

PALABRAS DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, SOBRE "MERCADOS EMERGENTES EN UNA ERA DE APRECIACIÓN DEL DÓLAR Y FLUJOS DE CAPITAL VOLÁTILES", EN LA MESA REDONDA DE STATE STREET GLOBAL ADVISORS (SSGA) Y OFFICIAL MONETARY AND FINANCIAL INSTITUTIONS FORUM (OMFIF) "RUPTURA DE POLÍTICA: DESAFÍOS Y OPORTUNIDADES PARA INVERSIONISTAS PÚBLICOS", Londres, 4 de abril de 2017.¹

Me gustaría empezar agradeciendo a los organizadores por la invitación a participar en este panel.

Varios años después de haber iniciado la crisis financiera global, la economía mundial continúa mostrando un desempeño débil, a pesar de la recuperación que ha tenido lugar desde entonces. Tras el repunte observado en 2010, la tasa de crecimiento del PIB mundial ha mostrado una tendencia a la baja, registrando durante el periodo 2011-2016 un promedio anual de 3.5 por ciento, un punto porcentual por debajo de su tendencia previa a la crisis. Es importante destacar que lo anterior se debe en buena medida a la evolución de las economías avanzadas, cuya fuerte contracción y lenta recuperación después de la crisis, resultaron en un crecimiento acumulado de su PIB de apenas 10 por ciento entre 2007 y 2016.

A pesar de que estas tendencias son explicadas en cierta medida por factores cíclicos, el lento ritmo y la fragilidad de la recuperación de la actividad económica apuntan a la presencia de importantes fuerzas estructurales. De

¹ Las opiniones y puntos de vista expresados en este documento son responsabilidad del autor y no necesariamente representan la postura institucional del Banco de México o de su Junta de Gobierno en conjunto.

hecho, la demanda global de bienes tanto de capital como de consumo parece permanecer deprimida debido en parte a un exceso en los niveles de ahorro con respecto a la inversión, situación agravada por los todavía deteriorados balances de diversos sectores en un número importante de economías como resultado de la crisis. Por el lado de la oferta, factores tales como el bajo crecimiento de la productividad y el cambio demográfico, sobre todo en las economías avanzadas, en combinación con los llamados efectos de histéresis derivados de la crisis, han presionado a la baja el crecimiento económico mundial. En su conjunto, lo anterior ha generado preocupación respecto de la posibilidad de un estancamiento secular y, por ende, de un panorama de bajo dinamismo para la economía global.²

Esta situación se ve además complicada por la presencia simultánea de una evolución parecida de los flujos de comercio internacional, que a su vez retroalimenta las tendencias anteriormente descritas. Se estima que el volumen del comercio mundial de bienes y servicios creció el año pasado a su ritmo más bajo desde el punto más álgido de la crisis. Además, su tasa media de crecimiento se redujo en más de la mitad entre 2000-2007 y 2011-2016. Naturalmente, la debilidad del ritmo de expansión de la actividad económica explica, en buena medida, la caída observada en la tasa de crecimiento del comercio internacional. Sin embargo, los flujos de comercio mundial también se vieron afectados en el periodo señalado por otra serie de factores. El principal entre estos es una aparente pérdida de inercia en el proceso de

² Véase Teulings, C. y R. Baldwin (2014): “Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures”, libro electrónico de VoxEU.org.

globalización y liberalización comercial, como lo evidencia, por ejemplo, la menor reducción de barreras arancelarias y regulatorias, el relativo estancamiento tanto en número como en cobertura de los acuerdos de libre comercio, y el repunte en la implementación de medidas proteccionistas. Además, los patrones de producción y comercio podrían estar cambiando, al tiempo que una tendencia a la reducción de las cadenas globales de valor también pudiera estar influyendo en la desaceleración observada de los flujos internacionales de bienes y servicios.³

No sorprende, entonces, que dichos acontecimientos, en conjunto con los costos que han implicado para amplios sectores de la sociedad, hayan fomentado el surgimiento de fuertes movimientos antiglobalización, particularmente en algunas de las principales economías avanzadas.

En este contexto, pareciera que estamos entrando en una nueva fase, en la que los problemas derivados de la crisis financiera global no han sido enteramente resueltos, y ya vemos el surgimiento de nuevos peligros.

Existen cinco fuentes de riesgo que me preocupan de manera particular, en virtud de los desafíos que representan para la economía mundial.

En primer lugar, el nivel de incertidumbre en torno a su posible trayectoria futura es significativamente mayor a lo que pudiera considerarse normal.

