



Abrirse a la desigualdad

Davide Furceri y Prakash Loungani

EN junio de 1979, poco después de ganar elecciones históricas, Margaret Thatcher eliminó las restricciones sobre “el ingreso y salida de dinero” del Reino Unido; según algunos de sus simpatizantes, “una de sus mejores y más revolucionarias medidas” (Heath, 2015). *The Telegraph* escribió que “en el Oscurantismo económico que fueron los años setenta” los ciudadanos británicos podían “olvidarse de comprar una propiedad en el extranjero, adquirir acciones extranjeras o pagar por vacaciones . . . El impacto económico era devastador: las empresas eran renuentes a invertir en el Reino Unido dado que les resultaba difícil incluso repatriar dinero a sus países de origen”. Thatcher eliminó “todas estas reglas absurdas y liberalizó la cuenta de capital del Reino Unido”.

Pero sus críticos opinaban distinto. Veían la liberalización como el comienzo de una tendencia mundial cuyo “lado negativo . . . demostraría ser doloroso” (Schiffirin, 2016). Para ellos, si bien en teoría el libre movimiento de capital a través de las fronteras genera muchos beneficios, en la práctica la liberalización a menudo causó volatilidad económica y crisis financieras. Esto, a su vez, tiene consecuencias adversas para muchos en la economía, sobre todo para

los pobres. La liberalización también afecta el poder de negociación de empresas y trabajadores (capital y trabajo, respectivamente, en la jerga de los economistas) dado que, en general, el capital puede atravesar las fronteras con mayor facilidad que el trabajo. La amenaza de trasladar la producción al exterior reduce el poder de negociación de los trabajadores, y la porción del pastel que reciben.

Al estudiar los efectos distributivos de la liberalización de la cuenta de capital, observamos que tras la apertura se registra un aumento en la desigualdad del ingreso (Furceri y Loungani, 2015). El impacto es mayor cuando tras la liberalización se produce una crisis financiera y en países con poco desarrollo financiero, es decir, cuando las instituciones financieras son pequeñas y el acceso a estas es limitado. También observamos que la participación del trabajo en el ingreso disminuye tras la liberalización. Así, al igual que la liberalización comercial, la liberalización de la cuenta de capital puede crear ganadores y perdedores. Pero, si bien los efectos distributivos del comercio han sido estudiados largamente por los economistas, los impactos distributivos de la apertura de la cuenta de capital recién están comenzando a analizarse.

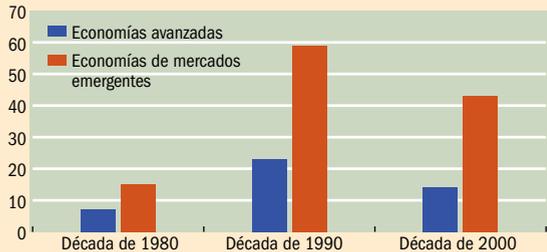
A menudo, cuando los países eliminan las restricciones sobre los flujos de capital la desigualdad empeora

Gráfico 1

Medida popular

En los últimos años, muchos países liberalizaron la cuenta de capital: es decir, eliminaron regulaciones sobre la entrada o salida de fondos de sus economías.

(número de liberalizaciones)



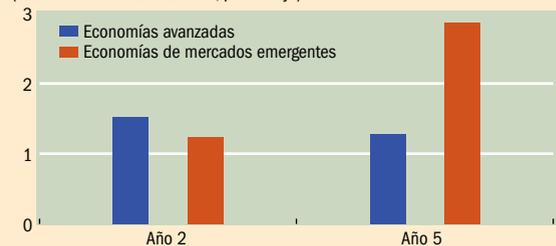
Fuente: Furceri y Loungani (2015).

Gráfico 2

Malas noticias

A menudo, tras eliminar las regulaciones sobre la entrada y salida de flujos de capital de un país se observan aumentos en la desigualdad del ingreso.

(variación en el índice de Gini, porcentaje)



Fuente: Furceri y Loungani (2015).

