gran parte del ingreso total, la necesidad de incurrir en déficits se prolonga durante más tiempo. En un artículo reciente, *A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits*, junto con Amir Sufi y Ludwig Straub demostramos que el aumento de la desigualdad puede obligar a los gobiernos a incurrir en déficits mayores y más prolongados. Los déficits deben ser suficientemente grandes como para mantener a la economía lejos del límite cero (cuando las tasas de interés nominales llegan a cero y la política monetaria deja de ser eficaz) y evitar las recesiones.

Un exceso de ahorro en aumento (es decir, la saturación del ahorro en los hogares de más ingreso) obliga a la economía a depender cada vez más del gasto financiado con deuda para sostener la demanda agregada. Antes de 2008, el sistema financiero lo hacía ampliando el crédito a los hogares, lo que favorecía el consumo aunque aumentara la desigualdad. Cuando el sector privado perdió de repente la capacidad para seguir endeudándose durante la crisis financiera, la carga de la creación de crédito se desplazó al sector público, como demuestran los datos de Estados Unidos.

En el gráfico 1 se puede ver que el crédito total (público más privado) aumenta bruscamente a partir de los primeros años de la década de 1980. Las líneas azules y rojas muestran la distribución



del crédito entre el sector privado y el público y separan el período previo a la crisis (de 1980 a 2008) del posterior (a partir de 2008). De 1980 a 2008, casi todo el aumento del crédito refleja un repunte en la toma de préstamos del sector privado; la deuda pública se mantiene comparativamente estable.

Después de 2008, el patrón se invierte. Aunque la tasa de los fondos federales estaba cerca de cero, el sector privado no pudo (o no quiso) endeudarse más, de modo que sostener la demanda exigió un aumento del crédito proveniente del sector público. Esta es la lógica de la visión Goldilocks, o “Ricitos de Oro”, sobre los déficits fiscales: cuando la capacidad de endeudamiento del sector privado está limitada, la deuda pública puede compensar la brecha de demanda y ayudar a evitar una prolongada depresión económica. Como anticipa esa predicción, la proporción de crédito total a PIB sigue subiendo después de 2008 prácticamente al mismo ritmo —aunque esto se debe casi por completo al aumento de la deuda pública— mientras que, en términos generales, el crédito privado se mantiene estable en relación con el PIB.

Un exceso de ahorro en un contexto de tasas de interés cercanas a cero obliga al gobierno a incrementar la deuda y los déficits, pero su capacidad para endeudarse no es infinita. Si se ejerce demasiada presión sobre el déficit, con el tiempo las tasas de interés de la deuda pública pueden aumentar, lo que haría insostenible la trayectoria de la deuda. Una desigualdad elevada y el consiguiente exceso de ahorro por parte de los ricos plantea un dilema de tipo Goldilocks para la política fiscal: los déficits no pueden ser “demasiado fríos” (insuficientes para cerrar la brecha de demanda) ni “demasiado calientes” (tan grandes que desestabilicen la dinámica de la deuda). Los datos sugieren que en 2019 Estados Unidos estaba operando cerca de ese límite superior, es decir, cerca del mayor déficit sostenible a largo plazo.

Los déficits públicos más elevados y persistentes desde entonces podrían estar llevando la dinámica de la deuda estadounidense por una senda menos sostenible. La presión sobre las finanzas públicas de Estados Unidos no tiene precedentes en su historia moderna: la deuda del gobierno federal y los costos netos de intereses como porcentaje del PIB se encuentran cerca de sus máximos históricos. Se proyecta que el déficit se aproximará al 6% del PIB, con lo que la deuda seguiría aumentando en relación con la economía y amenazaría la sostenibilidad.

### Lo que revelan los datos sobre otros países

El exceso de ahorro está aumentando en todas partes. La proporción del ingreso que corresponde al 1% más rico ha aumentado en todo el mundo. Las sociedades empresariales son un vehículo con ventajas fiscales que permite a los ricos

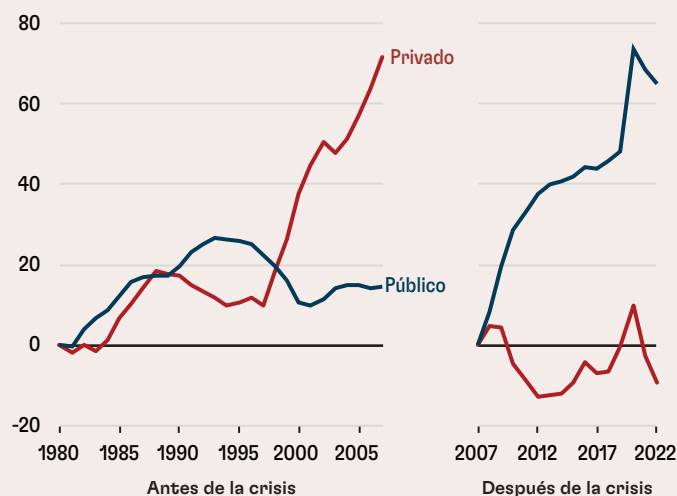
ahorrar y, por tanto, el ahorro de las sociedades ha aumentado considerablemente en todo el mundo en las últimas décadas. Los estados soberanos ricos están favoreciendo el aumento del ahorro a través de sus bancos centrales y fondos soberanos de inversión. Pero la inversión mundial no ha seguido el ritmo, y esto ha llevado a una saturación del ahorro que requiere más crédito improductivo

GRÁFICO 1

## Deuda privada y pública

Después de la crisis financiera mundial, el sector público de Estados Unidos desplazó al sector privado como principal motor de crecimiento del crédito y expansión económica.

(variación en la relación de deuda/PIB en EE.UU., en porcentaje)

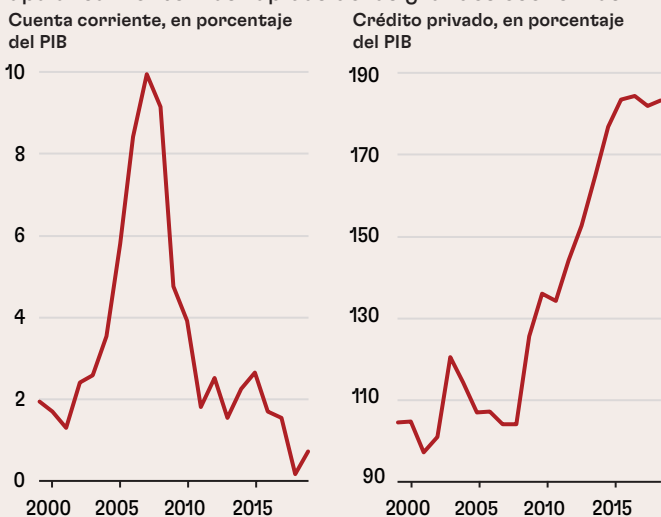


FUENTES: Base de datos sobre la deuda mundial del FMI y cálculos del autor.

GRÁFICO 2

## Aumento de la deuda interna china

A la reducción de su superávit externo tras 2008 siguió un aumento brusco de la deuda, una de las acumulaciones de apalancamiento más rápidas de las grandes economías.



FUENTES: Manual de Balanza de Pagos del FMI, Banco Mundial y cálculos del autor.

para mantener la demanda de consumo. Muchas de las principales economías se encuentran en situación parecida a la de Estados Unidos: mayor dependencia de la deuda para generar demanda, primero a través de la deuda privada de los hogares y después a través de la deuda pública.

La deuda total en el Reino Unido, por ejemplo, empezó a aumentar rápidamente en la década de 1980, impulsada principalmente por la toma de préstamos privados hasta 2008 y, después, por la deuda pública. Japón siguió una trayectoria parecida, pero empezó antes. Allí, el auge del crédito privado terminó a comienzos de la década de 1990 y, posteriormente, la deuda pública absorbió el ajuste. En la zona del euro, el lanzamiento del euro en 1999 coincidió con un rápido aumento del crédito privado que culminó en la crisis de 2008; desde entonces, el desapalancamiento privado ha estado acompañado de un giro hacia una mayor deuda pública.

## China

China también pasó a depender cada vez más de la deuda para sostener la demanda. Pero, a diferencia de la mayoría de las grandes economías, al principio lo hizo exportando su exceso de ahorro al exterior, registrando grandes superávits en cuenta corriente que aumentaron la deuda neta del resto del mundo con China. Estos pasivos externos, a su vez, ayudaron a financiar el gasto en bienes chinos.

Durante buena parte de la primera década del siglo XXI, el superávit en cuenta corriente de China como porcentaje del PIB aumentó rápidamente, aunque el propio PIB estaba aumentando a un ritmo extraordinario (gráfico 2). En vísperas de la crisis financiera de 2008, el superávit se acercaba al 10% del PIB: un nivel excepcionalmente elevado para una de las grandes economías. Era poco probable que un desequilibrio externo tan considerable fuera sostenible.

A medida que las economías avanzadas dejaban de ser capaces de mantener la demanda a través del crédito privado en constante aumento, especialmente después de 2008, la estrategia que China había adoptado antes de exportar su exceso de ahorro al exterior encontró sus límites. La expansión continua del crédito neto al exterior capaz de sostener superávits comerciales muy elevados se tornó cada vez más difícil. Ambas partes introdujeron ajustes y reorientaron la creación de deuda hacia nuevas fuentes: las economías avanzadas pasaron a depender más del déficit público, y China recurrió a la expansión del crédito interno para sostener la demanda ante su propio exceso de ahorro.

A medida que el superávit externo de China se reducía a niveles más moderados después de 2008, la relación de deuda interna a PIB aumentó rápidamente. El aumento fue generalizado: iba más allá del endeudamiento de las empresas y los gobiernos locales para incluir un rápido crecimiento de la deuda de los hogares. Este es uno de los aumentos del apalancamiento interno más acelerados que se han observado entre las grandes economías.

## ¿Por qué la inversión no aumenta?

¿Por qué los mercados financieros no canalizaron los abundantes fondos hacia la inversión productiva? A pesar del aumento de la razón de deuda total a PIB, la razón de inversión a PIB en las principales economías se ha mantenido, en general, estable; a veces incluso se ha reducido un poco. ¿Se debe esto a que el sistema financiero no es propicio para el financiamiento paciente a largo plazo? ¿O es que las

limitaciones impuestas por la normativa o por el lado de la oferta inhiben la inversión?

Cuando el exceso de ahorro se canaliza hacia deuda improductiva que financia el consumo en lugar de la inversión, los deudores no generan ingresos adicionales que permitan reembolsar la nueva deuda en términos agregados. El resultado es una razón de deuda a PIB en constante aumento y una presión a la baja sobre las tasas de interés para que la deuda siga siendo sostenible. En un trabajo anterior hicimos referencia a esta dinámica llamándola “demanda endeudada”: crecimiento sostenido por medio de préstamos debido a que el poder adquisitivo subyacente es insuficiente.

## La fragilidad definitiva

El riesgo fundamental de depender de la demanda endeudada es su inherente fragilidad. Una vez que los deudores privados agotan su capacidad de endeudamiento, como ocurrió en 2008, sostener la demanda requiere un respaldo fiscal mayor y más persistente, lo que explica el aumento de los déficits y la deuda pública después de la crisis. Por eso, la fragilidad de las finanzas públicas de hoy en todo el mundo no es una decisión de política aislada, sino el resultado final de la incapacidad de un sistema económico para convertir el abundante ahorro en inversión productiva.

La cuestión que se plantea hoy es si el gobierno de Estados Unidos puede contener el gasto público en caso de que los mercados se pongan nerviosos. La polarización política y la paralización de la actividad legislativa significan que la confianza es limitada. Sin embargo, la lección más trascendental es que los desequilibrios estructurales —que son consecuencia del ahorro excesivo de los ricos— crean las mismas condiciones que exponen a la economía a tales riesgos. No es realista esperar que las autoridades mantengan los déficits en un nivel Goldilocks a perpetuidad: cuando la desigualdad suprime la demanda, pueden pecar de no brindar apoyo suficiente, como en la época de Eccles; en otros momentos, tal vez permitan que los déficits se prolonguen demasiado, como muchos temen que esté sucediendo en la actualidad.

Muchas veces hablamos de la desigualdad como si se tratara de un concepto moral, pero hay otra enseñanza más general y más dura: cuando se concentra demasiado ingreso en los niveles más altos, la demanda se debilita, los déficits persisten y la dependencia de la deuda nos debilita a todos. Eccles capturó esa lógica colectiva en 1933. Su recomendación de quitar parte del excedente a los más ricos para que los consumidores pudieran consumir y las empresas pudieran operar con beneficios es tan pertinente hoy como lo era entonces. Como dijo Eccles, “no se trata de exprimir a los ricos, sino de salvarlos”. **F&D**

**ATIF MIAN** ocupa la cátedra John H. Laporte, Jr. Class of 1967 de Economía, Política Pública y Finanzas de la Universidad de Princeton.

# LA NUEVA CARA DE LA DEUDA AFRICANA

Amadou Sy y Athene Laws

La transición de la deuda externa a la deuda interna conlleva ventajas y riesgos

**E**n África subsahariana está en curso una importante transformación: los gobiernos están recurriendo cada vez menos a la deuda externa y cada vez más a la deuda interna. Esta tendencia brinda nuevas oportunidades para generar resiliencia y fomentar el desarrollo, pero también plantea nuevos desafíos que han de gestionarse con cautela.

A principios del milenio, los gobiernos de África subsahariana dependían en gran medida de los préstamos externos, en particular de los préstamos en condiciones favorables en moneda extranjera concedidos por instituciones bilaterales y multilaterales (gráfico 1). Después de que la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados redujera el volumen de la deuda externa, el sólido crecimiento de las economías africanas, sumado a la búsqueda mundial de rentabilidad por parte de los inversionistas internacionales, llevó a muchos países a emitir eurobonos (préstamos emitidos en mercados extranjeros y normalmente denominados en dólares o euros). Si bien estos instrumentos ampliaron el acceso al financiamiento, también aumentaron la exposición a las fluctuaciones monetarias y a las repentinas variaciones en la actitud de los inversionistas extranjeros. Cuando las tasas de interés internacionales se dispararon y las condiciones financieras mundiales se endurecieron en 2022, muchos países se vieron excluidos de los mercados mundiales.

Con el tiempo, los países se inclinaron cada vez más por el endeudamiento interno y emitieron deuda en los mercados locales y en su propia moneda. Algunos países recurrieron a esta medida para hacer frente a las elevadas necesidades de financiamiento y a la pérdida de acceso a los mercados internacionales. Otros

aumentaron gradualmente el endeudamiento interno como parte de una iniciativa más amplia para desarrollar los mercados financieros. Como resultado de esta transición en la composición de la deuda, la mayor parte de la deuda pública de África subsahariana es ahora interna.

## Múltiples beneficios

Recurrir a los mercados de deuda interna conlleva numerosas ventajas. Los gobiernos pueden obtener préstamos en sus propias monedas, lo que les permite eludir los riesgos asociados a las fluctuaciones del tipo de cambio y la necesidad de recurrir a las reservas internacionales para los reembolsos. Estas deudas se rigen por la legislación local, lo que simplifica su gestión y la hace más predecible. Por encima de todo, los países están menos expuestos a las fluctuaciones de la actitud de los inversionistas internacionales o de las tasas de interés mundiales. La reciente congelación de la emisión de eurobonos en la región —ningún país de África subsahariana emitió eurobonos entre el segundo trimestre de 2022 y enero de 2024— pone de relieve el peligro de depender en exceso de una única fuente de financiamiento.

Los beneficios trascienden los balances públicos. Los mercados de deuda interna dinámicos también pueden contribuir a un crecimiento macroeconómico más amplio y proteger frente a shocks económicos. La emisión periódica de deuda interna refuerza las herramientas con las que cuentan los bancos centrales para llevar a cabo operaciones de política monetaria, lo que facilita la gestión de la economía y el control de la inflación. Además, a medida que emiten más deuda con diferentes vencimientos, los gobiernos generan una “curva





de rendimiento”, una herramienta fundamental para valorar el riesgo y fomentar el desarrollo de los mercados financieros. Esto sienta las bases de un sector privado próspero, esencial para la creación de empleo y el crecimiento económico. En una región en la que el acceso al financiamiento suele ser un obstáculo importante para el crecimiento empresarial, la creación de mercados de capitales sólidos es más importante que nunca.

### Nuevos riesgos

Junto con los beneficios, los mercados de deuda interna plantean una serie de nuevos riesgos que deben gestionarse con cuidado. La deuda interna suele emitirse por períodos mucho más cortos que los préstamos externos, a veces solo días o meses, en lugar de años o décadas (gráfico 2). Algunos países, como Mauricio y Tanzania, han logrado alargar estos vencimientos, lo que ha sido positivo para la política monetaria y los mercados de capitales. Otros, con marcos de deuda menos desarrollados, mercados limitados o grandes vulnerabilidades macroeconómicas, se ven obligados a recurrir al endeudamiento a corto plazo. Desde la reestructuración de su deuda interna en 2023, Ghana solo ha emitido Letras del Tesoro con vencimiento inferior a un año: el vencimiento pendiente medio era de menos de tres meses al 30 de noviembre de 2025. Unos plazos de vencimiento más cortos exponen a los países al riesgo de refinanciamiento, es decir, al peligro de que, cuando venza la deuda anterior, los gobiernos tengan que pagar tasas de interés

más altas o tengan dificultades para encontrar nuevos compradores. Generar confianza mediante una gestión transparente y fiable de la deuda es esencial para ampliar gradualmente los vencimientos y reducir estos riesgos.