³ Véase Hoekman, B. (2015): "The Global Trade Slowdown: A New Normal?", libro electrónico de VoxEU.org; y Banco Central Europeo (2016): "Understanding the Weakness in Global Trade: What is the New Normal?", ECB Occasional Paper No. 178, September.

Aunque por el momento lo anterior se explica en buena medida por la falta de claridad y detalles acerca del rumbo que tomará la política económica en Estados Unidos en diversas áreas, esto se suma a las dudas generadas por la salida del Reino Unido de la Unión Europea, así como a los procesos electorales que tendrán lugar en otras partes de Europa en los próximos meses, todo ello en el contexto de un fortalecimiento de posturas de corte nacionalista en muchos países.

En segundo lugar, la posibilidad de que se presenten nuevos episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales es actualmente mucho más alta, dada la combinación de mercados financieros altamente integrados a nivel mundial, la situación de incertidumbre descrita anteriormente, la perspectiva de condiciones financieras globales más apretadas principalmente como resultado de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la situación de vulnerabilidad de varias de las principales economías avanzadas y emergentes, así como potenciales problemas geopolíticos en diversas regiones del mundo, entre otros factores.

En tercer lugar, aunque el dólar estadounidense ha registrado cierta depreciación a lo largo de este año, una serie de factores podrían dar lugar a un fortalecimiento prolongado de dicha moneda. Entre ellos, uno de los más importantes es la perspectiva de tasas de interés más altas en Estados Unidos, así como de la posibilidad de posturas de política monetaria crecientemente divergentes entre las principales economías avanzadas, tendencias que podrían acentuarse si se concreta la prevista combinación de políticas fiscal y

monetaria en Estados Unidos durante los próximos años. La implementación de reformas al marco tributario de las empresas con el objetivo de subsidiar sus exportaciones y gravar sus importaciones, o una política comercial orientada a elevar los aranceles a la importaciones en dicho país, de materializarse, darían asimismo un impulso a la cotización del dólar.

En cuarto lugar, la escalada de posturas nacionalistas en un amplio número de economías podría dar lugar a un aumento del proteccionismo a nivel mundial, en un contexto en el que las restricciones comerciales de nueva implementación regresaron durante 2016 a los niveles de tendencia registrados a partir de 2009,⁴ al tiempo que se observa un giro hacia la implementación de medidas proteccionistas de una mayor opacidad. Según algunos estudios recientes, inclusive un incremento de los aranceles por parte de los países miembros de la OMC dentro de las reglas de dicha Organización, impactaría significativamente el comercio y los niveles de bienestar mundiales.⁵ Naturalmente, las consecuencias de un entorno de represalias comerciales serían mucho más severas.

Por último, las crecientes barreras a los flujos de mano de obra entre países contempladas por las recientes propuestas de políticas anti-inmigratorias, representarían una oportunidad desaprovechada para la mitigación de algunos de los desafíos que enfrenta la economía global. En particular, el envejecimiento y las bajas tasas de crecimiento de la fuerza laboral en algunas

⁴ Véase Organización Mundial de Comercio (2016): “Report on G20 Trade Measures”, 10 November.

⁵ Véase Banco Mundial (2017): “Global Economic Prospects”, January; y Bouet, A. y D. Laborde (2010): “Assessing the Potential Cost of a Failed Doha Round”, World Trade Review Vol. 9 (02): 319-351.

de las principales economías seguirían siendo un lastre significativo para el crecimiento mundial, tanto observado como potencial. Según una investigación reciente del FMI, un incremento de 1 punto porcentual en la participación de inmigrantes dentro de la población adulta de las economías avanzadas, puede derivar en un incremento de hasta 2 por ciento en su PIB per cápita en el largo plazo.⁶

Bajo este escenario, ¿cuáles son las opciones de política para las economías emergentes?

Aunque las circunstancias específicas varían de un país a otro, es posible destacar algunos principios de carácter general.

Es indispensable, en primer lugar, atacar el problema de la incertidumbre proveniente del exterior con políticas dirigidas a fortalecer la confianza en la economía interna. Claramente, la prioridad a este respecto es preservar la estabilidad macroeconómica y financiera. Bajo una situación de flujos de capital volátiles, esto implica un enfoque de políticas fiscal y monetaria con énfasis en la prudencia y en la implementación de medidas preventivas. Los regímenes de tipo de cambio flexible pueden proporcionar espacio para hacer frente a los movimientos del capital. Sin embargo, la libre determinación del valor de la moneda puede implicar costos y, por tanto, pudiera ser necesario intervenir en el mercado cambiario para ampliar los márgenes de maniobra.