Nota: El coeficiente de Gini mide la desigualdad del ingreso. Si el índice es cero, los ingresos se distribuyen equitativamente en el país; con un índice de 100, una persona posee todo el ingreso. Los datos abarcan el período 1970-2010.

El impulso hacia la liberalización

En sus Reuniones Anuales en octubre de 1997 en la RAE de Hong Kong, el FMI explicó por qué los países debían avanzar hacia la total liberalización de la cuenta de capital (es decir, la eliminación de las restricciones a la entrada y salida de fondos de un país). El entonces Primer Subdirector Gerente del FMI, Stanley Fischer, describió a la liberalización como “un paso inevitable en la trayectoria del desarrollo que no se puede soslayar y debe ser aceptado”. Fischer, actualmente Vicepresidente

Al igual que la liberalización comercial, la liberalización de la cuenta de capital puede crear ganadores y perdedores.

de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos, señaló que la liberalización asegura que “residentes y gobiernos puedan obtener y conceder empréstitos bajo condiciones favorables, y los mercados financieros nacionales se tornan más eficientes como resultado de la adopción de tecnologías financieras modernas, lo que propicia una mejor asignación del ahorro y la inversión” (Fischer, 1998). Si bien reconoció que la liberalización incrementa la vulnerabilidad de la economía a los cambios en el sentimiento del mercado, Fischer sostuvo que los beneficios potenciales de abrir la cuenta de capital superan los costos.

Convencidos por cálculos similares, muchos gobiernos relajaron las restricciones sobre los flujos de capital extranjero. A la decisión de Thatcher siguieron medidas similares en Alemania en 1984 y en otros países europeos en la década siguiente. Entre las economías de mercados emergentes, Chile fue un pionero de la liberalización, seguido por varios países latinoamericanos en los años noventa y, más tarde, por las economías de mercados emergentes de Asia.

Este impulso hacia la liberalización es generalizado. Un índice de apertura de la cuenta de capital preparado en base a informes anuales del FMI sobre transacciones financieras

transfronterizas (FMI, varios) muestra un incremento continuo, lo que significa que las restricciones sobre las transacciones transfronterizas han sido eliminadas progresivamente.

Nos concentramos en episodios de grandes variaciones en este índice, dado que es más probable que tales episodios representen acciones deliberadas de los gobiernos para liberalizar sus cuentas de capital. Según este criterio, la liberalización de la cuenta de capital se aceleró durante la década de 1990, con casi 23 episodios de grandes variaciones en economías avanzadas y 58 en economías de mercados emergentes (véase el gráfico 1). Por cierto, la mayoría de las economías de mercados emergentes comenzaron con una cuenta de capital mucho más restringida. Como resultado, incluso después de adoptar medidas de liberalización, en promedio aún evidenciaban menos apertura que las economías avanzadas.

Liberalización y desigualdad

Tras estos episodios de liberalización de la cuenta de capital hubo incrementos en la desigualdad del ingreso. Una medida habitual para medir la desigualdad es el coeficiente de Gini, que tiene un valor de cero si todo el ingreso es distribuido equitativamente en un país, y de 100 si una persona percibe todo el ingreso. En las economías avanzadas y de mercados emergentes, el coeficiente de Gini aumenta —es decir, la desigualdad crece— tras una liberalización. El impacto a corto plazo (a dos años) es similar en economías avanzadas y de mercados emergentes; pero, a mediano plazo (tras cinco años), la desigualdad aumenta mucho más en los mercados emergentes (véase el gráfico 2).

Estos efectos son cuantitativamente significativos. Los coeficientes de Gini varían lentamente a través del tiempo: las variaciones en el Gini tienen una desviación estándar de 2%, es decir, casi el 70% de las veces, cuando el índice varía, lo hace en menos de un 2%. Por eso los efectos presentados en el gráfico 2 son bastante grandes en relación con la desviación estándar; en términos sencillos, los episodios de liberalización de la cuenta de capital pueden provocar grandes aumentos en la desigualdad.