Otro obstáculo es el costo, en particular en un momento en que los gobiernos ya se enfrentan al gravoso servicio de la deuda. La deuda interna suele estar sujeta a tasas de interés más altas que los préstamos concesionarios que ofrecen los socios internacionales y, en ocasiones, superiores a las tasas de interés de mercado de los eurobonos. En 2024, la tasa de interés mediana de la deuda interna emitida por los países de África subsahariana era del 8,8%. En muchos países, esto encarece el endeudamiento interno. Sin embargo, dado que la inflación también es más alta en gran parte de la región, el costo real de la deuda (tras tener en cuenta la inflación) puede variar considerablemente y, en algunos casos, puede ser incluso negativo. En última instancia, el precio que pagan los gobiernos refleja la confianza que tienen los inversionistas en su gestión de la economía. Un sólido historial de políticas fiscales sólidas y prácticas transparentes en materia de deuda permite controlar los costos de endeudamiento.

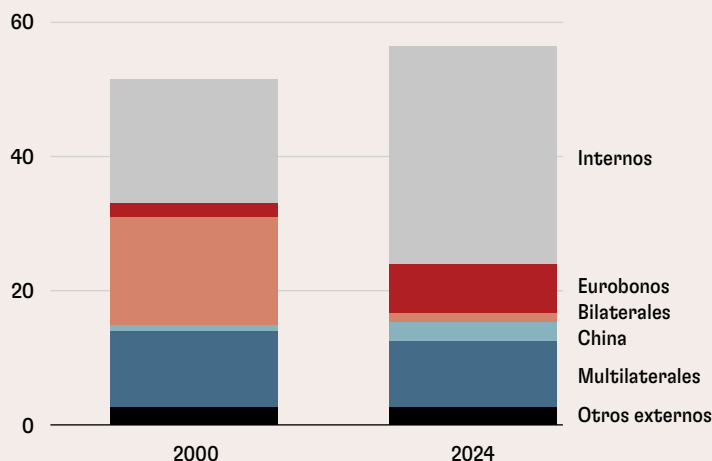
También existe el riesgo de sobrecargar los pequeños sistemas financieros locales. En muchos países, los bancos poseen grandes cantidades de deuda pública, lo que puede hacer subir las tasas de interés y dificultar la obtención de préstamos por parte de las empresas. Sin acceso a préstamos, las empresas —y, por lo tanto,

Los operadores llegan a la Bolsa de Valores de Nairobi.

GRÁFICO 1

## Hacia la deuda interna

Los gobiernos de África subsahariana han dejado de recurrir a los préstamos externos en favor del endeudamiento interno. (porcentaje del PIB)



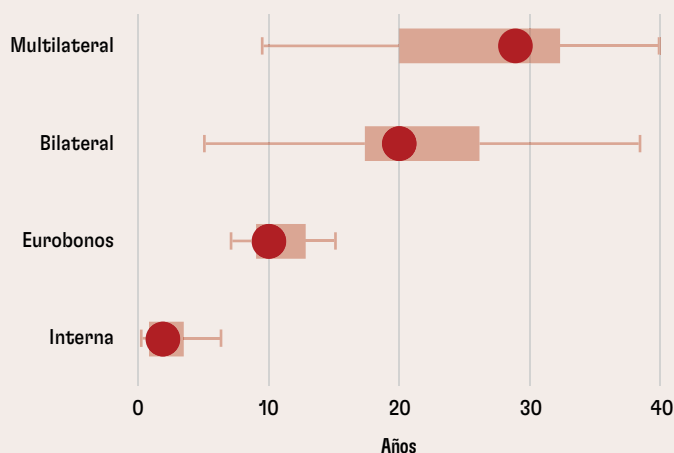
FUENTES: Banco Mundial, International Debt Statistics, y FMI, base de datos Perspectivas de la economía mundial. NOTA: Excluye Guinea Ecuatorial, Namibia, Seychelles y Sudán del Sur debido a disponibilidad de datos.

GRÁFICO 2

## Vencimientos más cortos

La deuda interna suele emitirse con duraciones breves, a veces solo de días o meses, a diferencia de los préstamos externos.

(distribución del vencimiento de la deuda por instrumento, 2015–2024)



FUENTES: African Debt Database y cálculos del personal técnico del FMI. NOTA: El vencimiento se calcula como el vencimiento medio ponderado en el momento de la emisión, por país e instrumento.

la economía— tienen dificultades para crecer. Se trata del problema del huevo y la gallina: los bancos suelen comprar deuda pública porque no existen suficientes oportunidades para conceder préstamos al sector privado, pero sus grandes tenencias de deuda limitan el crédito disponible para las empresas. Si los gobiernos presionan a los bancos, directa o indirectamente, para que compren aún más deuda, el problema puede agravarse.

Una preocupación conexa es el creciente nexo entre la banca y el Estado. A medida que los bancos acumulan más deuda pública, la suerte de unos empieza a depender de la de otros y eso puede crear un círculo vicioso. La pérdida de solvencia de un gobierno puede acabar con los activos de los bancos y provocar una crisis bancaria. A su vez, una crisis bancaria puede devenir en rescates bancarios, una reducción del crédito privado y del crecimiento, salidas de capital y una crisis fiscal más aguda. En África subsahariana, este nexo está creciendo a mayor velocidad que en cualquier otra parte del mundo, y el crecimiento viene impulsado principalmente por los países de ingreso bajo (gráfico 3). Permitir la participación de inversionistas de fuera del ámbito bancario y reforzar la supervisión financiera son medidas esenciales para reducir estos riesgos.

Una forma de ampliar el número de inversionistas es dejando que los inversionistas extranjeros compren deuda interna. Se observa que un aumento de la participación de los no residentes en la deuda interna se asocia con rendimientos más bajos y mayor liquidez, lo que reduce los costos de servicio de la deuda (Alter *et al.*, 2025). Sin embargo, el aumento de la participación extranjera entraña nuevos riesgos. Los flujos no residentes pueden ser más volátiles y sensibles a las condiciones de inversión, y provocar fuertes oscilaciones en los rendimientos y las ventas: esto es lo que se conoce como los problemas del “dinero especulativo”. En general, cuanto más endeudado está un país, mayores son los desafíos. Si bien una regulación inteligente puede contribuir a mitigar los riesgos, la falta de datos sobre la propiedad puede complicar la formulación de políticas.

### Conclusión

Tras superar años de shocks sucesivos, la deuda pública global en África subsahariana se ha estabilizado, aunque a un nivel elevado. Sin embargo, el costo de servicio de esta deuda ha seguido aumentando, lo que ha reducido los presupuestos públicos y ha limitado el margen para realizar inversiones esenciales en sanidad, educación e infraestructura. Hoy en día, un

gobierno tipo de la región gasta aproximadamente una séptima parte de sus ingresos solo en el pago de intereses. Este es el contexto en el que la deuda interna está adquiriendo más protagonismo.

Los países que incorporan el desarrollo del mercado de deuda interna en una estrategia económica más general están en mejores condiciones para aprovechar sus beneficios y gestionar sus riesgos. Cuando el endeudamiento interno es un componente deliberado y bien planificado del conjunto de herramientas financieras de un país, puede respaldar la resiliencia y el crecimiento sostenible. Por el contrario, los países que recurren a la deuda interna principalmente como respuesta a una crisis —tras perder el acceso a los mercados externos— a menudo se encuentran en una posición más vulnerable.

Las buenas prácticas de gestión de la deuda siguen constituyendo la base necesaria para mantener el acceso al mercado y contener los costos de endeudamiento, ya sea a nivel interno o internacional. La transparencia es esencial: la publicación puntual de estadísticas precisas y completas sobre la deuda y la comunicación eficaz con los inversionistas y con el público contribuyen a generar confianza. También es fundamental contar con marcos jurídicos y normativos sólidos, una gestión prudente de la cartera de deuda y una

estrategia clara en materia de sostenibilidad de la deuda. Abordar las deficiencias en la gestión de las finanzas públicas —mediante auditores con mayor autoridad, una gobernanza sólida, una supervisión minuciosa de las empresas de propiedad estatal y una administración de fondos adecuada— contribuye a reforzar aún más los cimientos. Por último, la gestión de la inversión pública debe ser eficiente y eficaz a fin de garantizar que los recursos públicos (incluida la deuda) se destinen a inversiones que fomenten el crecimiento.

Es fundamental que el desarrollo del mercado de deuda vaya acompañado de reformas globales de los sectores financiero y privado. Ampliar la base de inversionistas internos e incluir fondos de pensiones, compañías de seguros y otros proveedores de capital privado a largo plazo puede contribuir a diversificar la demanda de deuda pública y reducir los riesgos. Es imprescindible reforzar los bancos y las instituciones financieras no bancarias mediante una regulación y supervisión inteligentes. En definitiva, un sector financiero próspero favorece un sector privado dinámico y, al mismo tiempo, depende de él. Eliminar los obstáculos al crecimiento empresarial y diversificar la economía —mediante reformas en el entorno empresarial, la educación, el desarrollo de competencias y la infraestructura— completa el panorama general.

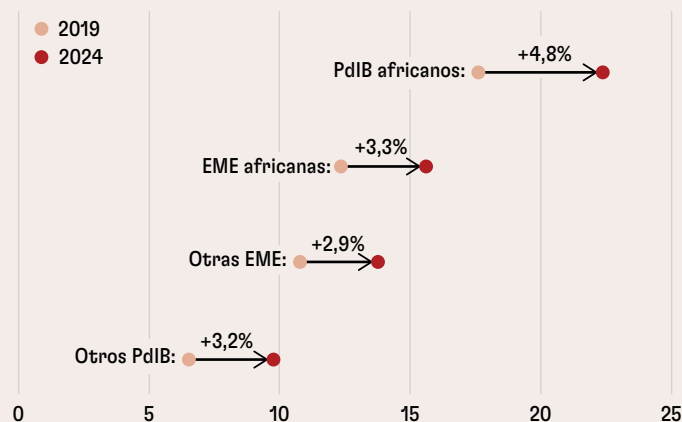
La estabilidad de las condiciones macroeconómicas es un requisito previo indispensable para el éxito. Por mucha innovación que se impulse en los mercados de deuda interna, no se puede ocultar una mala gestión fiscal, una inflación elevada o una carga insostenible de la deuda. De hecho, estas debilidades pueden retroalimentarse, amplificando los riesgos. Si se utiliza con criterio, la deuda interna puede ser una poderosa herramienta para fomentar la resiliencia y el desarrollo sostenible, pero solo si forma parte de una estrategia económica integral y bien gestionada. **F&D**

### GRÁFICO 3

## Nexo entre la banca y el Estado

Los bancos de los países de bajo ingreso de África subsahariana muy expuestos a la deuda pública son los más propensos a sufrir los efectos negativos de las interacciones negativas entre las entidades soberanas y los bancos.

(deuda pública como porcentaje de los activos bancarios)



FUENTES: Barrail, Dehmej y Wezel (de próxima publicación) y cálculos del personal técnico del FMI.

NOTA: EME = economías de mercados emergentes; PdIB = países de ingreso bajo.

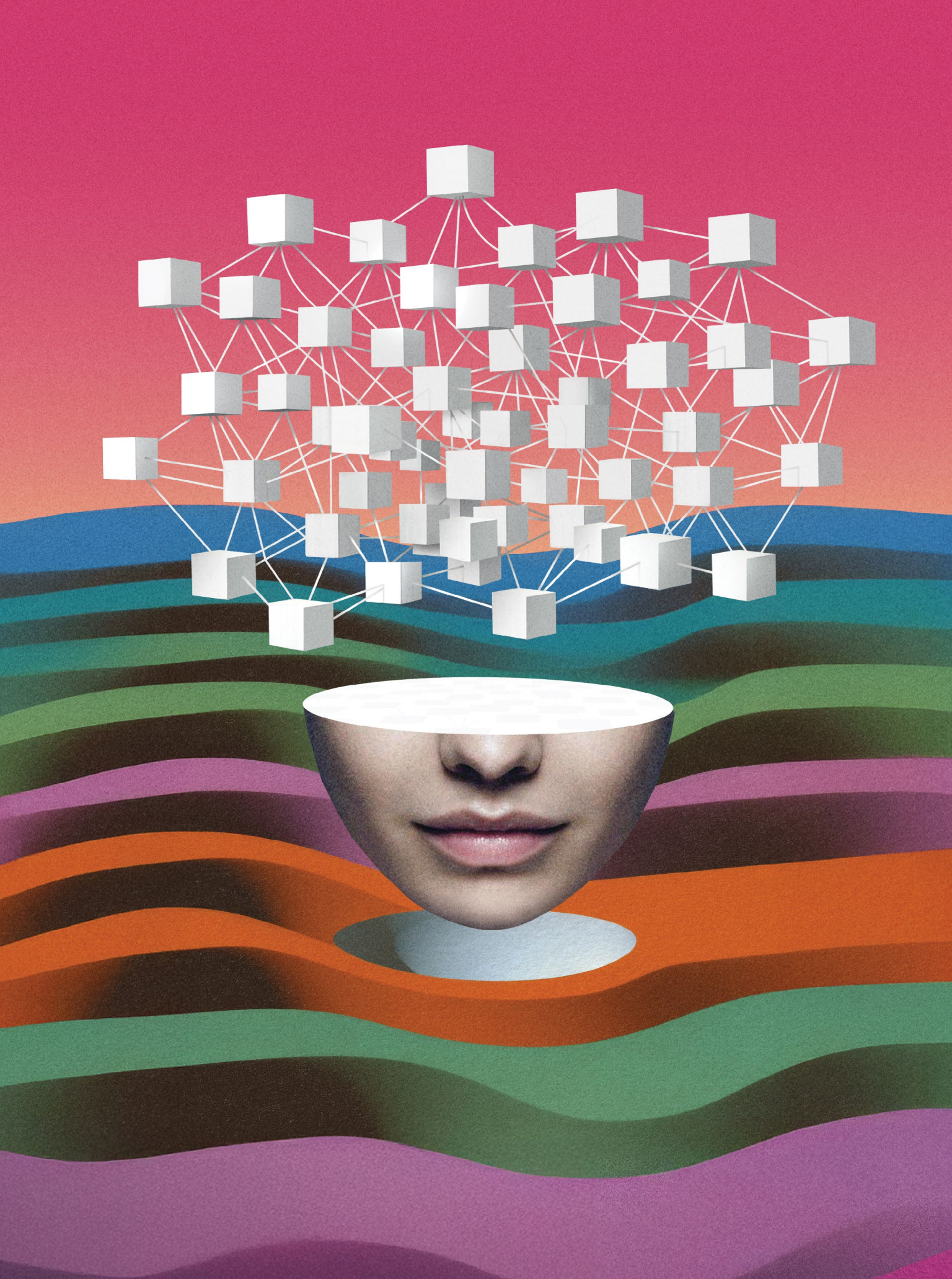
**AMADOU SY** es director adjunto y **ATHENE LAWS** es economista, ambos en el Departamento de África del FMI.

#### REFERENCIAS

Alter, A., K. Khandelwal, T. Lemaire, H. Mighri, C. Sever, and L. Tucker. 2025. "Navigating the Evolving Landscape of External Financing in Sub-Saharan Africa." IMF Working Paper 25/139, International Monetary Fund, Washington, DC.

Barrail, Z., S. Dehmej, and T. Wezel. Forthcoming. "The Sovereign-Bank Nexus in Emerging Market and Developing Economies: Trends, Determinants, and Macroeconomic Implications." IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.







# Viejas leyes, nuevas máquinas

Biagio Bossone

## LOS PRINCIPIOS DE LA ROBÓTICA DEL AUTOR DE CIENCIA FICCIÓN ISAAC ASIMOV AYUDAN A MARCAR EL RUMBO ÉTICO DE LA IA EN LAS FINANZAS

El reloj marca las 7.45 horas en el centro de operaciones de un banco central. Resplandecen en las pantallas los colores de los mapas que representan el sistema financiero. Durante la noche, un modelo de IA dedicado al seguimiento de las condiciones de liquidez ha analizado miles de datos sobre bancos, agentes y procesadores de pagos. Un puntito rojo parpadea junto al nombre de un banco cuya actividad de pagos ha caído repentinamente. Los analistas alzan la vista. La máquina ha detectado algo inusual, tal vez se trate de un error pasajero, o tal vez sea un primer indicio de tensión.

Momentos como este se han convertido en mera rutina en los centros financieros de todo el mundo. La IA —integrada en la calificación de crédito, la detección de fraude, las operaciones algorítmicas de mercado e incluso el análisis monetario— es ya el socio silencioso de las finanzas mundiales: forma parte del telón de fondo de todas las transacciones y rastrea vastos océanos de datos en busca de patrones imperceptibles para el ojo humano.