⁶ Jaumotte, F., K. Koloskova y S. Saxena (2016): "Impact of Migration on Income Levels in Advanced Economies", International Monetary Fund Spillover Note No. 8, December.

Como parte de dicho proceso, es esencial la adopción de un enfoque de política balanceado que evite depender excesivamente de un solo instrumento. La estabilidad financiera es un objetivo de alta complejidad que a menudo requiere el uso coordinado de una serie de herramientas, incluyendo las políticas fiscal, monetaria, microprudencial y, en particular, la macroprudencial.

En segundo lugar, ante un entorno externo difícil, reducidos márgenes para la implementación de políticas macroeconómicas que estimulen la actividad económica interna, y un bajo crecimiento de la productividad en una diversidad de países, los esfuerzos encaminados a la reforma estructural de las economías emergentes cobran una particular relevancia. Como lo muestra la evidencia empírica, las reformas estructurales pueden conducir a un mejor desempeño de la productividad, así como a importantes beneficios macroeconómicos.⁷ Además de fortalecer las fuentes internas de crecimiento, haciendo así a la economía menos vulnerable a choques externos, estas acciones incrementan el potencial para competir en los mercados internacionales y atraer inversión extranjera. Adicionalmente, la demanda agregada puede verse estimulada por acciones de corte estructural, no sólo de manera directa, sino también a través de, por ejemplo, la mayor eficiencia con la que otras medidas contracíclicas operan en el resto de la economía gracias a mejoras en los mecanismos de transmisión derivadas de dichas reformas.

⁷ Véase Christiansen, L., M. Schindler y T. Tressel (2013): “Growth and Structural Reforms: A New Assessment”, *Journal of International Economics* 89(2): 347-356; y Prati, A., M. Onorato y C. Papageorgiou (2013): “Which Reforms Work and under What Institutional Environment? Evidence from a New Data Set on Structural Reforms”, *The Review of Economics and Statistics* 95(3): 946-968.

No obstante, es importante subrayar que el diseño e implementación de las reformas estructurales enfrenta numerosos retos. Como lo muestra la evidencia internacional, los esfuerzos en esta dirección a menudo se emprenden en un contexto de episodios de severas dificultades económicas, lo que da lugar al riesgo de costos de implementación más elevados, menor cuidado en su planeación, y de convertir lo que debiera considerarse como una acción estratégica en una búsqueda desesperada de alivio inmediato. A lo anterior cabe agregar la multiplicidad de factores idiosincráticos que deben tomarse en cuenta para maximizar el potencial de éxito de las reformas en cada caso particular, tales como el grado de desarrollo y el marco institucional de la economía en cuestión; la identificación cuidadosa de un orden razonable de prioridades, secuencia e intensidad de las reformas; y las discontinuidades, interacciones y complementariedades que pudieran existir entre ellas. Tampoco debemos perder de vista las dificultades inherentes a la implementación adecuada de las reformas estructurales. Entre estas, merece destacarse que el apoyo político necesario puede resultar difícil y costoso de lograr, y que existe la posibilidad de errores de implementación que afecten el impacto benéfico de las reformas. Por último, además de ser factibles, las reformas estructurales deben ser sostenibles en el largo plazo, lo que a su vez requiere de un sentido de propiedad fuerte y generalizado sobre éstas en las sociedades que las implementan, apoyado además en una combinación equilibrada de beneficios de corto y largo plazo.

La comercial también representa un componente clave del conjunto de herramientas de política hoy en día. En mi opinión, es fundamental tener en

mente que la apertura a los flujos comerciales conlleva ventajas innegables. Además de los beneficios resultantes de una mayor competencia y de la reasignación de recursos entre los sectores de una economía sobre su eficiencia, desarrollo tecnológico, e innovación, la mayor variedad y calidad de materias primas e insumos intermedios que se encuentran disponibles para los productores nacionales a un menor costo, constituye un canal importante a través del cual se pueden obtener ganancias significativas en términos tanto de productividad como de producción. Motivado por estos y otros efectos benéficos, se ha logrado un importante progreso en la liberalización comercial a escala global. Sin embargo, el ritmo de avance en esta dirección parece haberse frenado, al tiempo que aún existe un amplio margen para alcanzar una mayor liberalización. De acuerdo con estimaciones recientes de la OCDE,⁸ una convergencia generalizada de la política comercial hacia posturas como las actualmente observadas en algunas de las economías más abiertas, generaría, en el largo plazo, una intensidad en el comercio mundial (es decir, la suma de las importaciones y exportaciones mundiales como porcentaje del PIB) alrededor de 22 puntos porcentuales por arriba de la que pudiera alcanzarse en un escenario base en el que el proteccionismo se mantuviera en sus niveles de hoy en día.