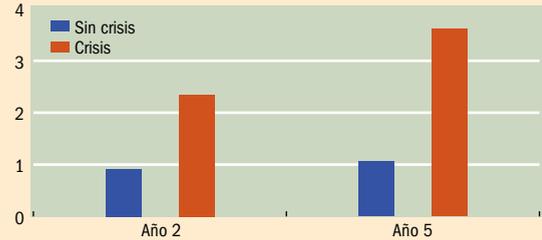
El impacto de liberalizar la cuenta de capital sobre la desigualdad se mantiene incluso tras considerar otros determi-

Gráfico 3

Agravada por la crisis

Tras una liberalización de la cuenta de capital, la desigualdad aumenta en mayor medida si se produce una crisis financiera.

(variación en el coeficiente de Gini, porcentaje)



Fuente: Furceri y Loungani (2015).

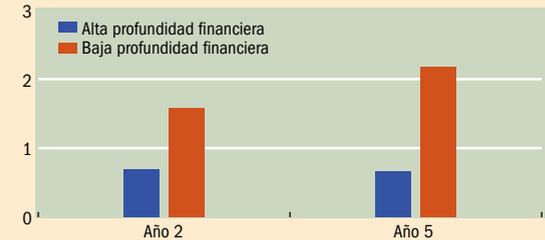
Nota: El coeficiente de Gini mide la desigualdad del ingreso. Si el índice es cero, los ingresos se distribuyen equitativamente en el país; con un índice de 100, una persona posee todo el ingreso. "Crisis financiera" describe situaciones en que el valor de los activos financieros (como acciones y bonos) y/o la robustez de las instituciones financieras disminuyen marcada y rápidamente. Los datos abarcan el período 1970-2010.

Gráfico 4

Mejor si son más profundos

Los países con sistemas financieros más profundos presentan un menor aumento de la desigualdad tras liberalizar la cuenta de capital que aquellos con sistemas menos desarrollados.

(variación en el coeficiente de Gini, porcentaje)



Fuente: Furceri y Loungani (2015).

Nota: El coeficiente de Gini mide la desigualdad del ingreso. Si el índice es cero, los ingresos se distribuyen equitativamente en el país; con un índice de 100, una persona posee todo el ingreso. Los datos abarcan el período 1970-2010.

nantes de la desigualdad, como la apertura comercial, los cambios en el tamaño del gobierno y la regulación de los mercados de productos, de trabajo y de crédito.

¿Por qué genera desigualdad la liberalización? Hay dos razones posibles. Primero, como Fischer reconoció, abrirse a flujos de capital extranjero puede ser una fuente de volatilidad: tras grandes entradas de capital, hay grandes salidas, y viceversa. Los críticos de la liberalización insisten en que esta volatilidad es una fuente de crisis. Dani Rodrik observó que, en 1996, cinco economías asiáticas recibieron casi USD 100.000 millones en entradas, pero tuvieron salidas de más de USD 10.000 millones al año siguiente.

“En consecuencia”, escribe Rodrik, tres de esas economías (Corea, Indonesia y Tailandia) “quedaron atrapadas en una severa crisis económica” (1998). Rodrik sostiene que este no es un “evento aislado” y que los “ciclos de auge y caída no son una atracción secundaria o un defecto menor en los flujos internacionales de capital; son la historia protagónica”.

Segundo, en teoría, la liberalización debe ampliar el acceso de los prestatarios nacionales a fuentes de capital. En la práctica, la robustez de las instituciones financieras nacionales puede determinar en qué medida esto ocurre. Pero en muchos países, las instituciones financieras no ofrecen una amplia gama de servicios, y gran cantidad de personas no tienen acceso a crédito (Sahay *et al.*, 2015). En estas circunstancias, la liberalización puede sesgar el acceso a favor de los más pudientes, aumentando la desigualdad.

Los datos respaldan ambos canales: el impacto de la liberalización es mayor cuando tras ella hay una crisis, y cuando la profundidad y la inclusión financiera son bajas.

