

Más allá del aquí y el ahora

Discurso pronunciado por Jaime Caruana
Director General del Banco de Pagos Internacionales

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco
celebrada en Basilea el 25 de junio de 2017.

Señoras y señores, es un placer para mí darles la bienvenida a la presentación de nuestro Informe Anual 2016/17.

Este Informe es nuestra contribución al debate sobre la economía mundial entre representantes de los sectores público, privado y académico. La naturaleza de este debate ha cambiado mucho a lo largo del último año. Por ejemplo, las críticas a la globalización parecen haber ganado terreno.

Para dar cuenta de este cambio, en nuestro Informe dedicamos todo un capítulo a analizar la globalización desde una perspectiva económica. Este enfoque global complementa la perspectiva a largo plazo que hemos enfatizado en los últimos Informes Anuales: es necesario mirar más allá del aquí y el ahora para poder comprender los factores que subyacen a la economía mundial, sus puntos fuertes y sus deficiencias.

En mi presentación de hoy me gustaría resaltar las oportunidades que brinda el actual repunte de la economía mundial. Un crecimiento económico más fuerte nos permite apoyar la apertura económica y prestar más atención a los factores de largo plazo. En otras palabras, nos ayuda a poner en práctica políticas que aumenten la resiliencia económica, con el fin de estar mejor preparados cuando se produzca la próxima «perturbación» o desaceleración económica.

Tras mi presentación, Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico, y Hyun Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, profundizarán en algunos aspectos analíticos relacionados con este tema.

La oportunidad que brinda una recuperación mundial más fuerte

El crecimiento mundial se ha ampliado y reforzado a lo largo del último ejercicio. A principios de 2007, casi todas las principales economías estaban creciendo y, en algunas, las tasas de desempleo habían caído hasta niveles consistentes con el pleno empleo. La inflación, por su parte, se ha acercado a los objetivos de los bancos centrales.

Las perspectivas a corto plazo parecen ser ahora las más favorables de los últimos años. Las previsiones de consenso y de organismos internacionales apuntan a una mejora gradual para este año. Se espera que el crecimiento mundial alcance el 3,5%, en línea con el promedio histórico de largo plazo y menos de medio punto porcentual por debajo del nivel observado en los diez años anteriores a la crisis financiera mundial. La confianza en los mercados financieros concuerda bastante con este escenario positivo: las bolsas han subido en todo el mundo y la volatilidad se sitúa en niveles bajos.

Ahora cabe preguntarse hasta qué punto es sostenible este impulso económico. En el Informe Anual analizamos cuatro riesgos que podrían amenazar la actual expansión económica.

- El primero es un repunte excesivo de la inflación. La holgura económica está desapareciendo en muchos países, algo que suele señalar mayores riesgos de inflación, pero una serie de factores (incluida la globalización y la evolución tecnológica) podrían mitigar el riesgo de un aumento sustancial, generalizado y prolongado de los precios. En nuestro Informe analizamos cómo los cambios en la economía mundial pueden haber ayudado a contener las presiones inflacionistas. Claudio Borio hablará en su presentación sobre lo que conocemos e ignoramos de los cambios en el proceso de inflación.
- Un segundo riesgo es la maduración de los ciclos financieros y el elevado endeudamiento. En algunas economías avanzadas más pequeñas y economías de mercado emergentes, los prolongados auges financieros se han moderado o han cambiado de signo. A escala mundial, la deuda alcanza niveles récord: en 2016, el volumen de deuda del sector no financiero en las economías del G-20 rondaba el 220% del PIB, casi 40 puntos porcentuales más que en 2007¹. Este elevado endeudamiento puede ser un importante lastre para la demanda a medida que se normalicen las tasas de interés.
- Un tercer riesgo es la debilidad de la inversión empresarial. El reciente crecimiento económico ha estado impulsado por el consumo y los estudios del BPI muestran que este tipo de expansiones suelen ser menos duraderas. Dicho de otra manera, la inversión ha sido bastante débil, al menos en las economías avanzadas. Aunque las perspectivas para los beneficios empresariales han mejorado y algunos indicadores apuntan a un repunte de la inversión empresarial, la persistente incertidumbre política y los abultados niveles de deuda corporativa podrían ser rémoras para la inversión.
- El último riesgo, aunque no menos importante, es la amenaza del proteccionismo. Los argumentos en contra de la integración internacional han ganado terreno en los últimos años y parece existir mayor disposición a recurrir a medidas proteccionistas. Las barreras no arancelarias, por ejemplo la regulación o las subvenciones, se han cuadruplicado desde finales de 2010. El proteccionismo puede dañar el crecimiento y el bienestar a través de distintos canales: el debilitamiento de la productividad, una menor división del trabajo a escala internacional y un aumento de los costes de producción al encarecerse los inputs de otros países.