Y, además, nos deslumbra con su promesa de hallazgos más rápidos, alertas tempranas y mercados más eficientes. Ahora bien, los peligros que entraña son igualmente considerables. Las veloces respuestas coordinadas de la IA pueden generar dinámicas que afecten a todo el sistema y para las que no existe equivalente humano, incluidos bucles de retroalimentación que nadie controla. Los mismos sistemas que hacen las finanzas más eficaces pueden volverlas más frágiles.

¿Cómo asegurarnos de que esta nueva inteligencia esté al servicio del sistema en vez de socavarlo? Curiosamente, un viejo concepto de la ciencia ficción podría tener la respuesta.

### Las leyes de Asimov

En la década de 1940, Isaac Asimov imaginó unos robots inteligentes gobernados por tres leyes sencillas: evitar causar daño a los seres humanos, obedecer órdenes salvo que causaran daño y proteger su propio funcionamiento sin descuidar las otras dos leyes superiores. Más adelante, Asimov añadiría una cuarta “ley fundamental”

que establecía que los robots no debían causar daño a la Humanidad en su conjunto.

En la actualidad, las finanzas se enfrentan a un desafío similar. Los modelos de aprendizaje automático cada vez influyen más en cuestiones tales como a quién se concede crédito, cómo se ajustan las carteras y cómo detectan los riesgos los supervisores; afectan pues a cómo fluye la información y cómo se ajustan los precios en toda la economía.

La jerarquía de leyes que establece Asimov, reinterpretada en el contexto de la supervisión financiera, se convierte en un principio ético para el uso de la IA en el ámbito de las finanzas: en primer lugar, la IA no debería perjudicar a la estabilidad financiera ni a la integridad del consumidor; además debe obedecer los mandatos institucionales sin comprometer ni la imparcialidad ni la seguridad; asimismo, debería preservar su propia resiliencia sin eludir la rendición de cuentas. Y, sobre todo, debería estar al servicio del objetivo primordial de resguardar la confianza sobre la que se erigen las finanzas.

No obstante, cualquier tipo de analogía con las leyes de Asimov exige cautela. Los sistemas de IA carecen de brújula moral. Más bien, su naturaleza generativa hace que les resulte fácil soslayar principios generalmente aceptados. Los fracasos del mundo real ilustran la fragilidad de las restricciones impuestas a través de la codificación rígida.

### No causar daño

La verdad es que un banco comercial grande no cierra nunca. Sus sistemas operan ininterrumpidamente en distintas zonas horarias, procesando transacciones, actualizando exposiciones y oteando el escenario de operaciones en busca de anomalías que pudieran indicar fraude o tensión. Y, sin embargo, siempre hay algún error. La IA puede interpretar los patrones incorrectamente, heredar sesgos históricos o reforzar señales del mercado que aceleren la volatilidad.

El mandato de Asimov de no causar daño adquiere un significado operativo: la obligación de evitar causar daño no se aplica únicamente a los consumidores sino también a la estabilidad misma del sistema, lo que exige pruebas rigurosas, una gobernanza de datos prudente y, lo más importante de todo, capacidad de dar explicaciones, porque si un algoritmo no es capaz de justificar sus decisiones, lo mismo puede decirse de la institución que depende de él. Los actuales modelos de IA no alcanzan a explicar su razonamiento propio, aunque saben generar narrativas a posteriori, y esto convierte la capacidad de dar explicaciones en un requisito institucional, no técnico.

Los efectos macrofinancieros de la IA pueden ser enormes. Cuando los algoritmos reaccionan a la información nueva a la velocidad de las máquinas, los ajustes de precios y las variaciones de liquidez resultan más milimétricos y sincronizados que en los mercados gestionados por humanos. Episodios como el desplome repentino de 2010 demuestran que los sistemas automatizados pueden afectar a los mercados mucho antes de que las autoridades logren intervenir.

Hoy por hoy, el entorno es todavía más complejo. La cuestión no es solo que la IA reacciona más rápido, sino que además lo hace de manera *diferente*. Su lógica interna no solo acelera la retroalimentación entre información y acción, sino que le confiere una *forma nueva*. Los modelos impulsados por la IA influyen en el precio del crédito, la asignación de activos y las primas de riesgo de un modo en que todos esos movimientos se refuerzan entre sí. Cuando, en todos esos frentes, se produce un ajuste conjunto de las estrategias —porque se interpretan las señales de forma parecida o porque convergen las rutinas de optimización—, esto puede afectar la transmisión de los shocks económicos y la respuesta de política económica por parte de los bancos centrales.

## Obediencia y discernimiento

La obediencia es intrínseca a la IA. La inteligencia artificial optimiza cualquier objetivo que se le fije, ya sea beneficio, exactitud o cumplimiento, pero la obediencia ciega es peligrosa en finanzas, un ámbito en el que las disyuntivas son tanto morales como técnicas. Un modelo de crédito diseñado para minimizar el incumplimiento puede responder excluyendo colectivos enteros por considerarlos de alto riesgo, con lo que se agravaría la desigualdad en vez de gestionarla. Un algoritmo de negociación destinado a maximizar los rendimientos podría ser tan sensible a señales ínfimas de los precios que desestabilizaría los mercados.

No hay por qué dudar de la legitimidad de los usos de la IA, pero han de circunscribirse a funcionar como herramientas y no atribuírseles la toma de decisiones. La IA debería aportar información para formular criterios, no para sustituirlos. La política monetaria, la supervisión financiera y la gestión de crisis requieren discernimiento humano. Los modelos no pueden ser los encargados de dirigir estas funciones, sobre todo si están entrenados con datos desactualizados y no son capaces de predecir nuevos shocks. Además, debido a que la IA altera las expectativas, podría debilitar los canales tradicionales de señalización a través de los cuales operan las políticas. Los humanos también se equivocan o, como suele decirse, los encargados de formular políticas siempre están mejor preparados para la crisis que ya pasó. La lección no es que las máquinas —o los humanos— fallen, sino que unos y otros deben aprender juntos, siendo ambos conscientes de los puntos ciegos del otro.

Pese al gran avance de la programación y la informática, las finanzas siguen siendo una empresa humana. El discernimiento, la empatía y la responsabilidad no son automatizables. Así pues, bancos centrales, instituciones financieras y reguladores deben cultivar no solo el conocimiento y

las competencias en materia de datos, sino también en el plano de la ética. La IA puede reforzar la supervisión, pero la gobernanza sigue siendo una tarea de orden moral.

## Resiliencia y rendición de cuentas

La ley del instinto de supervivencia se traduce en resiliencia. Los sistemas de IA deben funcionar de manera confiable en situaciones de tensión y las instituciones han de responsabilizarse de sus algoritmos.

La resiliencia técnica implica redundancia, seguimiento y pruebas en escenarios extremos. La resiliencia institucional implica apertura: los reguladores deberían poder auditar las decisiones de la IA, incluso cuando se utilice código propietario. Todo esto requiere contar con competencias y herramientas que permitan validar y cuestionar los modelos de IA utilizados por las empresas.

El Centro de Innovación del Banco de Pagos Internacionales (BPI) ha desarrollado prototipos de herramientas que ayudan a los supervisores a analizar grandes conjuntos de datos y detectar anomalías. Estos esfuerzos son prometedores, y además el principio subyacente es simple: todo algoritmo que afecte a la estabilidad financiera debería ser susceptible de supervisión.

El secretismo engendra fragilidad. Cuando los modelos son cajas negras, se acumulan los errores no detectados. La crisis financiera mundial de 2008 es un recordatorio de cómo la complejidad sin transparencia lleva al derrumbe. La IA presenta el mismo tipo de advertencia, solo que en forma digital.

La rendición de cuentas también afecta a la gobernanza. Las instituciones financieras deberían nombrar responsables de riesgos derivados de la IA, en paralelo a los directores de riesgos o los oficiales de cumplimiento, para así garantizar que los algoritmos puedan explicarse y auditarse. Los reguladores, por su parte, deben desarrollar el conocimiento sobre IA para interpretar y cuestionar los resultados que se les presenten. El objetivo no es ralentizar la innovación sino hacerla más segura, justa y comprensible.

## Una ley superior

En el mundo real, la ley fundamental —no causar daño a la Humanidad en su conjunto— se traduce en la preservación de la confianza. La confianza es la infraestructura invisible de las finanzas.

Si la IA —por sesgada, inestable o irresponsable— mina la confianza, entonces supone una amenaza para los cimientos del sistema. En cambio, si se alinea con el interés general, la IA fortalecería la confianza, pues puede detectar el fraude más rápidamente, hacer la supervisión más proactiva y ampliar el acceso financiero para que llegue a quienes durante largo tiempo han permanecido excluidos.

La ley superior de la IA, por tanto, consiste en ponerse al servicio del contrato social, que es en definitiva el dinero, a fin de reforzar la confianza, la justicia y la estabilidad. Todas y cada una de las instituciones que utilizan la IA deberían ser juzgadas en función de si fortalecen o debilitan ese contrato.



El impacto de la IA se hace particularmente visible en los mercados emergentes, donde las finanzas digitales están evolucionando rápidamente y la escasez de datos lleva ya largo tiempo restringiendo el acceso al crédito y los servicios públicos. En lugar de reemplazar las herramientas digitales existentes, la IA amplifica lo que estos sistemas son capaces de hacer gracias a que extrae de grandes conjuntos de datos desestructurados unos patrones que los modelos tradicionales no alcanzan a interpretar.

En Kenya, por ejemplo, los ecosistemas de dinero móvil como M-Pesa generan una huella transaccional muy reveladora que, cada vez más, es objeto de análisis mediante modelos de calificación basados en IA. Los patrones conductuales y los comportamientos regulares detectados en los flujos de efectivo que resultan de ese análisis permiten a los prestamistas evaluar el riesgo atribuible a prestatarios sin un historial crediticio formal. Gracias a todo esto se ha ampliado el acceso al crédito de los pequeños empresarios y otros grupos de población que anteriormente no estaban bancarizados. En la India, los sistemas de identidad digital y las plataformas en tiempo real se vinculan con herramientas de aprendizaje automático cuyo objetivo es enfocarse mejor en las transferencias gubernamentales y ampliar el acceso a los microcréditos.

Sin embargo, la IA también puede hacer más pronunciada la exclusión. La pobreza de datos, datos limitados o sesgados, implica que hay comunidades enteras que siguen siendo invisibles para los algoritmos. Si las mujeres, las poblaciones rurales o los trabajadores informales están infrarrepresentados en los conjuntos de datos, también lo estarán en los resultados.

Las organizaciones internacionales están respondiendo. El FMI y el Banco Mundial incluyen cada vez más los temas de las finanzas digitales y la gobernanza de la IA en sus programas de fortalecimiento de capacidades.

## Coordinación mundial

La IA evoluciona a más velocidad que la regulación y cruza fronteras más rápidamente que el dinero, pero aun así y mientras la legislación se pone al día, hay mucho que las autoridades pueden hacer sin salirse de los mandatos y los marcos legales actuales. La coordinación transfronteriza es fundamental para evitar la fragmentación y garantizar un enfoque regulatorio mundial para la IA en el ámbito de las finanzas, sobre la base de unas mejores prácticas internacionales en constante evolución.

El Consejo de Estabilidad Financiera, el BPI y el FMI están investigando posibles marcos de IA responsable. Un conjunto de principios globales—similares a los Principios Básicos de Basilea para el sector bancario—podría garantizar la coherencia y la flexibilidad al mismo tiempo. Un marco así favorecería la justicia, la posibilidad de explicar, la rendición de cuentas y la proporcionalidad.

El FMI, mediante su supervisión y asistencia técnica, podría ayudar a los países a identificar los riesgos financieros relacionados con la IA, compartir las mejores prácticas y evitar la brecha digital en la

supervisión. A tal efecto, debería atraer a profesionales capacitados en los ámbitos de la investigación y las tecnofinanzas. El BPI podría albergar un repositorio de algoritmos de supervisión, lo que a su vez permitiría a los reguladores colaborar en modelos de código abierto.

El Banco Mundial y las instituciones de desarrollo regional pueden complementar estas iniciativas mediante el desarrollo de capacidades en materia de IA y de infraestructura digital en los mercados emergentes. Por medio de su asistencia técnica, el diálogo en torno a las políticas y los instrumentos de financiamiento pueden ayudar a los países a diseñar marcos de IA para la inclusión financiera, reforzar la gobernanza de los datos e integrar normas éticas de IA en los ecosistemas de las finanzas digitales.

Juntas, todas estas instituciones pueden garantizar que los beneficios de la IA lleguen más allá de las economías avanzadas. El objetivo es el multilateralismo digital: asegurarse de que la IA esté al servicio de todas las economías. Ningún país puede gestionar estas dinámicas en solitario.

## La IA en las finanzas

Las leyes de Asimov sintetizan la complejidad moral en cuatro prioridades claras: proteger a las personas, respetar los límites, preservar la responsabilidad y servir a la Humanidad. En una época en la que la tecnología va más rápido que las leyes, esa simplicidad no tiene precio.

La elección que se plantea no es entre progreso y prudencia sino entre gobernanza inteligente y automatización ciega, teniendo presente que, incluso a medida que las máquinas aprenden, los humanos siguen siendo los responsables. Cada vez más, el futuro de las finanzas se escribirá en lenguaje de programación, pero los principios que hay detrás siguen siendo humanos. Un sistema que primara la seguridad por encima de la obediencia, la transparencia por encima del secretismo y la confianza por encima de los beneficios no eliminaría los riesgos, pero los haría fáciles de gestionar y les daría un matiz moral.

Si los bancos centrales, los reguladores y las instituciones financieras adoptan estos principios, la IA podría convertirse en una fuerza estabilizadora más que en una fuente de fragilidad, pues ampliaría la inclusión financiera, mejoraría la supervisión y reforzaría la legitimidad de los sistemas monetarios.

Estos mismos principios deben consolidarse a través de la cooperación internacional, asegurándose de que la IA respalde un sistema financiero más seguro y más justo, pero que además resulte más coherente a nivel mundial. El desafío, tanto para la supervisión como para la definición de políticas, es garantizar que, a medida que la inteligencia se vuelve artificial, el discernimiento siga siendo real.

Las máquinas están aprendiendo. Nosotros debemos hacer lo mismo. **F&D**

---

**BIAGIO BOSSONE** es asesor principal de diversas organizaciones internacionales, agencias gubernamentales e instituciones financieras.

# Gravar los malos hábitos

Christoph B. Rosenberg y Marius van Oordt

## LOS IMPUESTOS SOBRE EL TABACO, EL ALCOHOL Y EL AZÚCAR DEBERÍAN GUARDAR MAYOR PROPORCIÓN CON EL DAÑO QUE CAUSAN

“Nada es seguro en esta vida, salvo la muerte y los impuestos”, escribió Benjamin Franklin en 1789. Pero ¿y si los impuestos pudieran, al menos, retrasar la llegada de la muerte? Esa es una de las razones por las que se aplican impuestos especiales a productos nocivos para la salud, como el alcohol, el tabaco y el azúcar.

De hecho, los denominados “impuestos al pecado” o “impuestos sobre comportamientos nocivos” existen desde hace miles de años: hay registros de impuestos sobre la cerveza en el antiguo Egipto desde al menos el año 2400 a. C. Estos impuestos se mantienen, en parte, porque son relativamente fáciles de recaudar. Pero en los últimos años han surgido desafíos debido a la irrupción en el mercado de una gran cantidad de productos nuevos. Pensemos, por ejemplo, en los cigarrillos electrónicos, las bolsas de nicotina o la cerveza de bajo contenido alcohólico. Para lograr objetivos de salud, las autoridades deben adaptarse a estos cambios y racionalizar unos sistemas tributarios que a menudo presentan incoherencias. Integrar los datos fiscales con los de salud facilita esa tarea.

### Ingresos estables

Cuando los presupuestos se contraen, los impuestos especiales —al tabaco, el alcohol y el azúcar— han demostrado ser una fuente de ingresos públicos fiable y políticamente aceptable, que aportan en promedio en torno al 2% del PIB tanto en las economías avanzadas como en las economías en desarrollo. Su uso está aumentando en estas últimas, pero viene disminuyendo en las economías avanzadas y en los mercados emergentes, debido sobre todo a la erosión de los ingresos a causa de la inflación y los cambios en el comportamiento de los consumidores. Los impuestos sobre el tabaco son los que más ingresos generan, seguidos de los del alcohol, mientras que los de las bebidas azucaradas —aún relativamente raros— suelen generar ingresos más modestos.

¿Cómo pueden los gobiernos optimizar a la vez los ingresos tributarios y los beneficios para

la salud derivados de estos impuestos? Un simple aumento de las tasas impositivas no basta: tarde o temprano, los fumadores y los bebedores, en lugar de abandonar el consumo, se pasarán a alternativas no gravadas o ilícitas. Entender mejor los riesgos para la salud y la manera en que los consumidores y los productores reaccionan ante los impuestos puede ayudar a orientar mejor las decisiones de política. Para ello se requiere un enfoque integral basado en tres principios: abarcar *todos* los productos nocivos para la salud, ajustar las tasas impositivas al daño potencial para la salud y reforzar la cooperación transfronteriza para limitar la evasión y el contrabando.