Desafortunadamente, el hecho es que en la coyuntura actual, puede tornarse cada vez más difícil alcanzar y mantener el acceso a ciertos mercados, especialmente de las economías avanzadas. Bajo tales circunstancias, las

⁸ Véase Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2016): “Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why Is World Trade So Weak and What Can Policy Do About It?”, OECD Economic Policy Paper No. 18, September.

economías emergentes deberán considerar opciones para ampliar y profundizar su comercio exterior. Una posibilidad es procurar una red de acuerdos de libre comercio (ALC) más extensa y ambiciosa; como lo muestra la evidencia, esto tiene el potencial de impulsar los flujos comerciales.⁹ Adicionalmente, los acuerdos de libre comercio promueven una mayor integración en cadenas globales de valor, aunque es cierto que esto frecuentemente requerirá de esfuerzos adicionales para mejorar la infraestructura de la economía, particularmente en transporte y tecnologías de información y comunicación. Por último, el comercio de servicios parece ser un área poco aprovechada, en virtud de su relativa falta de desarrollo en comparación con el de bienes, así como la creciente importancia económica de este sector. En términos más generales, y como se hizo notar con anterioridad, es importante tener en cuenta el papel clave de las reformas estructurales para incrementar tanto la competitividad de una economía en los mercados internacionales, como su atractivo para la inversión extranjera (particularmente la directa).

Para concluir, sólo quisiera subrayar que, a pesar de sus efectos benéficos, la globalización va acompañada de costos sociales, ya que los salarios y el empleo en los sectores más expuestos a la competencia del exterior pudieran verse afectados de manera adversa. También se ha señalado que la globalización puede dar lugar a un deterioro de la distribución del ingreso, pero la evidencia

⁹ De acuerdo con estimaciones recientes del Banco Mundial, los tratados comerciales preferenciales explican casi 14 por ciento del crecimiento del comercio mundial entre 1995 y 2014, lo que equivale a un incremento de 0.6 puntos porcentuales en su tasa de crecimiento anual. Véase Constantinescu, C., A. Mattoo, y M. Ruta (2017): "Trade Developments in 2016: Policy Uncertainty Weighs on World Trade", World Bank Global Trade Watch, February.

al respecto no es totalmente clara.¹⁰ En todo caso, como lo demuestra la experiencia reciente, los costos resultantes de la globalización, tanto reales como aquellos meramente percibidos, pueden ser lo suficientemente significativos para desencadenar una reacción que pueda detener, e incluso revertir, este proceso.

Por tanto, si se desea continuar con el proceso de integración global, será indispensable diseñar e implementar políticas orientadas a mitigar de manera efectiva los costos asociados. Una primera línea de defensa debiera centrarse en asegurar la disponibilidad de redes de protección social eficientes y bien focalizadas que limiten el daño potencial a los más vulnerables, y que los prepare de mejor manera para enfrentar un entorno mucho más competitivo. Sin embargo, desde una perspectiva más amplia, es necesario poner en marcha estrategias de desarrollo que promuevan de forma explícita un crecimiento económico más incluyente y sustentable. Sin duda, la naturaleza de los retos involucrados en la lucha contra la pobreza, la disminución de la desigualdad, y la provisión de mecanismos adecuados de protección social durante episodios de estrés, implica la utilización simultánea de múltiples instrumentos de política, incluyendo medidas de corte fiscal, regulatorio y estructural, entre otras. Además, la estabilidad macroeconómica y financiera es una condición necesaria para que dichos esfuerzos sean exitosos.

¹⁰ La evidencia empírica reciente demuestra que, mientras que la globalización *comercial* parece estar asociada con una menor desigualdad, la globalización *financiera* tiene un efecto adverso en la distribución del ingreso, tanto en economías avanzadas como emergentes. No obstante, este efecto parece ser menor en comparación con aquellos derivados de otros factores, tales como el cambio tecnológico sesgado a favor del trabajo calificado y mercados laborales menos regulados. Para más información, véase Dabla-Norris, E. et al. (2015): “Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective”, IMF Staff Discussion Note No. 15/13, June.