Teniendo en cuenta estos cuatro riesgos, ¿qué podemos hacer para transformar la buena dinámica actual en un periodo duradero de crecimiento mundial robusto? En nuestra opinión, tal y como explicamos en el Informe, la estrategia más prometedora consiste en aprovechar las favorables condiciones actuales para reforzar la resiliencia de la economía, tanto a escala nacional como internacional.

El concepto de resiliencia económica va más allá de la capacidad de soportar las «perturbaciones» e implica también reducir la probabilidad de que se materialicen. La resiliencia nos ayuda asimismo a afrontar las tendencias adversas de largo plazo, como las relacionadas con el envejecimiento de la población o la ralentización de la productividad.

En la coyuntura actual, el refuerzo de la resiliencia presenta dos importantes ángulos. Uno es preservar los beneficios que aporta la apertura comercial y financiera; el otro es adoptar una perspectiva a más largo plazo en las políticas económicas. Permítanme profundizar en cada uno de estos aspectos.

¹ El coeficiente de deuda agregado se basa en la conversión a dólares de Estados Unidos a tipos de cambio PPA. A tipos de cambio del mercado, el agregado para 2016 se acerca al 250%.

Preservar los beneficios de la globalización

La globalización se ha frenado desde la crisis financiera mundial, pero no está retrocediendo. El comercio en proporción del PIB mundial se ha estabilizado en torno al 60% y la participación de las cadenas de valor mundiales en el comercio se ha estacando alrededor del mismo porcentaje.

La integración financiera también se ha moderado. En 2015, los activos y pasivos financieros exteriores alcanzaron el 400% del PIB mundial, ligeramente por debajo del pico alcanzado en 2007. Esta evolución es el resultado neto de dos tendencias contrapuestas, como muestran las estadísticas del BPI: los bancos europeos replegaron su actividad de préstamo internacional, pero bancos asiáticos y del resto del mundo han tomado el relevo. En consecuencia, la integración mundial no ha flaqueado. Además, la emisión de títulos ha superado al préstamo bancario, en línea con la mayor relevancia de los mercados de capital, los inversores institucionales y los gestores de activos.

El capítulo dedicado a la globalización muestra que la apertura comercial y la financiera están estrechamente relacionadas. La globalización puede descomponerse en tres estratos. En el primero, los pagos y créditos transfronterizos permiten el comercio de materias primas y productos elaborados. En este estrato, la globalización real y la financiera van obviamente de la mano.

Lo mismo ocurre en el segundo estrato, en el que el comercio internacional adquiere mayor complejidad. La apertura financiera permite la financiación de inversiones transfronterizas y cadenas de valor mundiales que distribuyen la producción entre países. Esta apertura también permite cubrir los correspondientes riesgos financieros.

El tercer estrato es el único en el que los vínculos financieros se forjan con fines principalmente financieros, por ejemplo para diversificar las carteras de inversión o tomar y gestionar riesgos financieros complejos. Hyun Shin profundizará durante su presentación en la conceptualización del vínculo entre la globalización comercial y la financiera.

Juntas, la apertura comercial y la financiera han sido fundamentales para elevar los niveles de vida y han contribuido a sacar de la pobreza a grandes segmentos de la población mundial. La apertura comercial ha mejorado mucho la eficiencia productiva y ha generado enormes oportunidades de consumo. La apertura financiera, por su parte, ha favorecido el comercio y ha facilitado el acceso a la financiación. Del mismo modo, la globalización también ha contribuido a la resiliencia económica. Baste recordar que la globalización ha distribuido las ganancias de productividad y proporcionado mayor margen para diversificar los riesgos.