### Todos en la mira

La mayoría de los países gravan las conductas perjudiciales con algún tipo de impuesto especial, pero abundan los ejemplos de sistemas fiscales con fisuras. En la Región Administrativa Especial de Hong Kong, por ejemplo, el vino no está gravado en absoluto, mientras que las bebidas espirituosas destiladas soportan tasas superiores al 100%. En el país africano de Santo Tomé y Príncipe, el vino de palma —una de las bebidas más consumidas— está exento, mientras que el resto de bebidas alcohólicas sí tributan. Y en Etiopía, las hojas de khat, un estimulante recreativo muy extendido asociado a problemas de salud bucodental, cardiovascular y mental, permanecen sin gravar pese a los elevados impuestos que se aplican al alcohol y al tabaco. Colmar estas lagunas podría aumentar los ingresos y mejorar la salud pública.

### Poner precio al daño

No obstante, las autoridades deben reflexionar de manera más amplia sobre cómo modificar los comportamientos nocivos. Lo ideal sería que el nivel impositivo reflejara el grado de daño que un producto puede causar y preservara a la vez los ingresos globales.

La dificultad radica en cómo definir ese daño, tanto el que afecta directamente al consumidor como el que repercute indirectamente sobre terceros (debido, por ejemplo, al humo ajeno o a personas que conducen bajo los efectos del



alcohol). El daño depende en parte del contenido de un producto —como el etanol en las bebidas alcohólicas, el azúcar añadido en las bebidas azucaradas o las sustancias químicas tóxicas en los productos del tabaco— y en parte del modo en que se administran estas sustancias o sus componentes. También influyen los patrones de consumo: la cantidad consumida, la frecuencia y la posible combinación con otros hábitos perjudiciales. Este tipo de comportamiento es imposible de observar o contabilizar al fijar las tasas impositivas. Por ello, una aproximación viable consiste en gravar los productos en función de la cantidad de sustancia nociva que contienen y del modo de administración (por ejemplo, combustión frente a calentamiento en el caso del tabaco), tomando como referencia pautas medias de consumo.

Esta idea no es nueva. Las bebidas espirituosas, por ejemplo, han estado tradicionalmente sujetas a una mayor carga impositiva que la cerveza o el vino, en consonancia con su mayor graduación alcohólica. Lo que ha cambiado es la base empírica. Los avances en la investigación médica, sumados a la mejor información sobre la relación entre las sustancias, los modos de consumo y los riesgos para la salud, permiten hoy establecer de forma más sistemática y coherente el vínculo entre tributación y daños.

Muchos países ya gravan las bebidas en función de su contenido de azúcar o alcohol por litro, lo que les permite considerar mejor los riesgos para la salud asociados a los nuevos productos que entran en el mercado. Esta estrategia se inscribe además en una tendencia social más amplia de cambio de los patrones de consumo en muchas economías avanzadas: mientras los padres de la generación del “baby boom” optan por un cóctel, sus hijos de la generación Z se inclinan cada vez más por un combinado sin alcohol.

Como parte de una estrategia a largo plazo, una tributación basada en el daño también incentiva a los productores a ajustar su oferta. Por ejemplo, en Alemania la cerveza sin alcohol representa ya alrededor del 9% de las ventas, y la investigación y el desarrollo se centran en producir una gama más amplia de variedades de este tipo. Una vez que la industria sabe hacia dónde se dirige la tributación, se adapta en consecuencia.

### Los daños del tabaquismo

Los productos con nicotina plantean un desafío particular. A medida que se consolidan las prohibiciones de fumar y cambian las preferencias de los consumidores, las alternativas a los cigarrillos tradicionales —desde los cigarrillos electrónicos hasta los productos de tabaco calentado y las bolsas de nicotina— atienden a quienes no logran abandonar el hábito. Lo bueno es que muchos de estos nuevos productos, aunque siguen siendo perjudiciales, reducen la exposición a sustancias tóxicas (gráfico 1). Por lo tanto, resulta razonable gravarlos con tasas más bajas, que puedan ajustarse conforme avance la evidencia científica y evolucionen las necesidades de ingresos.

Nueva Zelanda es un buen ejemplo de cómo los impuestos pueden ayudar a que las personas dejen de fumar. Durante los últimos 15 años, los sucesivos gobiernos han incrementado los impuestos especiales sobre los productos de tabaco combustibles en un mínimo del 10% anual, en el marco de una estrategia deliberada orientada a ampliar el diferencial impositivo frente a alternativas menos dañinas. En términos globales, la proporción de fumadores de cigarrillos descendió del 18% en 2012 al 8% en 2024, mientras que el consumo de cigarrillos electrónicos —que son menos nocivos— pasó



de niveles prácticamente inexistentes al 14% durante ese mismo período. Si bien resulta difícil establecer una relación causal concluyente, parece plausible que dicho cambio se deba en parte al aumento de los diferenciales de precios. Los ingresos fiscales aumentaron hasta 2020, pero desde entonces han disminuido en cierta medida.

La Unión Europea está alentando a sus Estados miembros a seguir una estrategia similar. La mayoría de ellos ya distingue entre productos de tabaco combustibles y no combustibles en sus regímenes de impuestos especiales. El proyecto recientemente publicado de la “Directiva sobre los impuestos especiales sobre el tabaco” de la Comisión Europea propone tasas impositivas mínimas para 13 categorías de productos, sitúa en niveles similares la tributación de los cigarrillos y del tabaco para liar y establece tasas notablemente menores para los cigarrillos electrónicos, los productos de tabaco calentado y las bolsas de nicotina. Ningún producto de tabaco o nicotina queda exento de tributación, y las tasas se fijan de manera que mantengan el ritmo de la inflación o la superen.

### Cuando fallan los precios

En muchos países de ingreso bajo y economías de mercados emergentes, las tasas impositivas generan incentivos perversos. En particular, hay nocivos productos de tabaco y alcohol —a menudo de producción local— sujetos a impuestos especiales reducidos. En Sudáfrica, por ejemplo, el impuesto por unidad de alcohol en la cerveza tradicional africana equivale aproximadamente a una cincuentava parte del que se aplica a otras cervezas. De forma similar, en la India, los bidis —cigarrillos elaborados localmente con tabaco sin procesar— tributan muy por debajo de los cigarrillos con filtro, y las alternativas sin humo están prohibidas. Estas distorsiones transmiten erróneamente la señal de que el riesgo para la salud es menor, sostienen el consumo de productos a menudo más peligrosos y desvían la inversión hacia sectores inadecuados. Aunque suelen justificarse por razones distributivas, esas diferencias en los precios resultan contraproducentes cuando el objetivo es proteger a los grupos de menores ingresos, que tienden a consumir esos productos tradicionales en una proporción bien superior a la media.

Si se examinan los países del Grupo de los Veinte y los distintos tipos de productos, el panorama de la tributación basada en el daño es variopinto (gráfico 2). La tributación es más completa en el caso del tabaco, algo menos en el alcohol y muy desigual en las bebidas azucaradas. A veces, la prohibición sustituye a la tributación —por ejemplo, en el caso de productos de tabaco novedosos en Argentina y Türkiye—; en Arabia Saudita, el alcohol no se grava porque hasta hace poco estaba completamente prohibido. Con todo, en los últimos años se han registrado avances significativos: anteriormente, rara vez se fijaban las tasas impositivas teniendo en cuenta criterios de salud. Aun así, existe un amplio margen para adecuar las tasas impositivas al daño que generan las sustancias que se busca gravar.

### Cooperación transfronteriza

Para sacar el máximo provecho de los impuestos con fines sanitarios basados en el daño, los países deben coordinarse y tener en cuenta la dinámica de los mercados regionales. Las grandes diferencias impositivas entre países pueden incentivar a los consumidores a buscar productos más baratos en países vecinos, lo que reduce tanto el impacto sanitario como los ingresos.

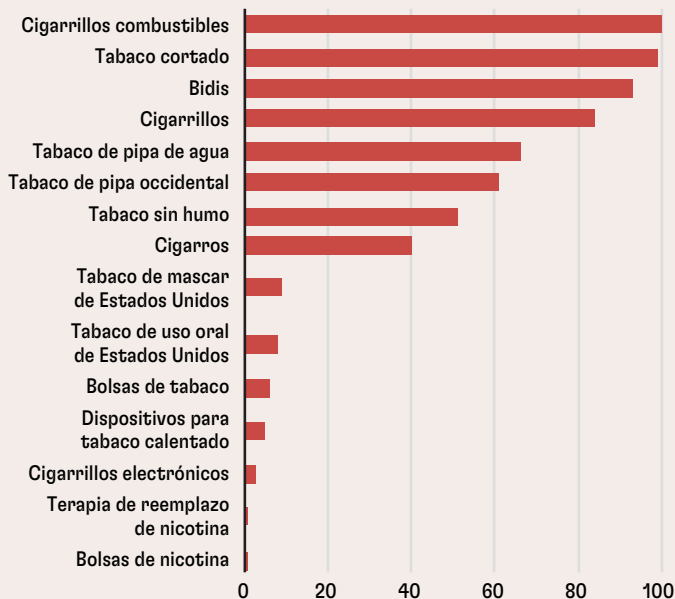
Por ejemplo, cuando en 2004 Finlandia redujo sustancialmente el impuesto sobre el alcohol, las ventas de bebidas espirituosas aumentaron hasta un 150% en algunas localidades fronterizas con Suecia. Un estudio reciente en Noruega —otro país que grava

GRÁFICO 1

## Niveles de daño

Las alternativas a los cigarrillos tradicionales reducen la exposición a sustancias tóxicas y es razonable aplicarles una tasa impositiva más baja.

(espectro relativo de daño potencial de 15 categorías de productos con nicotina)



FUENTE: Munkett, Rugh y Ding (2022).

## GRÁFICO 2

## Impuestos inadecuados

Existe un amplio margen para adecuar las tasas impositivas al daño que generan las sustancias que se busca gravar.

(Adecuación de los impuestos con fines sanitarios al daño potencial de distintos productos en países del G20)

	Bebidas azucaradas	Tabaco	Alcohol
Argentina	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Australia	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Brasil	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Canadá	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
China	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Francia	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Alemania	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
India	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Indonesia	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Italia	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Japón	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
México	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Rusia	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Arabia Saudita	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Sudáfrica	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Corea del Sur	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Türkiye	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Reino Unido	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente
Estados Unidos	No gravados	Adecuados parcialmente	Adecuados debidamente

FUENTE: Actualización de van Oordt y Mensah (2024), con información proporcionada por las autoridades nacionales.

NOTA: **No gravados:** algunos productos no se gravan y otros no están debidamente alineados con los impuestos. **Adecuados parcialmente:** todos o la mayoría de los productos están gravados, pero las tasas relativas distorsionan los incentivos (por ejemplo, los productos no combustibles se gravan como los productos combustibles). **Adecuados debidamente:** las tasas impositivas son proporcionales al riesgo o daño a la salud relativo en todos los subproductos o la mayoría de ellos.

fuertemente el alcohol— aprovechó el cierre de fronteras durante la pandemia y datos a nivel de establecimiento comercial para identificar efectos similares en las compras transfronterizas. En el conjunto de la Unión Europea, se estima que las compras transfronterizas de alcohol ascienden a 1.400 millones de litros anuales, lo que acarrea una pérdida de ingresos por impuestos especiales cercana a los EUR 4.000 millones al año.

Este problema no se limita a la Europa densamente poblada y sin fronteras internas. Por ejemplo, los bajos impuestos sobre el tabaco en Paraguay han convertido a ese país en un centro de distribución hacia países vecinos con mayor carga fiscal: estos productos baratos representan actualmente alrededor del 20% del mercado de cigarrillos en Brasil y le suponen a este país unas pérdidas anuales de ingresos que rondan los USD 400 millones.

Cuando estas compras transfronterizas son ilegales, no hay duda de que una aplicación más estricta de la ley puede ayudar. Pero, en última instancia, solo un diálogo más estrecho entre los países y un mayor consenso sobre la clasificación de las nuevas líneas de productos en constante evolución evitarán la erosión de los regímenes tributarios basados en los daños.

### De cara al futuro

Los impuestos son algo más que un instrumento fiscal: constituyen una poderosa palanca para promover sociedades más saludables. Vincular los impuestos especiales a los riesgos sanitarios relativos puede reducir enfermedades prevenibles y, al mismo tiempo, respaldar unos ingresos públicos sostenibles, especialmente si se aplican de manera integral y coherente. Por el contrario, las lagunas normativas, los incentivos incoherentes y los enfoques fragmentados se traducen en pérdidas de ingresos y en la persistencia de daños evitables. Por consiguiente, los sistemas tributarios deben adaptarse a la evolución de los patrones de consumo y a la aparición de nuevos productos.

Ese cambio no puede producirse de forma aislada. Requiere principios compartidos a nivel internacional sobre cómo frenar el arbitraje transfronterizo y el comercio ilícito. Instituciones globales como el FMI, y especialmente organismos regionales como la Unión Europea o la Unión Africana, desempeñan un papel fundamental para promover marcos que permitan alinear la tributación con el daño y fomenten la innovación para lograr productos más seguros. Estos avances reforzarán tanto la salud pública como la resiliencia fiscal. **F&D**

**CHRISTOPH B. ROSENBERG** es economista y exsubdirector del Departamento de Comunicaciones del FMI. **MARIUS VAN OORDT** es experto en política fiscal y ex profesor asociado del Instituto Tributario Africano de la Universidad de Pretoria.

#### REFERENCIAS

- Ahmed, M., and M. Shafik. 2025. "The Case for Health Taxes." *Finance & Development*, April 18.
- European Commission (EC). 2025. "Impact Assessment Report Accompanying the Document—Proposal for a Council Directive on the Structure and Rates of Excise Duty Applied to Tobacco and Tobacco Related Products." Brussels.
- Murkett, R., M. Rugh, and B. Ding. 2022. "Nicotine Products Relative Risk Assessment: An Updated Systematic Review and Meta-analysis." *F1000Research* 9:1225.
- Van Oordt, M., and V. Mensah. 2024. "Reforming Excise Taxation to Reduce Social Inequalities." *G20 Brasil 2024 T2o Task Force O1 Policy Brief*, Brasilia.

# Infraestructura digital

Diane Coyle, David Eaves y Beatriz Vasconcellos

## PARA LOS MINISTERIOS DE HACIENDA, LA INFRAESTRUCTURA PÚBLICA DIGITAL DEBE SER IGUAL A LAS CARRETERAS Y LAS REDES ELÉCTRICAS

**N**ingún gobierno construiría una docena de carreteras para unir los dos mismos lugares, pero eso es lo que suele ocurrir con los servicios digitales. Los países destinan miles de millones al gasto en tecnología de la información sin pensar en estos sistemas como una infraestructura compartida, lo cual fragmenta los sistemas y dificulta la tarea de potenciar datos que podrían compartirse entre organismos públicos y con el sector privado.

Preguntémonos qué ocurriría si pensáramos en un núcleo de sistemas digitales —documentos electrónicos de identidad, pagos, plataformas de intercambio de datos, credenciales y otros servicios compartidos que impulsan funciones básicas en todo el gobierno y la economía— de la misma manera que pensamos en las carreteras o las redes eléctricas; es decir, como sistemas compartidos esenciales que están diseñados para un uso repetido a largo plazo.

Esa óptica exige replantear a fondo dos conceptos que van más allá de la forma en que se suele enfocar la tecnología. El primero es económico. Si las carreteras conectan lugares, la infraestructura pública digital (IPD) conecta instituciones y multiplica las posibilidades de generar valor. Un documento electrónico de identidad, como el sistema Aadhaar de India, ofrece un ahorro directo en términos de eficiencia y reduce el fraude y el desvío de prestaciones. Su valor aumenta gracias al uso, que permite focalizar mejor los servicios o acceder sin dificultades a la educación y la atención de la salud. Con el tiempo, puede transformar o dinamizar los mercados. Un sistema electrónico que posibilite la comprobación universal de la identidad puede reducir los costos de cumplimiento de las instituciones financieras, ampliar el acceso al crédito y abrir las puertas a nuevos modelos de negocio en toda la economía. En India, Aadhaar redujo drásticamente los costos que acarrearán las obligaciones de conocimiento del cliente y dio un gran impulso a la telefonía móvil.

Como ocurre con otros tipos de infraestructura —una nueva línea ferroviaria que estimula el crecimiento en los distintos puntos de su

recorrido—, el impacto económico más profundo de la IPD no se manifiesta de inmediato, sino a través de la gama de actividades económicas que hace posibles. Malawi, por ejemplo, energizó significativamente los mercados crediticios al permitir a los prestamistas verificar con mayor precisión la identidad de los prestatarios mediante la identificación biométrica. Así, logró crear oportunidades económicas al reducir el riesgo de impago y ampliar el acceso al crédito, especialmente entre grupos marginados.

Pero estos resultados positivos no están garantizados. Muchos países invierten en IPD pero no la gestionan ni la financian como infraestructura. Según una iniciativa sobre la IPD a escala mundial dirigida por University College London, existen más de 64 programas nacionales de identidad electrónica, 97 sistemas de pagos digitales y 103 plataformas de intercambio de datos que podrían funcionar como infraestructura, pero solo en contadas excepciones son de uso general. Apenas la mitad de los sistemas nacionales de identidad digital, aproximadamente, sirven para más de dos servicios públicos. Sudáfrica, por ejemplo, tiene ocho plataformas nacionales de intercambio de datos que operan de manera aislada.