Para estudiar el primer canal, separamos los casos en que tras liberalizar la cuenta de capital hay una crisis financiera de aquellos donde no hay crisis posterior. El impacto de la apertura sobre la desigualdad difiere mucho en cada caso, como se observa en el gráfico 3. En particular, de haber una crisis, se observa un aumento de la desigualdad a mediano plazo del 3,5%, comparado con un incremento del 1% en ausencia de una crisis posterior.

Los datos indican que la combinación de la liberalización de la cuenta de capital y una crisis financiera tiene un impacto significativo sobre la desigualdad. Cabe señalar que no todas las crisis financieras incrementan la desigualdad, dado que hay efectos compensatorios (Otker-Robe y Podpiera, 2013). Por un lado, las crisis financieras pueden reducir la desigualdad dado que, en general, las bancarrotas y la caída de precios de activos tienen mayor impacto sobre los más ricos. Por otro, las crisis financieras asociadas con recesiones duraderas pueden afectar a los pobres desproporcionadamente y aumentar la desigualdad.

El efecto de la liberalización sobre la desigualdad también depende de la profundidad y la inclusión financiera. Separamos a los países con mercados financieros de poca profundidad del resto empleando un indicador compuesto del Instituto Fraser, un instituto de investigación con sede en Canadá. A mediano plazo, la desigualdad aumenta en más del 2% en países de poca profundidad financiera, cuatro veces lo observado en países de elevada profundidad financiera (véase el gráfico 4).

La participación del trabajo en el ingreso disminuye

En el modelo de competencia perfecta, cada factor de la producción —capital y trabajo— recibe su justa recompensa en base a su contribución a las utilidades de la empresa. Pero una descripción más realista del mundo presenta una competencia imperfecta, donde la división del pastel económico no se basa en las contribuciones relativas de capital y trabajo, sino en el poder de negociación relativo. En su libro de 1997, *Has Globalization Gone Too Far?*, Rodrik sostiene que liberalizar la cuenta de capital inclina la balanza a favor del capital (el factor de la producción de mayor movilidad). Dado que las empresas pueden trasladar sus operaciones al extranjero, el poder de negociación de los trabajadores se erosiona y pueden perder parte de su ingreso.

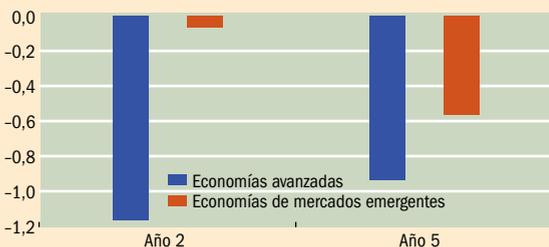
Los datos indican una clara disminución en la participación del trabajo en el ingreso tras liberalizar la cuenta de capital (véase el gráfico 5). A mediano plazo (que puede estimarse con más facilidad que los efectos a corto plazo), la participación del trabajo en el ingreso cae alrededor de 1 punto

Gráfico 5

Pierden los trabajadores

Tras la liberalización financiera, la participación del trabajo en el ingreso disminuye más en las economías avanzadas que en las economías de mercados emergentes.

(variación en la participación del trabajo en el ingreso nacional, porcentaje)



Fuente: Furceri y Loungani (2015).

porcentual en economías avanzadas y en aproximadamente 0,6 punto porcentual en economías de mercados emergentes. Tal como en el caso del coeficiente de Gini, estos son efectos importantes. Las variaciones en la participación del trabajo tienen una desviación estándar de 2,25 puntos porcentuales (es decir, casi el 70% de las veces, cuando la participación del trabajo varía, lo hace en menos de 2,25 puntos porcentuales). De ahí que se asocie la liberalización de la cuenta de capital con grandes disminuciones en la participación del trabajo.

La liberalización de la cuenta de capital se asocia con grandes disminuciones en la participación del trabajo.