A veces se acusa a la globalización de estar contribuyendo a la inestabilidad económica. En el capítulo dedicado a la globalización analizamos dos argumentos que suelen alegarse en este sentido.

El primero achaca a la globalización la creciente desigualdad en las economías avanzadas. Estudios empíricos parecen indicar sin embargo que otros factores, principalmente el cambio tecnológico, han tenido una mayor influencia. Sin duda, las ganancias en el comercio no se distribuyen equitativamente y la carga del ajuste a menudo recae en determinados sectores o regiones, pero este coste del ajuste solo es una cara de la moneda. La otra cara son las mejoras generalizadas y duraderas en los niveles de renta y el bienestar. Igual que nadie aboga por una involución tecnológica, dar marcha atrás en la globalización sería sumamente perjudicial para los niveles de vida. Lo que sí debe hacerse es dirigir y gestionar adecuadamente el proceso de globalización, para lo cual es necesario prestar atención a sus efectos de distribución.

El segundo argumento en contra de la globalización es que la apertura financiera genera inestabilidad. De nuevo, es cierto que el acceso a la financiación mundial también expone a las economías a influencias externas potencialmente desestabilizadoras. Por ejemplo, en el Informe Anual documentamos la naturaleza procíclica de los flujos de crédito. No obstante, estos riesgos no son fundamentalmente distintos de los que conlleva la liberalización financiera en el ámbito nacional. Por

consiguiente, el mejor enfoque a la hora de articular las políticas económicas no es reducir la apertura financiera, sino gestionar con cuidado los riesgos asociados con la prociclicidad y los excesos financieros. Volveré a este punto más tarde.

Una perspectiva a más largo plazo para las políticas económicas

El énfasis en la resiliencia reconoce las limitaciones de las políticas económicas. Una de ellas es su limitada capacidad de influir sobre la economía. El periodo posterior a la crisis ha demostrado lo difícil que resulta espolpear el crecimiento y la inflación aun desplegando medidas sin precedentes. Otra limitación es la insuficiente atención que se presta a la evolución económica a más largo plazo y a las tendencias de desarrollo lento.

Las tensiones en los mercados financieros o los ciclos políticos pueden favorecer decisiones de política económica centradas en el corto plazo, pero las tendencias lentas y las decisiones a corto plazo pueden tener efectos acumulados duraderos. Por ejemplo, una batería de medidas de estímulo macroeconómico puede tener un prolongado impacto sobre el stock de deuda o la capacidad de maniobra de las autoridades. Esto, a su vez, hace más difícil afrontar una perturbación imprevista o una eventual desaceleración.

¿Cómo podemos aprovechar los vientos que soplan actualmente a favor del crecimiento para fortalecer la resiliencia económica? Señalaré dos prioridades importantes: una es mejorar el espacio de las políticas para afrontar mejor futuras evoluciones adversas; la otra es potenciar la capacidad de la economía para adaptarse a las tendencias a largo plazo.

En cuanto a la mejora del espacio de actuación, para la política monetaria esto implicaría su normalización, reduciendo la dependencia de las medidas de política extraordinarias adoptadas a raíz de la crisis. Aunque el ritmo y el momento de dicha normalización dependen de las circunstancias particulares de cada país, algunos retos son comunes. Los niveles de deuda han seguido creciendo en todo el mundo y numerosos activos parecen estar sobrevalorados. La combinación de bajos niveles de volatilidad en los mercados y escasos rendimientos de los títulos de deuda podría apuntar a posibles riesgos de reversión («*snapback*»). Los efectos de propagación de las políticas entre países («*spillovers*») pueden acabar teniendo repercusiones mundiales. Todo ello pone de manifiesto la importancia de normalizar la política monetaria de manera gradual y sostenida, pero también el riesgo de actuar demasiado tarde.