### La capacidad del Estado

El segundo replanteamiento se refiere a la capacidad del Estado. Tras la llegada de las tecnologías digitales, la sociedad tiene mayores expectativas respecto de lo que constituye un buen servicio, es decir, rápido, eficaz y fluido. Ese nivel de servicio depende de una variedad de factores fundamentales, sobre todo la capacidad de conectarse y utilizar diferentes conjuntos de datos. Sin embargo, como en el sector público, los servicios digitales, las autenticaciones y las aplicaciones en general han evolucionado de forma aislada, los costos y la complejidad son mayores, los servicios más pequeños se ven más perjudicados y el Estado tiene menos posibilidades de integrar datos y responder con eficacia.





Es decir, sin una visión global de la infraestructura digital, la capacidad del Estado disminuye. Los gobiernos pierden credibilidad y recursos, y ven mermada su capacidad de adaptarse con rapidez y solucionar problemas mediante nuevos programas y políticas. La ausencia de un marco estratégico amplio para la infraestructura digital genera tensiones para la economía y sobrecarga la eficiencia del gobierno, sobre todo en una época de creciente inestabilidad geopolítica, económica y ambiental.

Los ministerios de Hacienda lo saben. A lo largo de este último año, hemos organizado una serie de talleres con funcionarios de Tesoro y Hacienda de más de 50 países y muchos destacaron el potencial de la IPD para reducir la duplicación, recortar costos administrativos, mejorar la recaudación y reforzar la supervisión. Pero en general hicieron hincapié en una preocupación crítica: el rendimiento del dinero debe saltar a la vista sin demora.

Eso explica en parte la constante duplicación y fragmentación de las iniciativas que muchos ministerios de Hacienda ponen en marcha para financiar sistemas digitales. Reconocen la reiterada comprobación de que los métodos convencionales de evaluación de proyectos, como los análisis de costo-beneficio, no logran captar el valor total de la infraestructura, ya que tienden a simplificar demasiado los complejos vínculos entre sistemas, son cortoplacistas, ignoran los efectos indirectos y no reflejan los aspectos distributivos. Como comentó un participante, no hay ninguna categoría en el presupuesto para un sistema que beneficie a todos pero que no pertenezca a nadie.

## Cambios en todo el gobierno

Nuestros talleres y un estudio realizado con Sumedha Deshmukh sintetizan el verdadero problema: para convertir el software en infraestructura se necesita más que un buen diseño técnico. Por sí solos, los ministerios que se ocupan de digitalización suelen tener dificultades para impulsar cambios en todo el gobierno, ya que por lo general carecen de control sobre los presupuestos, autoridad para coordinar entre ministerios o influencia institucional para hacer cumplir normas comunes. Los ministerios de Hacienda pueden llenar ese vacío gracias a la autoridad fiscal y de coordinación que resulta crítica para la adopción y el apoyo sostenido. La capacidad de dirigir la adopción de infraestructura —coordinando ministerios, fijando normas y exigiendo que se revise la finalidad de los recursos— también es fundamental. De más está decir que estos cambios no son sencillos, a causa de tres complicaciones fundamentales frecuentes.

*La primera es la coordinación.* Los ministerios de Hacienda reconocen que la infraestructura digital es necesaria para la interoperabilidad y la eficiencia, pero también deben respetar la autonomía de otros ministerios. En la práctica, suelen desempeñar un papel reactivo, evaluando propuestas en lugar de formular estrategias digitales desde el principio; como precisó un funcionario, “somos porteros, no delanteros”. En muchos casos, hay que ir en busca de los conocimientos técnicos. Los gobiernos deben aplicar un enfoque estratégico que le permita al ministerio de Hacienda sustentar los avances en materia de eficiencia y las innovaciones generadas por las plataformas compartidas.

*La segunda es el financiamiento.* La IPD requiere una inversión a largo plazo para construir, mantener y modernizar los sistemas, pero las presiones políticas y presupuestarias suelen favorecer los resultados inmediatos. Varios participantes en nuestros talleres se manifestaron preocupados por la puesta en marcha de proyectos impulsados por donantes sin planes claros de financiamiento a largo plazo. La dispersión del gasto en IPD entre muchas partidas presupuestarias también dificulta la planificación y gestión de la infraestructura como un todo coherente.

*La tercera es la evaluación.* La mayoría de las propuestas digitales se evalúan mediante análisis de costo-beneficio que no logran captar los efectos indirectos intersectoriales y a largo plazo de la IPD. Los funcionarios mencionaron la dificultad de proyectar rendimientos con plataformas compartidas, sobre todo cuando generan valor no en forma de ahorros directos, sino de mejores servicios, menos filtraciones o novedosas prestaciones. Muchos subrayaron la necesidad de crear aplicaciones prácticas para la IPD y de lograr resultados rápidamente a fin de generar impulso, incluso cuando las ventajas más amplias podrían tardar años. Por eso, la IPD debería formar parte integral de los marcos de gestión de la inversión pública y de los planes presupuestarios plurianuales del gobierno.

## De cuidadores a gestores

En los ministerios de Hacienda del mundo entero se observan nuevas modalidades de inversión a largo plazo y alternativas al análisis de costo-beneficio que siguen patrones interesantes. Se están perfilando tres funciones, no como modelos fijos sino como un abanico de posibilidades de participación de las autoridades.

Algunos ministerios actúan como evaluadores de las propuestas digitales, con el ojo puesto en su potencial como infraestructura. En el Reino Unido, el sistema de notificación que comparte todo el gobierno, GOV.UK Notify, se ha transformado discretamente en un parámetro



de referencia, suscitando debates más amplios sobre la manera de evaluar sistemas digitales compartidos. A medida que en ese país surgen servicios de infraestructura digital como GOV.UK Pay y GOV.UK One Login, se aviva el debate sobre la manera adecuada de valorarlos y financiarlos.

Otros ministerios de Hacienda actúan como coordinadores y ejecutores, y utilizan los procesos presupuestarios para armonizar las inversiones de los distintos departamentos, vetar la duplicación y promover el uso compartido. En Uganda, el ministerio de Hacienda y la Autoridad Nacional de Planificación instituyeron un modelo de presupuestación programática que exige a las dependencias presentar colectivamente sus necesidades informáticas.

De esta manera, es posible detectar duplicaciones y automáticamente promover infraestructura que ya está en servicio. Las políticas de contratación pública exigen la autorización del regulador nacional de tecnologías de la información, lo cual afianza las normas técnicas y la facilidad de uso. Ya lo dijo un funcionario: no hay razón para contratar un servicio del que ya dispone el gobierno.

En casos excepcionales, los ministerios de Hacienda se encargan de la implementación total de los componentes básicos de la IPD. Por ejemplo, CamDX, una plataforma de intercambio de datos de Camboya, se centró inicialmente en el registro de empresas, pero ahora presta servicios mucho más amplios.

Estas funciones no son mutuamente excluyentes. Lo que tienen en común es una visión de la IPD no solo como inversión técnica sino también como bien público. A los ministerios de Hacienda no les toca necesariamente la construcción de la infraestructura, sino la formulación de las razones, los incentivos y las condiciones para que dé resultado. Más allá de la supervisión fiscal, la gestión estratégica es fundamental para explotar a fondo el potencial de los sistemas digitales como infraestructura.

Un aspecto fundamental de estas funciones es la manera en que los ministerios de Hacienda gestionan la gobernanza de esta nueva infraestructura digital, teniendo en cuenta sobre todo su responsabilidad central en términos de presupuesto, control de riesgos fiscales y rentabilidad. Como guardianes de los recursos públicos, están excepcionalmente preparados para abordar cuestiones críticas como la sostenibilidad financiera, la gestión eficaz a largo plazo y el resguardo de la confianza pública.

## Un Estado digital

A medida que los gobiernos adoptan la inteligencia artificial y los servicios digitales, será mucho más costoso mantener sistemas fragmentados, desde

el almacenamiento de datos hasta la potencia informática. La infraestructura digital compartida ofrece una solución: plataformas escalables e integradas que generan un valor público duradero. Esto le exigirá al Estado nuevas capacidades, especialmente en términos de gobernanza y confianza. Es posible que la ciudadanía se oponga a una digitalización de los comprobantes de identidad, los sistemas de pago y los intercambios de datos que intensifique la vigilancia o no logre aligerar la carga administrativa.

En última instancia, a medida que la digitalización avanza, el riesgo de una fragmentación constante —con los consecuentes costos socioeconómicos— no hará más que aumentar. Y los costos pueden resultar especialmente elevados en una crisis. Durante la pandemia de COVID, por ejemplo, Estados Unidos destinó USD 800.000 millones al programa de protección salarial, pero, en el mejor de los casos, apenas entre un cuarto y un tercio de esos fondos beneficiaron a los trabajadores que más los necesitaban y el resto terminó en manos de hogares más pudientes, según un análisis de David Autor y sus colegas de la Asociación Americana de Economía. Su conclusión fue que, aprovechando sistemas administrativos modernos, otros países de ingreso alto pudieron encauzar mejor la ayuda a empresas en dificultades financieras durante la pandemia.

A medida que más gobiernos y donantes evitan la duplicación digital y favorecen la infraestructura compartida, el protagonismo recae sobre los ministerios de Hacienda. A menos que tomen las riendas, la infraestructura digital podría terminar como un basurero de proyectos piloto demasiado fragmentados y costosos de mantener. Los ministerios de Hacienda deben dirigir una transformación fundamental: del financiamiento de proyectos aislados al lanzamiento de infraestructuras compartidas; del ahorro a corto plazo al valor público a largo plazo, y de la propiedad fragmentada a la gestión institucional. **F&D**

**DIANE COYLE** es titular de la cátedra Bennett de Política Pública en la Universidad de Cambridge y **DAVID EAVES** es codirector adjunto y profesor asociado de Gobierno Digital en el Instituto para la Innovación y el Interés Público de University College London, donde **BEATRIZ VASCONCELLOS** fue investigadora antes de desempeñarse como subsecretaria de Transformación Digital en la presidencia de Brasil.

### REFERENCIA

Eaves, D., D. Coyle, B. Vasconcellos, and S. Deshmukh. 2025. "The Economics of Shared Digital Infrastructures: A Framework for Assessing Societal Value." IIPP Policy Report 2025/02, University College London Institute for Innovation and Public Purpose, London.



# El brillo eterno del oro

Pratik Ghansham Salvi

## POR QUÉ EL VALOR DEL ORO SIGUE PERDURANDO EN LA ERA DE LOS ACTIVOS DIGITALES

Desde hace más de cinco mil años, la humanidad siente fascinación por el oro, ese metal inmutable que ha iluminado templos y coronas reales, y ha sido la base de sistemas monetarios. Su historia se conecta tanto con la economía como con la psicología. A través de los siglos, el oro ha hecho las veces de moneda, ornamento, reserva, y de metáfora, como reflejo del deseo humano de permanencia en un mundo de cambios. En la era de las criptomonedas, la inteligencia artificial y las monedas digitales, su permanencia plantea una pregunta válida en tiempos antiguos y modernos: ¿por qué será que el oro mantiene su valor?

La tradición del oro como patrón de valor se remonta a una época muy anterior a la de las finanzas modernas. Los lidios fueron de los primeros en acuñar monedas de oro, en el siglo VII a. C. Esta estandarización transformó el comercio. En el antiguo Egipto y la antigua Roma lo consideraban divino y su brillo inalterable se asociaba a la eternidad. En términos económicos, su durabilidad, escasez y divisibilidad lo hacían especialmente apropiado para usar como dinero. No se oxidaba, podía almacenarse de forma indefinida y existía en cantidades limitadas; era el instrumento de cambio perfecto.

En el siglo XIX, el oro se había convertido en la base del orden financiero mundial. Conforme al patrón oro clásico, la libra esterlina, la principal moneda de reserva del mundo, podía convertirse directamente a una cantidad fija de oro y resguardarse en las bóvedas del Banco de Inglaterra. Este sistema, adoptado por gran parte del mundo industrial, imponía la disciplina fiscal e impedía a los gobiernos imprimir dinero en exceso. Al garantizar la estabilidad de los tipos de cambio, fomentaba la confianza en el comercio internacional y la inversión. Pero la misma rigidez que garantizaba la estabilidad a su vez generaba fragilidad. Durante la Gran Depresión, la observancia del patrón oro convirtió las desaceleraciones en espirales deflacionarias, intensificando el desempleo y el sufrimiento.

El mundo de la posguerra buscó una solución intermedia con el sistema de Bretton Woods de 1944, que ligaba el dólar de Estados Unidos al oro, a USD 35 por onza, con otras monedas vinculadas al dólar (gráfico 1). La base de este acuerdo era la confianza en el poder económico de Estados Unidos. Sin embargo, a finales de la década de 1960, los déficits provocados por la guerra de Vietnam y el gasto interno en Estados Unidos hicieron insostenible la tasa fija. Con la suspensión de la convertibilidad oficial del oro por parte del presidente Richard Nixon en 1971, desapareció el último vestigio del patrón oro mundial. Las monedas pasaron a ser fiduciarias, es decir, a no estar respaldadas por el metal, sino solo por la confianza. Esto no marcó el fin del poder del oro, sino su transformación.

### Valor refugio de inversión

En las décadas que siguieron, el oro pasó de ser un ancla monetaria a un valor refugio de inversión, el activo por defecto en tiempos de desconfianza. Durante los shocks del petróleo y la inflación de la década de 1970, su precio se multiplicó por 20. Durante la crisis financiera de 2008, y la caída de los mercados de crédito, se disparó hasta superar los USD 1.000 por onza. Asimismo, durante las turbulencias provocadas por la pandemia en 2020, el oro alcanzó máximos históricos próximos a los USD 2.000. Incluso cuando los bancos centrales aumentaron las tasas de interés en 2023 y 2024, el oro continuó atrayendo compradores. Los bancos centrales de China, India, Türkiye y Polonia encabezaron una ola sin precedentes de compras que superó las 1.100 toneladas métricas, como parte de una estrategia de diversificación de reservas frente a la vulnerabilidad geopolítica del dólar de Estados Unidos. En un mundo cada vez más fragmentado, la neutralidad del oro —no pertenece a ningún país ni conlleva riesgo de contraparte— lo convierte en la cobertura política por excelencia.

Los programas de compras de los bancos centrales contribuyeron a una nueva escalada



del precio del oro, que a finales de 2025 superaba los USD 4.000 por onza. Las dudas en torno a la orientación de la política monetaria, el incremento de la deuda pública y la inflación también impulsaron la fiebre del oro, con un aumento súbito cercano al 40%, el incremento interanual más pronunciado desde 1979. Las tenencias de oro en fondos cotizados en bolsa (ETF) estadounidenses registraron un aumento superior al 40%, situándose cerca de los USD 200.000 millones. A comienzos de 2026, en un contexto de agravamiento de las divisiones geopolíticas, el precio del oro superó los USD 5.000 por onza antes de retroceder por debajo de los USD 4.700.

Desde el punto de vista económico, el valor duradero del oro se sustenta en tres atributos: la escasez, la durabilidad y la confianza. La explotación minera internacional apenas incrementa en torno a un 1,5% anual el volumen total de las reservas en superficie, un crecimiento mucho más lento que el de la oferta de dinero o la liquidez digital. Cada onza extraída —unas 210.000 toneladas métricas en total— sigue existiendo de una forma u otra, ya sea en lingotes, monedas o joyas. Esta cuasipermanencia no tiene igual entre los activos financieros. Sin embargo, el valor del oro no es meramente geológico, sino que emana del consenso social: la creencia colectiva de que este metal en particular, entre todos los demás, representa seguridad y valor. Como señaló el economista Robert Mundell, el

oro perdura no por su utilidad intrínseca, sino por “la confianza que depositamos en su inutilidad”.

La función del oro como cobertura frente a la inflación es celebrada e incomprensida a la vez. Su precio tiende a subir no solo con la inflación, sino con la erosión de la fe en la política monetaria. Cuando las tasas de interés reales se tornan negativas, es decir, cuando mantener efectivo o bonos genera menos rendimiento que la inflación, el oro se vuelve relativamente más atractivo. Su desempeño durante la estanflación de la década de 1970 y la incertidumbre de la década de 2010 es precisamente un reflejo de este mecanismo. No obstante, durante los períodos de estabilidad de la inflación y solidez del crecimiento económico, el oro suele salir de escena. No es un vehículo de prosperidad, sino un seguro frente a la ausencia de esta.

### Ancla psicológica

Para los inversores, el oro actúa como ancla psicológica. No promete nada excepto permanencia. Es habitual recomendar una asignación de activos en oro del 5%-10%, no por su rendimiento, sino por una cuestión de equilibrio, ya que su correlación inversa con los valores de renta variable ofrece estabilidad en épocas de crisis de los mercados. Los productos financieros modernos, como los ETF, los bonos soberanos respaldados por oro y las plataformas digitales para invertir en oro han democratizado el acceso al metal, especialmente en las economías de

mercados emergentes en las que la confianza en las instituciones financieras sigue siendo desigual.