El impacto de la pérdida del poder de negociación puede ser mayor para los trabajadores de economías avanzadas que para aquellos en economías de mercados emergentes por dos razones. Primero, las amenazas de las empresas de economías avanzadas de trasladarse al extranjero (donde los salarios son menores) son más creíbles. Segundo, en muchas economías de mercados emergentes el capital es escaso en relación al trabajo. La llegada de capital e inversión extranjera puede incrementar la demanda de trabajo, mitigando algunos de los efectos de la variación relativa en poder adquisitivo debido a la apertura de la cuenta de capital.

Avanzar con cautela

Los beneficios de liberalizar la cuenta de capital planteados por Fischer hace casi dos décadas todavía resuenan en la labor del FMI, pero con mayor cautela (Ostry *et al.*, 2011). La “posición institucional” del FMI (FMI, 2012) es que la liberalización permite que empresas nacionales accedan a capital extranjero y, con frecuencia (mediante inversión extranjera directa), a tecnología. También permite a los ahorristas nacionales invertir en activos fuera de su país de origen. A la vez, la perspectiva institucional reconoce que los flujos de capital pueden ser volátiles y plantear riesgos a la estabilidad financiera (en particular, debido a su gran

tamaño en relación con el mercado nacional). La conclusión es que “en general, la liberalización de los flujos de capital es más beneficiosa y de menos riesgo si los países han alcanzado ciertos niveles o umbrales de desarrollo financiero e institucional”. También hay mayor aceptación de las medidas de gestión de los flujos de capitales (conocidas como “controles de capitales”) para abordar la volatilidad de estos flujos (Ostry *et al.*, 2010).

Advertimos un motivo adicional de cautela al abrir la cuenta de capital. Los países que consideran la reducción de la desigualdad como prioritaria deben formular la liberalización de modo tal que este factor sea considerado respecto de los beneficios de mayor productividad y crecimiento. También observamos una reducción en el impacto de la liberalización sobre la desigualdad cuando los países tienen mayores niveles de desarrollo financiero o en ausencia de crisis tras la liberalización. Esto respalda la noción de que la relación entre el beneficio y el costo de liberalizar es mayor para países por encima de cierto nivel de desarrollo financiero y cuando los países han fortalecido adecuadamente la normativa financiera antes de la liberalización. En tales casos, es más probable que se concreten los beneficios relativos al crecimiento; el riesgo de crisis será menor; y los costos distributivos, en términos de mayor desigualdad y menor participación en el trabajo, también serán más pequeños. ■

Davide Furceri es Economista y Prakash Loungani es Jefe de División, ambos en el Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

- Fischer, Stanley, “Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF”, 1998, en *Essays in International Finance No. 207*, Princeton University International Finance Section (Princeton, Nueva Jersey).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012, “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View” (Washington).
- , Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, varias ediciones (Washington).
- Furceri, Davide, y Prakash Loungani, 2015, “Capital Account Liberalization and Inequality”, *IMF Working Paper 15/243* (Washington).
- Heath, Allister, 2015, “A Return to Capital Controls Would Be a Disaster for All of Us”, *The Telegraph*, 20 de febrero.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahwash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhardt, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls”, *IMF Staff Position Note 10/04* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ostry, Jonathan, et al., 2011, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, *IMF Staff Discussion Note 11/06* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Otker-Robe, Inci, y Anca Maria Podpiera, 2013, “The Social Impact of Financial Crises: Evidence from the Global Financial Crisis”, *World Bank Policy Research Working Paper 6703* (Washington).
- Rodrik, Dani, 1997, “Has Globalization Gone Too Far?”, documento del Instituto Peterson de Economía Internacional (Washington).
- , 1998, “Who Needs Capital-Account Convertibility?”, en *Essays in International Finance No. 207*, Princeton University International Finance Section (Princeton, Nueva Jersey).
- Sahay, Ratna, et al., 2015, “Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?”, *IMF Staff Discussion Note 15/17* (Washington).
- Schiffirin, Anya, 2016, “Capital Controls” (Nueva York: Initiative for Policy Dialogue).