En cuanto a la política fiscal, para aumentar la resiliencia primero se debe valorar con prudencia el espacio fiscal, reconociendo la escasa precisión de estas estimaciones. También hay que tener en cuenta los riesgos financieros, incluida la respuesta de los mercados financieros a los mayores riesgos soberanos, así como la carga que supone el envejecimiento de la población. Cuando haya suficiente espacio fiscal, pueden utilizarse medidas fiscales para respaldar otras políticas, como por ejemplo reformas estructurales a favor del crecimiento. También podrían aplicarse medidas específicas para aliviar los costes del ajuste de la globalización y de la evolución tecnológica, por ejemplo promoviendo los programas de reciclaje profesional, la educación y la reasignación flexible de los recursos.

Por último, aunque no menos importante, las políticas estructurales son esenciales para aumentar la resiliencia mediante una mayor flexibilidad y un crecimiento más fuerte. El tipo concreto de reformas estructurales necesarias en cada caso depende en gran medida del país, pero un denominador común es fomentar la rápida adopción de la innovación, la actividad emprendedora y la reasignación flexible de los recursos. Las medidas en esta dirección no solo ayudan a las economías a adaptarse a tendencias como la evolución tecnológica y la globalización, sino que además aumentan las ganancias derivadas de dichas tendencias. Desafortunadamente, lejos de acelerarse, la implementación de las reformas estructurales ha ido frenándose.

Desde una perspectiva a más largo plazo, estas políticas deben incorporarse, junto con las macroprudenciales, a un marco de política económica diseñado para afrontar de manera integrada los riesgos asociados con el ciclo financiero. Para gestionar el ciclo financiero, serían necesarias políticas económicas más simétricas; políticas que no solo respondan a las contracciones financieras, sino que también limiten activamente la acumulación de desequilibrios financieros. De lo contrario, en el largo plazo, podría producirse una sucesión de auges y contracciones financieras, una pérdida progresiva de opciones de política económica y una trampa de la deuda.

El papel de la cooperación internacional

Quisiera concluir con algunas observaciones sobre cómo la cooperación internacional puede ayudar a las políticas a reforzar la resiliencia. En algunos aspectos, este refuerzo es ante todo una labor nacional. Sin embargo, otros retos exigen una respuesta global que requiere cooperación internacional en el seno de un marco multilateral coherente.

Los riesgos asociados con la apertura financiera serían un buen ejemplo en este sentido. El sistema financiero es claramente de naturaleza global. Muchas instituciones financieras llevan a cabo su actividad en todo el mundo, facilitando la financiación y gestionando los riesgos financieros entre numerosas jurisdicciones. También existen monedas globales, como el dólar de Estados Unidos, que es la moneda en que se denomina no solo aproximadamente la mitad del comercio, sino también casi el 50% de los activos bancarios transfronterizos mundiales y más del 60% de los activos en divisas en manos de bancos centrales. Los esfuerzos por aumentar la resiliencia a escala mundial deben tener en cuenta estos aspectos.

Es por lo tanto fundamental finalizar las reformas financieras en curso, especialmente Basilea III, por el lugar central que ocupan los bancos en el sistema financiero mundial. No es el momento de bajar la guardia ni de añadir una nueva fuente de incertidumbre que pueda dificultar los ajustes necesarios en el sector financiero.

Además, conviene explorar maneras de profundizar en la cooperación en el ámbito de la política monetaria, por los efectos internacionales que tienen las decisiones de política monetaria en jurisdicciones con una moneda internacional y la escasa capacidad de protección que ofrecen los tipos de cambio, algo que hemos analizado en informes anuales anteriores. Esta cooperación podría ayudar a limitar la peligrosa acumulación de desequilibrios financieros y su posterior corrección. Ahondar en un diálogo que permita ponerse de acuerdo sobre el diagnóstico y los remedios es condición indispensable para poder avanzar por este camino.

Para concluir, los vientos que soplan actualmente a favor del crecimiento brindan una excelente oportunidad a los poderes públicos para adoptar medidas que refuercen la resiliencia en sus respectivas economías. La cooperación internacional puede respaldar estos esfuerzos y ayudar a que aporten resiliencia a escala mundial. Este es el camino más prometedor para alcanzar un crecimiento económico sostenido y una prosperidad duradera.