Culturalmente, el oro sigue estando arraigado en las sociedades, más allá de la lógica de los mercados. En India, se estima que los hogares poseen más de 25.000 toneladas métricas de oro, una cantidad superior a las reservas combinadas de los 10 bancos centrales principales. El oro sirve como adorno, como dote y como instrumento de ahorro. Las compras de oro se disparan durante los festivales y las bodas, impulsadas tanto por la tradición como por la prudencia económica. En China, el simbolismo del oro es igual de duradero: representa virtud, suerte y estabilidad. En épocas de desaceleración económica, los inversionistas minoristas se apuran a comprar adornos de oro, difuminando la línea entre emoción e inversión.

El auge de los criptoactivos ha reavivado el debate de larga data sobre qué es lo que constituye valor. El bitcoin, a menudo llamado “oro digital”, imita su escasez con su diseño algorítmico y una oferta fija de 21 millones de monedas. Sin embargo, no es del todo comparable. El bitcoin es volátil, intangible y está supeditado a la infraestructura digital. El oro, en cambio, está dotado de una confianza milenaria. Es una realidad física, inmune a los errores de codificación o las prohibiciones reglamentarias. Mientras que el bitcoin representa el futuro de la ideología de la especulación, el oro simboliza la memoria de la fe colectiva. Ambos ponen

de manifiesto que, en esencia, el dinero es un constructo social, un relato compartido sobre algo que nos importa.

### Amortiguador geopolítico

En la economía política del siglo XXI, el oro ha recuperado su posición estratégica. Como las sanciones de Occidente han congelado las reservas internacionales y se ha utilizado el sistema del dólar como arma, países como China y Rusia han optado por el oro como amortiguador geopolítico. Es el único activo que queda fuera del control de un gobierno o de una red de bancos centrales. El Banco Popular de China, por ejemplo, viene incrementando sus tenencias a un ritmo sostenido, las cuales ya superan las 2.300 toneladas métricas. Asimismo, el Banco de la Reserva de la India ha ampliado sus reservas hasta un total aproximado de 880 toneladas métricas. El oro ha vuelto a entrar en escena, no como patrón de valor, sino como escudo soberano en una era de controversias en cuanto a la multipolaridad.

En terreno filosófico, el oro plantea cuestiones más profundas sobre lo que entendemos por “valor”. Hace tiempo que los economistas discuten si el valor emana del trabajo, la utilidad o la percepción. El oro, si bien tiene una utilidad limitada, requiere de un uso intensivo de mano de obra para su extracción y se percibe como de inmenso valor. Su atractivo precisamente perdura porque concilia necesidades materiales y metafísicas: la garantía tangible ante la escasez y el bienestar intangible de la fe. John Maynard Keynes se mofaba de él, calificándolo de “reliquia bárbara”, pero no logró borrar su influencia en el plano psicológico. La humanidad reclama símbolos de estabilidad, y el oro, inmune a la decadencia, ofrece esa ilusión de eternidad.

La innovación financiera —que incluye el oro tokenizado en una cadena de bloques o plataformas de negociación gestionada con IA— podría redefinir la propiedad y el intercambio de oro. Sin embargo, bajo estos niveles de tecnología, la esencia del oro permanece inalterable. Su precio seguirá fluctuando; su propósito, no. El oro perdura porque la confianza es frágil, y las creencias, no el metal, continúan siendo la verdadera base del valor. En un mundo plagado de abstracciones digitales, la trascendencia atemporal del oro nos recuerda que la auténtica riqueza reside tanto en la memoria como en el dinero. **F&D**

GRÁFICO 1

## Un siglo de oro

El oro ha estado expuesto a la inflación, las crisis y los cambios de políticas, y su escalada en 2025 es la más marcada en décadas.



FUENTES: Timothy Green (a través de World Gold Council); FMI; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos/datos económicos de la Reserva Federal, y Banco Mundial.

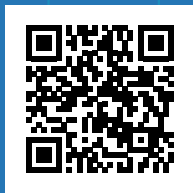
**PRATIK GHANSHAM SALVI** es profesor adjunto de Economía, Banca y Finanzas en el Ness Wadia College of Commerce de Pune, India.



# IMF PODCASTS

Listen to the brightest minds in the field of economics and development discuss their latest research and deconstruct global economic trends. IMF Podcasts are free to use for broadcasters, educators, and institutions.

**SIGN UP TODAY!**



JOIN US ON EVERY MAJOR PLATFORM



LIBSYN



SPOTIFY



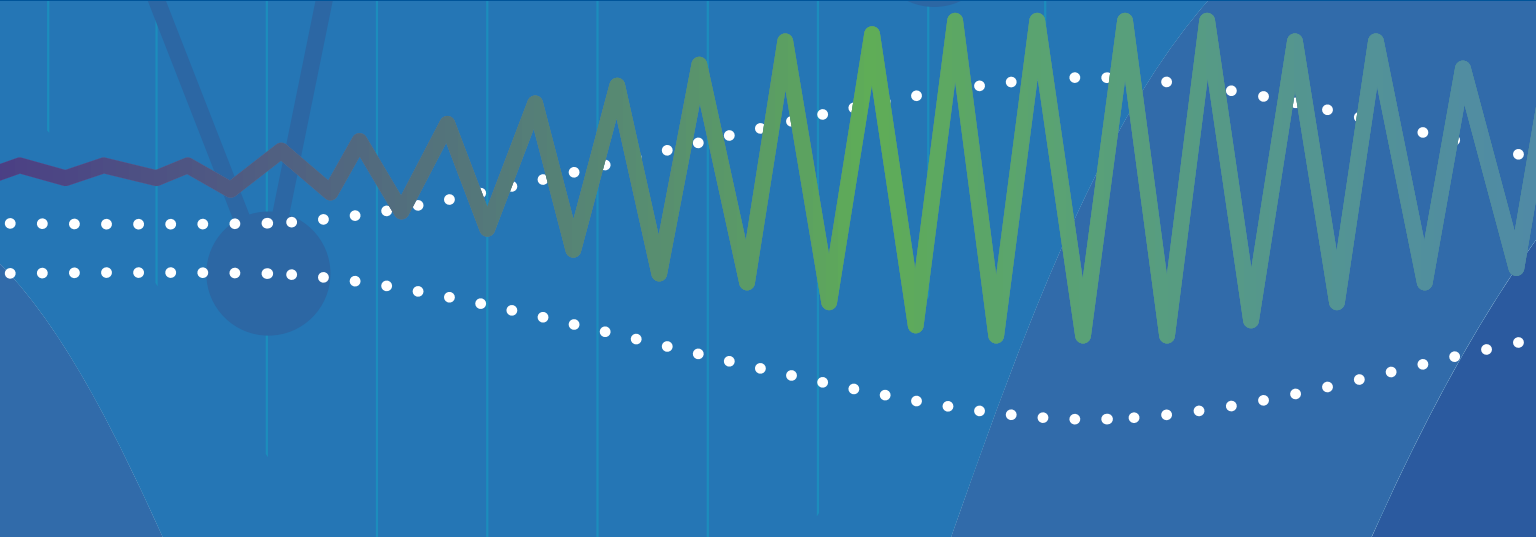
YOUTUBE MUSIC



SOUNDCLOUD



APPLE





STELIOS MISINAS

## Gente del mundo de la economía

# Una mente marítima

Jeff Kearns traza una semblanza de **Myrto Kalouptsidi**, profesora en la Universidad de Harvard, quien investiga cómo el sector del transporte y la política industrial configuran la economía mundial

**EL COMERCIO INTERNACIONAL** ha quitado el sueño a economistas de todo el mundo desde hace tiempo, pero gracias a Myrto Kalouptsidi, profesora en la Universidad de Harvard, ahora es posible apreciar el negocio de transportar físicamente miles de millones de toneladas de mercancías alrededor del mundo.

La importancia de la industria del transporte se hizo patente cuando las disrupciones sin precedentes de este siglo pusieron en evidencia la fragilidad de las cadenas mundiales de suministro. Durante la crisis financiera mundial de 2008, el sector prácticamente se desplomó. A eso siguió una racha aparentemente interminable de shocks: la pandemia, puertos desbordados, escasez de contenedores, ataques en el Mar Rojo, accidentes graves desde Suez hasta Baltimore y enconadas guerras comerciales.

Hace una década y media que Kalouptsidi viene estudiando la industria del transporte marítimo y cómo facilita un volumen de comercio internacional que asciende a USD 20 billones anuales. Su labor ha transformado los aspectos económicos del comercio y ha sacado a la luz los mecanismos ocultos que influyen en todo el espectro, desde las cadenas de suministro hasta las políticas públicas. Junto a sus colaboradores, ha explicado cómo los costos de transporte definen el comercio internacional, ha arrojado luz sobre las distorsiones que introducen las políticas industriales relacionadas con la construcción de buques y ha demostrado la importancia de vías de navegación específicas.

“El trabajo de Myrto prueba que las investigaciones de vanguardia en el ámbito de la microeconomía pueden contribuir de manera decisiva a importantes debates sobre políticas, en particular la detección y evaluación de políticas industriales”, señaló Pinelopi Goldberg, profesora de Economía en la Universidad de Yale y execonomista jefa del Banco Mundial. “Sus investigaciones son ampliamente consideradas como un modelo de producción académica fundamental para la formulación de políticas”.

Kalouptsidi, que nació, creció y se educó en Atenas —enclave naviero milenario— siempre ha amado el mar. Atenas es el centro de la industria mundial de la navegación. La quinta parte de la flota mundial de buques es de origen griego, incluida la cuarta parte de los graneleros y casi una tercera parte de los petroleros. Sin embargo, fue por casualidad que el sector del transporte se transformó en el eje de sus investigaciones.

La inspiración llegó a Kalouptsidi hace dos décadas, cuando cursaba un doctorado sobre organización industrial en Yale. Mientras investigaba para una tesis sobre la evolución de las industrias, una amiga de su infancia en Atenas la introdujo en el mercado de los buques, lo que la llevó a centrar su labor académica en el sector del comercio marítimo y sus efectos en la economía mundial.

Su amiga, Danae Bati, trabajaba como corredora marítima cuando se reencontraron para tomar un café a mediados de 2007. Entonces Kalouptsidi recién comenzaba a interesarse en el transporte marítimo de contenedores.

“Ella tenía algo en mente, y necesitaba datos”, contó Bati. Kalouptsidi quería informarse sobre todos los aspectos, desde las rutas marítimas y los fletes hasta los tamaños de las flotas y las bases de datos comerciales. El material que le facilitó Bati le abrió las puertas a un mundo nuevo.

“Los datos eran fenomenales”, relata Kalouptsidi. “Por años no supe qué haría con ellos”. Hubo más reuniones con otros colegas de la oficina de Bati en El Pireo, el puerto de Atenas sobre el Mediterráneo.

Bati puso a Kalouptsidi en contacto con su mentor, George Banos, un corredor y consultor de experiencia. Banos le facilitó datos, anécdotas y una copia del libro *Maritime Economics*, del economista británico Martin Stopford.

“Él conocía los entresijos de cómo funcionaban las cosas porque había comenzado su carrera como marinero, luego fue capitán y de allí siguió avanzando”, señala Kalouptsidi. Banos falleció en 2015.

El trabajo de Kalouptsidi se centra en dos esferas: la política industrial y el efecto general del transporte y el comercio en las economías. En ambos casos, se trata de temas en los que ella comenzó a trabajar antes de que atrajeran la atención del mundo.

“Hace 15 años que investigo qué hay detrás de los ciclos de auge y caída del sector del transporte, cómo afectan al mundo que nos rodea y cuál es la trayectoria dinámica de la industria”, dice Kalouptsidi. “Lo que más me atrae del tema es que llega a ser un reflejo de la macroeconomía: el estudio de un microcosmos dentro de un sistema más amplio”.

Kalouptsidi explora cómo el sector del transporte configura el comercio mundial.



## Ingreso en la industria

Kalouptsidi, de 43 años, dice que creció “entre el transporte y la teoría”. Como ingeniera civil, su madre participó en la construcción de parte del Aeropuerto Internacional de Atenas, y su padre es matemático y científico informático.

Kalouptsidi cursó una licenciatura en Economía en la Universidad de Atenas, y en 2005 obtuvo una maestría en Economía en la Universidad de Economía y Negocios de Atenas. Posteriormente finalizó su doctorado en Yale en 2011. Su tesis sobre cómo el tiempo que lleva construir buques graneleros incide en la inversión en embarcaciones se publicó en *The American Economic Review*.

“Myrto tiene un singular instinto para detectar qué es lo importante mucho antes que otros en la disciplina”, señala Theodore Papageorgiou, esposo de Kalouptsidi y también ateniense, quien se desempeña como profesor de Economía en el Boston College y es un frecuente colaborador en sus investigaciones. Según cuenta, el sector del transporte no estaba en el radar de los economistas. “A ella le atraen cuestiones a las que nadie presta atención, pero que resultan ser sumamente importantes una vez que se analizan en profundidad”.

Kalouptsidi dice que los mercados del transporte son mucho más volátiles que los de acciones. Eso fue algo que aprendió a medida que ampliaba el alcance de su investigación, justo antes de la crisis financiera mundial. “Cuando comencé a entrevistar a los propietarios de buques, todos estaban eufóricos”, cuenta. “Pensaban que el sector del transporte estaba pasando por un momento inmejorable, y todos estaban comprando buques; había mucho entusiasmo”.

Hasta que todo se desplomó. El parámetro de referencia mundial de los fletes marítimos de materias primas a granel, el Índice Báltico Seco, se cuadruplicó en dos años, pero luego se derrumbó más de un 90% a finales de 2008.

Según Kalouptsidi, las turbulencias subsiguientes modificaron completamente sus intereses como investigadora, que pasaron a centrarse en el sector del transporte marítimo. Cuando volvía a su ciudad natal, verla golpeada por el empeoramiento de la crisis le resultaba difícil. “Nuestros barrios favoritos en el centro de Atenas estaban apagándose”, cuenta. “Por todas partes invadía una sensación de decadencia”.

El sector del transporte marítimo sufrió. Muchas embarcaciones fueron desguazadas. A medida que se entrevistaba con más expertos, la investigación de Kalouptsidi comenzó a tomar forma. Se centró en el transporte marítimo a granel y en el mercado de embarcaciones. Sin embargo, el sector del transporte de contenedores tendría que pasar a segundo plano mientras examinaba el cruce entre la organización industrial y el comercio internacional.

## Transporte y comercio internacional

Kalouptsidi demostró que pese a la ubicuidad del transporte marítimo y a sus cinco mil años de historia, las posibilidades de investigación que ofrece el sector están lejos de agotarse. Según dice, sigue siendo poco lo que se sabe sobre la interacción entre los mercados de transporte y el mercado mundial de bienes comerciables.

Para examinar esa cuestión, Kalouptsidi aunó esfuerzos con Papageorgiou y con Giulia Brancaccio, una amiga y compañera de investigación que conoció durante su temporada en la Universidad de Princeton. Juntos recopilaron un conjunto de datos de seguimiento de 5.398 buques entre 2012 y 2016 que incluyó datos sobre precios y rutas extraídos de 12.007 contratos de transporte marítimo. Esto les permitió generar un modelo de las interacciones entre los mercados de transporte y el comercio mundial de mercancías, incluido el proceso de asignación de cargas a buques.

El artículo resultante marcó un hito al formular un modelo del mercado de transporte que demuestra cómo los costos de transporte determinan el comercio mundial.

La Sociedad Econométrica publicó el artículo en su boletín y en 2022 lo galardonó con la Medalla Frisch, un premio que se otorga de manera bienal, en reconocimiento del trabajo como un “ejemplo sobresaliente del uso de la teoría y los datos para analizar un nuevo mecanismo y examinar sus implicaciones de equilibrio general para la economía en su conjunto”.

Los datos y el modelo permitieron llevar a cabo experimentos, entre otras cosas sobre los efectos que se producen cuando los buques atienden rutas en las que la demanda es unidireccional, como sucede en el caso de los grandes países exportadores. El estudio estableció una relación entre las

asimetrías en los costos de transporte y los desequilibrios comerciales bilaterales. También concluyó que las embarcaciones viajan vacías casi la mitad del tiempo.

El modelo también les permitió simular los efectos de una desaceleración económica en China. Un menor volumen de importaciones se traduciría en una reducción del número de buques que llegan al país, lo que perjudicaría las exportaciones de China. El estudio también puede ayudar a las autoridades a entender el impacto de las principales vías de navegación. Por ejemplo, cerrar el Canal de Suez reduciría el comercio mundial un 3,5%, en tanto que en Oriente Medio la caída sería de un 25% y los indicadores de bienestar se desplomarían.

“Las conclusiones de este trabajo son específicas y sumamente pertinentes para la formulación de políticas”, señaló Brancaccio, profesora adjunta de la Universidad de Nueva York. Según dijo, Kalouptsidi no le tiene miedo a la experimentación ni a estar equivocada. “Es una científica seria”, señaló. “Quiere aprender de todos”.

Mientras que los aspectos económicos de la organización industrial a menudo se centran en una única y principal solución de compromiso, en esta investigación se buscó generar un modelo de equilibrio general con muchas más variables, lo que dificultó la definición de los mecanismos más importantes. “Fueron años de refinar el modelo y someterlo a revisiones”, aclaró Kalouptsidi. “Y los resultados fueron realmente sorprendentes”.

## Política industrial

A principios del siglo XX, el Reino Unido dominaba la industria mundial de construcción naval. En los primeros años de la posguerra, Europa pasó a ocupar la delantera, y luego Japón. Para fines de siglo, Corea producía la mayor proporción de buques comerciales.

China era apenas un actor insignificante en 2002, cuando se trazó el objetivo de transformarse en el mayor constructor naval del mundo para 2015. Lo logró subvencionando los astilleros y concediendo préstamos generosos y otras ayudas.

Kalouptsidi se propuso entender cómo estas políticas afectaban la industria interna del país y a su vez el mercado mundial. Pero los subsidios son complicados y en general poco transparentes.

Kalouptsidi generó un modelo para detectar subsidios observando

## “En pocas palabras, el transporte marítimo es la columna vertebral de la economía. Si queremos comerciar, necesitamos buques”.

las divergencias entre los datos y las predicciones lógicas de la teoría económica tradicional. Llevó adelante su investigación con la cooperación de Panle Jia Barwick, que actualmente integra la Universidad de Wisconsin-Madison, y de Nahim Bin Zahur, de la Universidad de Queens en Ontario, y demostró que las medidas de apoyo de China provocaban un desplazamiento de la producción mundial de buques que iba en menoscabo de la cuota de mercado de Japón.

El proyecto llevó más de una década y exigió integrar conocimientos detallados sobre el sector con un marco estructural que permitiera entender la política industrial de China, contó Barwick. Atribuye a Kalouptsidi el mérito de “conjugar una profunda intuición económica con una rigurosa creatividad metodológica”.

Su trabajo permitió demostrar que los subsidios apuntaban a numerosos astilleros poco competitivos, que inflaban los precios, que relegaban a productores más eficientes y que obligaban a los gobiernos a pagar elevadas sumas por ambiciones industriales poco eficaces.

La investigación también permitió constatar que las políticas atraían a productores ineficientes y contribuían a un exceso de capacidad. Los productores nacionales lograron solo aumentos modestos de las utilidades, y sus rendimientos a largo plazo equivalieron a apenas un 18% del total de los subsidios, según señalan los autores.

“El trabajo de Myrto sobre los subsidios a los astilleros de China se cuenta entre los mejores de la nueva generación de investigaciones sobre políticas industriales, y lo llevó a cabo antes de que esas políticas se transformaran en un tema corriente de investigación”, señaló

Dani Rodrik, profesor de Economía Política Internacional en la Escuela de Administración Pública de la Universidad de Harvard. “Constituye un marco de referencia por la minuciosidad con que combina la teoría y los datos empíricos”.

Más recientemente, Kalouptsidi trabajó con Brancaccio y Papageorgiou para determinar cuál es la mejor manera de invertir en infraestructura portuaria examinando los principales puertos de Estados Unidos. Una conclusión sorprendente desde el punto de vista de la política pública es que los puertos de una región operan como una red: invertir en un puerto puede reducir la congestión en otros, ya que permite que un mayor número de buques carguen mercancías de manera más eficiente y vuelvan a zarpar. Eso implica coordinar las inversiones de capital y definir con precisión a dónde se destinarán.

### Preguntas sagaces

Laurent Daniel, jefe de la unidad de astilleros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, señala que Kalouptsidi ha tenido una gran influencia en la manera en que los economistas y las autoridades entienden la dinámica industrial en sectores de alcance mundial, en particular en las industrias de los astilleros y de transporte marítimo. También señaló que “ha puesto al alcance de las autoridades un marco mucho más claro para evaluar la manera en que los subsidios y el aumento de la capacidad pueden reconfigurar la competitividad y los patrones de comercio mundiales”.

En Harvard, los alumnos de Kalouptsidi la ven como una persona paciente a la hora de resolver problemas. “Tiene una habilidad inigualable de ayudarte cuando estás bloqueado, aclarando mecanismos, delimitando con precisión las preguntas de investigación y alentándote a no renunciar a ideas ambiciosas”, dice Constanza Abuin, una de sus exalumnas que se sumará a la Universidad Johns Hopkins como profesora adjunta.

Kalouptsidi plantea preguntas sagaces en vez de dar respuestas directas, dice Yixin Zhou, quien actualmente cursa un doctorado en la Universidad de Harvard.

La siguiente prioridad para Kalouptsidi es regresar a lo que despertó su interés hace casi dos décadas:

el transporte de contenedores. La introducción del uso de contenedores hace más de medio siglo revolucionó el comercio al disminuir los costos, aumentar la eficiencia y posibilitar la globalización. Gran parte de la labor de Kalouptsidi se ha centrado en los buques graneleros, que en su opinión se asemejan a los taxis ya que navegan a demanda entre un punto y otro. La propiedad de estos buques se encuentra descentralizada. Por otro lado, la propiedad de los buques de contenedores se concentra en un puñado de empresas, y estos se asemejan a los autobuses, ya que siguen rutas fijas. El precio del transporte en contenedores es más difícil de obtener, ya que a menudo se acuerda entre privados.

Cuando Kalouptsidi comenzó a incursionar en el mundo de los buques de contenedores como estudiante de doctorado, intentó encontrar datos sobre el tema, pero nunca lo logró. Este próximo paso en su nueva investigación —que está llevando adelante con la colaboración de Brancaccio, Papageorgiou, y Nicola Rosaia, de la Escuela de Negocios de Columbia— resulta posible porque ahora hay más datos disponibles.

El seguimiento de los nombres, las ubicaciones y otros parámetros de los buques mediante el sistema de identificación automática ahora es más completo y los investigadores disponen de muestras de algunas tarifas y rutas específicas de transporte de contenedores.

A nivel más amplio, Kalouptsidi ha demostrado que los shocks en una industria repercuten en economías enteras. A lo largo de la historia, es posible que nadie haya dudado de la fiabilidad del comercio marítimo, pero en los últimos años ha quedado claro cuán graves son las consecuencias cuando el comercio se ve obstaculizado, en particular en lo referido a la inflación.

“El aumento del comercio, de la producción justo a tiempo y del número de empresas que se abastecen desde lugares cada vez más remotos ha sido notable, pero esto solo será posible si la industria del transporte marítimo funciona sin contratiempos”, señala Kalouptsidi. “En pocas palabras, el transporte marítimo es la columna vertebral de la economía. Si queremos comerciar, necesitamos buques”. **F&D**

**JEFF KEARNS** integra el equipo de Finanzas y Desarrollo.

## En las trincheras

# El gobernador que transformó su banco central



El gobernador del Banco de Corea, **Chang Yong Rhee**, explica cómo ha evolucionado el papel de la institución en un contexto de crecientes desafíos económicos

**C**hang Yong Rhee lleva mucho tiempo aduciendo que los bancos centrales deben adaptarse a las nuevas realidades. Asumió el cargo de gobernador del Banco de Corea en abril de 2022, en un momento de aumento de la inflación mundial y de conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, cuando, en su opinión, la economía se encontraba al borde de una gran transformación. El envejecimiento de la población, el retroceso de la globalización, la rápida evolución de la economía digital y otras cuestiones llevaron al banco central a estudiar un abanico de temas más amplio.

“Nuestra responsabilidad no puede limitarse a la política monetaria”, afirmó en su discurso de toma de posesión. Rhee también destacó la emoción que sentía como antiguo estudiante de Economía que ahora se encontraba en la primera línea de la política monetaria. Tras licenciarse por la Universidad Nacional de Seúl, cursó un doctorado en la Universidad de Harvard, ocupó cargos académicos en Estados Unidos y Corea, y posteriormente trabajó en el sector público y en organismos internacionales.

Como gobernador del Banco de Corea, ha promovido iniciativas para identificar mejor los problemas económicos estructurales y proponer soluciones, así como para hacer que el banco sea más dinámico y menos “solemne”.

Las comunicaciones y una mayor participación ciudadana forman parte de esta campaña, que incluye adaptar múltiples canales a diversas audiencias. La autoridad monetaria ha adoptado una estrategia más amplia que ahora incluye videos, imágenes, un nuevo estudio, capacitación del personal en medios de comunicación, y hasta una tienda de regalos.

El Banco de Corea también debe servir como una especie de laboratorio de ideas para el país.

Rhee conversó con Jeff Kearns, de F&D, sobre su visión del banco central.

**F&D: Ha sido economista jefe del Banco Asiático de Desarrollo (BAD) y director del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI antes de convertirse en gobernador del Banco de Corea en 2022. ¿Cómo fue pasar de ser quien brinda asesoramiento de política económica a quien lo recibe, y qué ha aprendido de esa experiencia?**

**CR:** Mi trayectoria profesional ha sido variada, pero, afortunadamente, mi desarrollo profesional es una continuación natural de lo que más me gusta: la investigación económica y el asesoramiento de política económica. Mi experiencia en el BAD y el FMI me ha dejado lecciones muy valiosas, como la de adoptar una perspectiva general para comprender las políticas económicas. Además, esto contribuye a crear una red internacional, que actualmente desempeña un papel muy importante en mi comunicación y en mi cooperación con instituciones multilaterales y otros países. También me hizo apreciar más a fondo la estabilidad financiera en vista de las numerosas crisis económicas en distintos países. Ahora suelo mirar más allá de la tradicional disyuntiva entre inflación y crecimiento, y soy capaz de reconocer que la estabilidad financiera es crucial. Así y todo, creo que el tipo de responsabilidad ha cambiado. Antes de mi mandato como gobernador, mi principal responsabilidad en el Fondo era ofrecer asesoramiento de política económica. Ahora me encargo de tomar la decisión final, al menos en materia de política monetaria, y eso conlleva una gran responsabilidad.

**F&D: El envejecimiento, la inmigración y la inteligencia artificial son temas que ha abordado en sus discursos.**

**¿Es necesario que los bancos centrales evolucionen más allá de sus funciones tradicionales para abordar de mejor manera, por ejemplo, las fuerzas estructurales más profundas que sustentan el crecimiento a largo plazo?**

**CR:** Este es un tema delicado en Corea. Algunos creen que es inusual que como gobernador hable no solo



de política monetaria sino también de cuestiones estructurales como el envejecimiento, la educación y muchos temas relacionados con el mercado laboral. Lo que pasa es que eso no es incompatible con el mandato del banco central, que es la estabilidad de precios. Para diseñar una política monetaria adecuada, hay que comprender bien los factores que impulsan el cambio en el entorno de la política económica. Por ejemplo, si los cambios se deben a cuestiones cíclicas o estructurales. La reciente desaceleración del crecimiento económico en Corea es un ejemplo de ello. Creo que cuestiones estructurales como el envejecimiento y la naturaleza cambiante de la cadena mundial de suministro revisten tanta importancia como los factores cíclicos. Por eso, en cierto sentido, para entender por qué nuestra tasa de crecimiento está disminuyendo y en qué medida se debe a factores cíclicos que debemos contrarrestar, también es necesario tener una visión completa de los factores que impulsan los cambios estructurales. A partir de esto, el Banco de Corea debe ser un centro de estudios líder para el conjunto del país, no solo un banco central.

**F&D: Cuando compara al Banco de Corea con otros bancos centrales, o habla con otros gobernadores, ¿cómo cree que se diferencia el papel que desempeña su institución? ¿El alcance es más limitado o más amplio?**

**CR:** Si observamos los bancos centrales de Europa, Estados Unidos y otros lugares, vemos que los ministros de Hacienda y las autoridades de los bancos centrales siempre se han comunicado entre sí y también han hablado sobre política fiscal. La política monetaria la decide el banco central, pero hablar y comunicar sobre cuestiones estructurales es algo natural, y Corea ha sido una excepción.

Los factores estructurales que impulsan nuestra economía han cobrado mucha más importancia. La población coreana está experimentando un envejecimiento acelerado y nuestra economía está dominada por las exportaciones en un entorno mundial que cambia notablemente. Por lo tanto, si no se abordan estas cuestiones, no podemos diseñar una política monetaria

## “Los factores estructurales que impulsan nuestra economía han cobrado mucha más importancia”.

adecuada. Este entorno cambiante nos obliga a estar más abiertos a estudiar dichas cuestiones estructurales.

**F&D: A nivel mundial, ¿está en entredicho la independencia de los bancos centrales?**

**CR:** La independencia de los bancos centrales es muy importante, sobre todo para lograr la estabilidad de precios.

Tuvimos que subir la tasa de interés muy rápido en 2022. Esa medida no tuvo buena acogida en su momento. Pero pude explicar a la población que mi cometido es la estabilidad de precios, que nuestro objetivo es una estrategia de metas de inflación y que el banco central debe tomar decisiones difíciles de forma independiente.

La independencia es clave, pero no siempre se entiende del todo bien. El banco central tiene muchas otras funciones, como la estabilidad del mercado financiero, además de que en ocasiones actuamos como prestamista de última instancia. A veces participamos en la resolución de los problemas de instituciones financieras en quiebra. Son áreas en las que es necesario comunicarse y colaborar con el gobierno; no es una labor que el banco central pueda hacer solo. La independencia del banco central es clave para la estabilidad de precios y otras operaciones, pero al mismo tiempo debe cooperar con el gobierno.

**F&D: Ante la delicadeza del tema, ¿cómo se comunican las razones por las que el banco central debe adoptar una visión más amplia de lo que implica dirigir la economía, e ir más allá de conceptos tradicionales como la inflación y las tasas de**

**interés para abordar factores más estructurales y sociales?**

**CR:** No es fácil, porque los problemas estructurales no tienen una respuesta sencilla, son bastante complejos. Y cuando se abordan, siempre va a haber ganadores y perdedores.

Al recomendar determinadas políticas, la evaluación del lado ganador y la del lado perdedor serán muy diferentes. Porque además es muy difícil cambiar la percepción de la gente. Por ejemplo, si se le pregunta a cualquier transeúnte cuál debería ser la tasa de crecimiento económico ideal para Corea, sobre la base del período de crecimiento elevado de las últimas dos décadas, muchos responderán que al menos un 3%, o incluso más de un 4%. Sin embargo, debido al envejecimiento de la población y a otros cambios que se han venido dando, nuestra tasa de crecimiento potencial del PIB hoy en día se sitúa en torno al 2% o por debajo.

Es muy difícil decirle a la gente que la situación ha cambiado. En este momento, nos toca adaptar nuestro comportamiento y nuestra percepción. La comunicación se hace difícil y precisamos un análisis de alta calidad. Y no debemos olvidar además que los análisis deben ser comprensibles para el público. Esa es el *quid* de la comunicación, aunque no es tarea fácil.

**F&D: Las encuestas de opinión pública muestran respuestas más favorables y una valoración más positiva de la credibilidad del banco. ¿Lo relaciona con su visión más amplia para explicar el papel que cumple el banco, sus funciones y las razones por las que debería cambiar?**

**CR:** Muchos siguen viendo como una virtud que el banco central se comunique de la manera tradicional; es decir, centrándose en la política monetaria e intentando transmitir el mensaje de forma poco clara para evitar generar impacto en el mercado. Estamos trabajando para cambiar esa percepción, pero puede que nos lleve algún tiempo. **F&D**

*Esta entrevista ha sido editada para efectos de brevedad y claridad. Para escuchar la entrevista completa, diríjase a [www.imf.org/podcasts](http://www.imf.org/podcasts).*



## Reseñas de libros

# Una crónica de las divisas

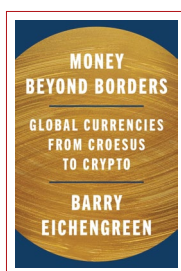
Catherine R. Schenk

**LAS TURBULENCIAS EN EL COMERCIO MUNDIAL** son el marco en que *Money Beyond Borders* hace una oportuna reflexión sobre la evolución de las divisas internacionales. Desde 1960, el dólar estadounidense ha lubricado los engranajes del comercio y las finanzas globales. Sus mercados, profundos y líquidos, y su aceptación casi universal como moneda de cambio y unidad de cuenta pusieron en marcha la era moderna de la globalización. Sin embargo, muchos ahora temen que la impredecible política económica estadounidense desestabilice en tal medida los mercados que el dólar pierda su influencia como ancla común a nivel mundial. Aunque estas predicciones sobre la caída del dólar se remontan a mucho tiempo atrás.

En las décadas de 1960 y 1970, la inflación parecía estar a punto de socavar su utilidad. A mediados de la década de 2000, la depreciación sostenida del dólar, la liberalización en China y la adopción del euro desataron especulaciones sobre los posibles sucesores del billete verde y cómo gestionar dicha transición. Sin embargo, la crisis financiera mundial de 2008 confirmó la resiliencia de la jerarquía monetaria.

Barry Eichengreen, profesor de Economía y Ciencias Políticas en la Universidad de California, Berkeley, es uno de los principales protagonistas de este debate, y echa mano de la historia para especular sobre el futuro del sistema monetario internacional. En su trabajo académico, sostiene que un sistema monetario multipolar es viable y sostenible, y que la década de 1930 debería servir como una seria advertencia sobre los peligros de la desglobalización.

Su nuevo libro amplía el panorama aún más; se remonta a los orígenes de la moneda romana y anticipa el impacto de las actuales turbulencias geopolíticas. Accesible para el público general, el libro abarca un amplio período histórico con el objetivo de extraer lecciones en materia de políticas. El autor sintetiza un creciente corpus bibliográfico sobre historia económica clásica, así como una cuantiosa investigación sobre la historia financiera del siglo XVIII, en particular la de Ámsterdam. Los capítulos sobre el siglo XX resultarán familiares a los lectores de otras investigaciones de Eichengreen sobre esta época, pero el repaso de los ciclos históricos vale la pena. La confrontación del presidente



**MONEY BEYOND BORDERS: Global Currencies from Croesus to Crypto**

Barry Eichengreen

Princeton University Press

Princeton, Nueva Jersey, 2026, 344 págs., USD 29,95

*“Para Eichengreen, el dominio del dólar hasta el momento se debe a la ausencia de una moneda alternativa”.*

estadounidense Richard Nixon con el presidente de la Reserva Federal en la década de 1970 resulta una lectura especialmente oportuna.

Para Eichengreen, el dominio del dólar hasta el momento se debe a la ausencia de una moneda alternativa. Pero los efectos combinados del retroceso de Estados Unidos en su compromiso con los mercados abiertos, la internacionalización del renminbi, la evolución del euro y la innovación en las tecnofinanzas pueden cambiar las cosas. El autor llega a la conclusión de que ninguna de estas alternativas está lista para entrar en escena y se muestra pesimista sobre sus perspectivas de futuro. Sin embargo, la agudización de las tensiones geopolíticas desde que se escribió el libro aumenta la probabilidad de que algunos de estos resultados se materialicen. Si los miembros de la Unión Europea cierran filas con mayor contundencia, si las fricciones entre Estados Unidos y China son cada vez más ásperas o si la tecnología financiera logra crear una moneda estable viable que no esté vinculada únicamente al dólar, es posible que aún podamos asistir a un cambio radical en la trayectoria del dólar. El shock en la liquidez podría llegar a provocar una versión de la Gran Depresión de la década de 1930, y el libro concluye repitiendo esta advertencia. **F&D**

**CATHERINE R. SCHENK** es profesora de Historia Económica y Social en la Universidad de Oxford.

# Historias humanas detrás de una crisis histórica

Prakash Loungani

El libro *1929*, de **ANDREW ROSS SORKIN**, es un relato admirable y pormenorizado del devastador desplome del mercado bursátil de aquel año. Sin embargo, no logra con igual éxito su objetivo secundario de contar la historia para “entender mejor lo que podríamos aprender de ella”.

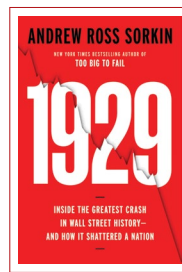
Su relato está contado desde el punto de vista de Charles Mitchell, el presidente de National City Bank, entidad precursora de Citibank. Mitchell estaba empeñado en hacer que los estadounidenses compraran acciones, y que se endeudaran para ello, sin darle demasiadas vueltas al asunto. Logró su objetivo: los estadounidenses de a pie impulsaron la demanda de tal manera que los precios de las acciones se dispararon y se terminó produciendo el crack que arruinó a Mitchell y a millones de ciudadanos. La narración es muy detallada, como cabe esperar de Sorkin, autor de *Too Big to Fail*, el superventas sobre la crisis financiera mundial publicado en español bajo el título de *Malas noticias*.

Nos enteramos, por ejemplo, de que al presidente estadounidense de derechas Herbert Hoover “le gustaba peinar con la raya ligeramente hacia la izquierda”, y de que fue el primer presidente que tuvo un teléfono en su escritorio, entre otras cosas para estar al día con lo que pasaba en Wall Street. Sorkin retrata con maestría a tres presidentes estadounidenses (Warren G. Harding, Calvin Coolidge y Hoover) y a Andrew Mellon, que fue secretario del Tesoro en las tres administraciones. Presenta un colorido perfil de Winston Churchill, como alguien que dependía de mecenas estadounidenses y de las ganancias bursátiles para mantener el tren de vida al que estaba acostumbrado. Hay descripciones fascinantes, basadas en documentos recientemente descubiertos, de tensiones entre la Casa Blanca y la Reserva Federal: a la Casa Blanca muchas veces le preocupaba que la Fed subiera las tasas de interés y acabara con el auge del mercado bursátil.

El senador Carter Glass tiene gran protagonismo: una importante ley financiera que se aprobó después del crack de 1929 lo honra con su nombre. La Ley Glass-Steagall introdujo la separación de la banca comercial y la banca de inversión.

Sorkin no se equivoca cuando escribe que nuestro momento presente se hace eco de los personajes, los

*“Nuestro momento presente se hace eco de los personajes, los problemas y las decisiones de política de 1929”, señala Sorkin.*



**1929**

Inside the  
Greatest Crash  
in Wall Street  
History—and How  
It Shattered a  
Nation

Andrew Ross  
Sorkin

Penguin  
Random House

Nueva York, NY,  
2025, 592 págs.,  
USD 35,00

problemas y las decisiones de política de 1929. Sin embargo, esta pormenorizada crónica de un desplome bursátil del pasado no viene acompañada de un plan de acción para el próximo crack que muchos vaticinan.

Cada crisis es única y reparte miseria a su manera. Al crack de 1929 le siguieron políticas erradas, como la Ley Smoot-Hawley sobre aranceles y el abandono del patrón oro, que dieron lugar a una depresión de alcance mundial. Gracias a Sorkin nos enteramos de que fue Hoover quien acuñó el término “depresión” como reemplazo de “pánico”, de uso más difundido por aquel entonces. El estallido de la burbuja tecnológica en los primeros años del siglo XXI tuvo un efecto mucho más leve en la economía. Y se desconoce si la burbuja de la inteligencia artificial estallará de forma más parecida al desplome de 1929 o al de las empresas puntocom. El libro de Sorkin no nos aclara el panorama. No cierra con predicciones, sino que se limita a decir que “el antídoto a la exuberancia irracional es la humildad: la de saber que ningún sistema es infalible, que ningún mercado es totalmente racional y que ninguna generación está exenta. Cuanto más alto sea nuestro grado de certeza, más dura y prolongada será nuestra caída”. **F&D**

**PRAKASH LOUNGANI** es director del programa de maestría en Economía Aplicada de la Universidad Johns Hopkins.



# Cómo construye China

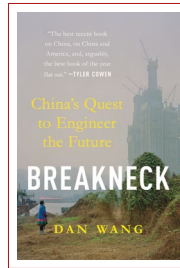
Melanie W. Sisson

EN 1973, Andrew W. “Andy” Marshall, un economista formado en la Universidad de Chicago y poco conocido fuera de un pequeño círculo de intelectuales del ámbito de la defensa, fue nombrado director de una dependencia poco convencional dentro del Pentágono: la Oficina de Evaluación Neta. En un momento en el que al Departamento de Defensa le preocupaban los equilibrios militares a corto plazo y las pugnas presupuestarias anuales, Marshall propuso una forma diferente de reflexionar sobre la estrategia. El objetivo de la evaluación neta es examinar la forma en que realmente evoluciona la competencia a largo plazo: cómo se comparan Estados Unidos y sus adversarios, no solo en cuanto al número y tipo de armas, sino también en cuanto a su capacidad de adaptación nacional, las fortalezas y debilidades de sus instituciones, sus trayectorias tecnológicas y su cultura estratégica.

El primer libro del investigador del Hoover History Lab, Dan Wang, *Breakneck: China's Quest to Engineer the Future*, es muy ameno y, aunque no es de esperar, se enmarca perfectamente en el legado intelectual de Marshall. Anunciado como un libro sobre “la mentalidad ingenieril de China”, lo que Wang en realidad presenta es un entretejido de autobiografía, diario de viaje y observación sociopolítica salpicado de comparaciones entre China y Estados Unidos. Y lo hace de manera cautivante. Wang guía a los lectores (a veces a pie y otras en bicicleta) a través de paisajes y tramas urbanas bien descritas; se detiene a apreciar escenas culturales y saborear delicias culinarias; y ofrece estadísticas, fragmentos de historia y anécdotas personales a lo largo del camino.

Wang, que nació en China pero se crio en Canadá, es igual de evocador en la reflexión que hace sobre los intentos del Partido Comunista Chino de utilizar principios de la ingeniería para mantener lo que él define como una sociedad civil sana. Desde una perspectiva humanista, examina los esfuerzos del Partido por gestionar la economía nacional, controlar el crecimiento demográfico y posteriormente frenar su declive, acelerar la innovación tecnológica y limitar las secuelas de la pandemia de COVID-19. Con detalles personales que impregnan toda la obra, Wang logra que su análisis resulte cálido y conmovedor. Se muestra implacable, aunque no menos generoso, en su evaluación de los éxitos y los fracasos, los beneficios y los perjuicios y las ventajas comparativas de estos proyectos de ingeniería en relación con los emprendidos en Estados Unidos, donde, a su juicio, todo debe pasar por el filtro de los abogados.

En este punto, Wang deja entrever un análisis más exhaustivo, aunque no llega a desarrollarlo. Menciona con frecuencia la diferencia fundamental entre ambos sistemas, observando que Estados Unidos da prioridad al pluralismo



**BREAKNECK**  
China's Quest  
to Engineer the  
Future

Dan Wang

W. W. Norton  
& Company

Nueva York, NY,  
2025, 288 págs.,  
USD 31,99

*“Wang invita a reflexionar sobre cómo las filosofías de gobierno hacen que China opte por la ingeniería y Estados Unidos por los litigios”.*

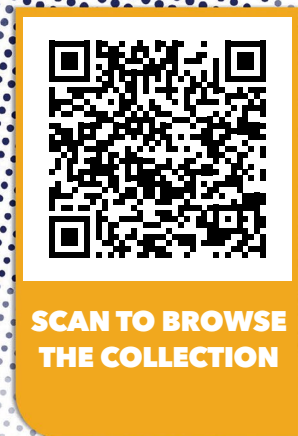
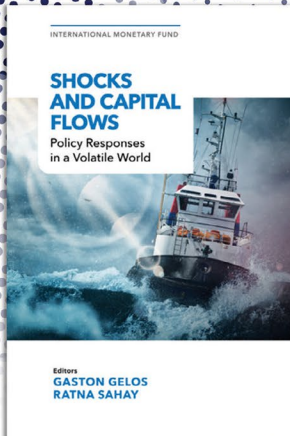
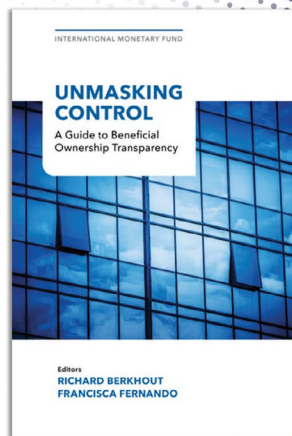
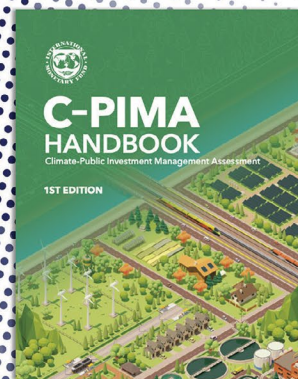
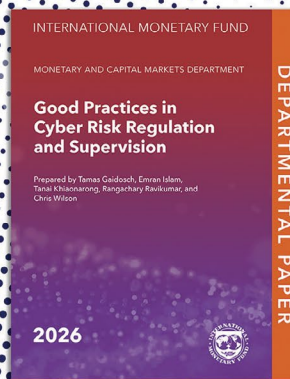
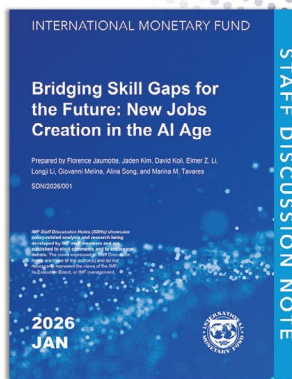
y a la protección de los derechos individuales, mientras que China considera a sus ciudadanos como un conjunto. Sin embargo, no establece una relación entre estas filosofías de gobierno y sus consecuencias lógicas. Wang invita, por tanto, a reflexionar —aunque no nos lleva de la mano— sobre cómo estas tendencias hacen que China opte por la ingeniería y Estados Unidos por los litigios, y sobre por qué orientan la mirada del Estado hacia ciertos proyectos y la alejan de otros. Como resultado, su evaluación neta queda implícita: retrata la rivalidad de larga data entre la visión del Partido Comunista Chino de la grandeza nacional como algo por lo que los ciudadanos deben sacrificarse y luchar, y la visión estadounidense de la grandeza nacional como el resultado inevitable de dar rienda suelta a los ciudadanos para que logren sus metas individuales.

Wang concluye con una nota esperanzadora, deseando que ambos países adopten atributos concretos del otro. Se muestra más optimista en el caso de Estados Unidos, ya que cree que sus ciudadanos acogerán con agrado los resultados tangibles que puede aportar la mentalidad ingenieril, pero no cree que el Partido Comunista Chino tolere las energías volátiles del pluralismo y los derechos individuales que protege la mentalidad jurídica. Sin embargo, si *Breakneck* nos enseña algo es que, en última instancia, los gobiernos —ya estén compuestos por ingenieros o abogados— solo pueden ejercer un control limitado sobre el caótico devenir de unas sociedades grandes, complejas e interconectadas a nivel mundial. **F&D**

**MELANIE W. SISSON** es investigadora principal en el programa de política exterior de la Institución Brookings.



# ACCESS THE LATEST RESEARCH



Global economics at your fingertips

[IMF.org/pubs](https://IMF.org/pubs)



# El próximo ngultrum de Bhután

Jeff Kearns

*El único país donde la felicidad es una política gubernamental oficial actualiza su moneda*



El billete de 500 ngultrum muestra al cuarto monarca de la nación.

**AL ASCENDER AL TRONO** como cuarto monarca de Bhután en 1972, Jigme Singye Wangchuck presentó su filosofía de lo que podría llamarse la felicidad nacional bruta, una medida de bienestar más holística que los tradicionales parámetros económicos y financieros. La ceremonia oficial de coronación tuvo lugar en 1974, al mismo tiempo que otro hito prometedor para su país: la emisión de los primeros billetes del reino.

En enero, la nación himalayana de 800.000 habitantes puso en circulación nuevos billetes que exhiben uno de los mayores cambios de diseño de la moneda, el ngultrum, en el medio siglo transcurrido desde aquella primera emisión.

El nuevo diseño de los billetes de 100, 500 y 1.000 ngultrum, que se presentó al público el pasado noviembre con motivo del septuagésimo cumpleaños de Wangchuck, “pone de relieve las ricas tradiciones culturales de Bhután y su legado monárquico”, escribió el Gobernador de la Real Autoridad Monetaria, Yangchen Tshogyel, en el informe anual de 2025.

El billete de 1.000 ngultrum muestra al soberano fundador de Bhután, el rey Ugyen Wangchuck, quien durante su reinado, que tuvo lugar entre 1907 y 1926, se puso como meta la unificación del país. En la imagen luce la corona de cuervo de su padre, un símbolo de la dinastía y de su consolidación en los albores de la nación.

En el reverso aparece Trongsa Dzong, la mayor fortaleza del país y sede ancestral de la dinastía, con el río Mangde Chhu a los pies. También se aprecia el sello oficial del Estado y dos grandes cálaos, aves que simbolizan la biodiversidad de un país que se extiende desde las llanuras bajas a lo largo de la frontera con India hasta las cumbres a más de 7.000 metros de altitud en el extremo sur de China.

El cuarto rey Wangchuck figura en el billete de 500, junto a una doble vajra en forma de cruz, un símbolo budista de estabilidad que representa su legado de felicidad nacional y nueva gestión. Jigme Singye Wangchuck también creó el sistema financiero moderno de Bhután y estableció la Real Autoridad Monetaria y el Banco de Bhután, el primer prestamista comercial.

Una declaración del banco central durante el anuncio de los nuevos billetes señala que “este nuevo billete, por tanto, no solo lleva su imagen, sino que también pone en circulación la estabilidad económica que él mismo ayudó a construir”.

Después de su abdicación en 2006, en el contexto de una transición planificada hacia una monarquía constitucional, su hijo mayor, Jigme Khesar Namgyel Wangchuck, se convirtió en el quinto rey de Bhután a la edad de 26 años y en el monarca más joven del mundo por aquel entonces. Su retrato aparece en los nuevos billetes de 100.

El año pasado, el grupo industrial High Security Printing Asia distinguió a los billetes como la mejor serie nueva, en reconocimiento de su diseño y elementos de seguridad. Diseñados por De La Rue, con sede en Basingstoke (Reino Unido), los billetes están impresos en un sustrato de polímero e incorporan características de seguridad avanzada, como una banda holográfica en las denominaciones de 500 y 1.000 que muestra un dragón agarrado a unas joyas. **F&D**

**JEFF KEARNS** integra el equipo de Finanzas y Desarrollo.



၄၀၀၀

Royal M



FIVE HU



# IMF WEEKEND READ

Sign up now for cutting-edge research and analysis of key economic, finance, development, and policy issues shaping the world.

**SIGN UP TODAY!**



Spanish  
Finance & Development, March 2026  
9798229036504