

## I. Hacia un crecimiento resiliente

En apenas un año las cosas han cambiado mucho en la economía mundial, no solo en cuanto a los datos, sino sobre todo en cuanto a las percepciones. Los datos dibujan ahora un paisaje más positivo, con claros síntomas de recuperación del crecimiento económico. La holgura económica en las principales economías ha seguido reduciéndose y en algunos casos las tasas de desempleo han vuelto a niveles correspondientes al pleno empleo. La inflación se ha acercado a los objetivos de los bancos centrales y los riesgos de deflación ya no aparecen en las proyecciones económicas. Las percepciones, por su parte, han cambiado incluso más, y el pesimismo ha dado paso a la confianza. El año pasado señalábamos que las condiciones económicas no eran tan negativas como se estaban pintando. Ahora la preocupación por el estancamiento secular ha remitido y la atención se ha centrado en el resurgir de los «espíritus animales» y la reflación, ante el dinamismo de los mercados financieros. Tras el punto de inflexión que marcaron las elecciones presidenciales en Estados Unidos, los acontecimientos políticos han tomado el relevo a las declaraciones de los bancos centrales como motor principal de los mercados financieros.

Aun así, pese a que las perspectivas a corto plazo actuales son las mejores en mucho tiempo, abundan las paradojas y las tensiones. La volatilidad de los mercados financieros se ha desplomado mientras que los indicadores de incertidumbre sobre la política económica se han disparado. Los mercados bursátiles han trazado una trayectoria alcista, pero los rendimientos de la deuda no han crecido en consonancia. Y la globalización, potente motor del crecimiento mundial, se encuentra amenazada por el proteccionismo.

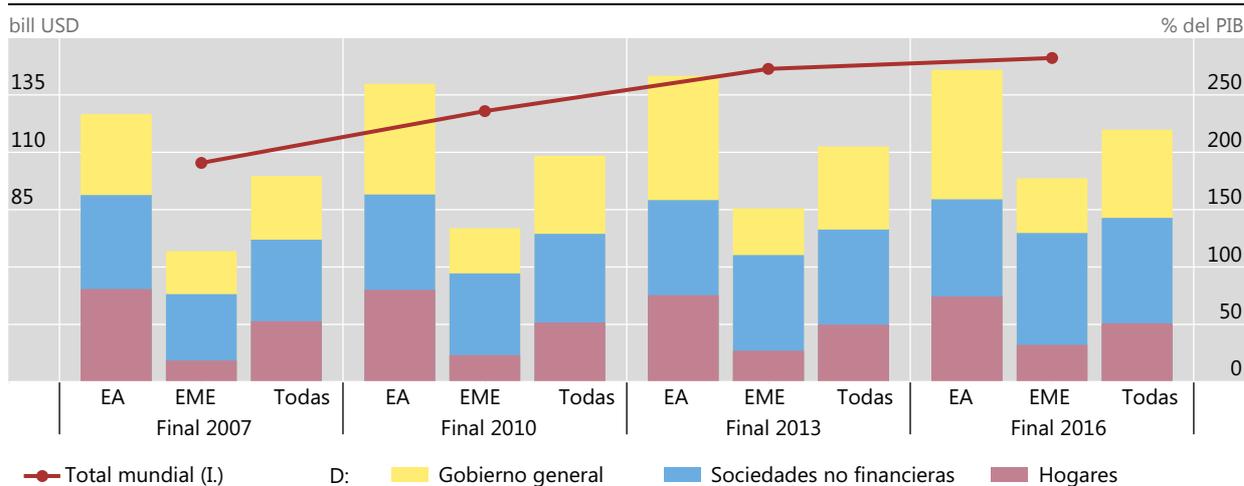
Con este trasfondo, el tema principal que abordamos en nuestro Informe Anual es la sostenibilidad de la actual expansión económica. ¿Cuáles son los riesgos a medio plazo? ¿Qué pueden hacer al respecto las autoridades? ¿Cómo podemos aprovechar las oportunidades que brinda una economía más fuerte?

Nuestro Informe evalúa cuatro riesgos (al margen de los geopolíticos) que podrían minar esta sostenibilidad. En primer lugar, un repunte significativo de la inflación podría asfixiar la expansión económica, obligando a los bancos centrales a endurecer sus políticas más de lo esperado. Este escenario típico desde la última guerra comenzó a perfilarse el año pasado, incluso en ausencia de síntomas de un repunte de la inflación. El segundo riesgo, aunque menos reconocido, sería la materialización de tensiones financieras graves a medida que van madurando los ciclos financieros, si su fase de desaceleración se convierte en una contracción más profunda, como ocurrió con la Gran Crisis Financiera (GCF). Tercero, en ausencia de tensiones financieras graves, el consumo podría debilitarse bajo el peso de la deuda y la inversión podría no tomar el relevo como principal motor de crecimiento. Existen evidencias de que el crecimiento impulsado por el consumo es menos duradero, al no lograr estimular lo suficiente el capital productivo. Por último, un aumento del proteccionismo podría amenazar la apertura del orden económico mundial. La historia demuestra que las tensiones comerciales pueden debilitar la economía mundial.

Aunque todos estos riesgos pueden parecer inconexos, en realidad guardan relación. Por ejemplo, un endurecimiento de la política monetaria para contener un brote de inflación podría generar, o amplificar, una fuerte contracción financiera en

## Continuo aumento del endeudamiento mundial

Gráfico I.1



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; cálculos del BPI.

los países más vulnerables, sobre todo si coincidiera con un brusco repunte de los rendimientos de los bonos y con la apreciación del dólar estadounidense. La fuerte expansión de la deuda denominada en esa moneda tras la crisis ha generado vulnerabilidades, especialmente en algunas economías de mercado emergentes (EME). De hecho, la sensibilidad de la economía mundial a un aumento de tasas de interés, dado el incesante crecimiento del nivel de deuda en proporción del PIB, complica el proceso de normalización de la política monetaria (Gráfico I.1). Otro ejemplo sería un repliegue proteccionista en el comercio, que podría provocar tensiones financieras y aumentar la probabilidad de un repunte de la inflación. Por último, la aparición de tensiones financieras sistémicas, o simplemente una fuerte desaceleración del crecimiento, podrían elevar la amenaza del proteccionismo por encima de niveles críticos.

Algunos de estos riesgos tienen sus raíces en acontecimientos que han ido gestándose durante décadas, pero todos ellos se han visto profundamente afectados por la GCF y el desequilibrio de las respuestas de política. Recordemos la «tríada de riesgos» analizada en el Informe Anual del año pasado: crecimiento de la productividad inusualmente bajo, niveles de deuda inusualmente altos y margen de maniobra de la política económica inusualmente estrecho<sup>1</sup>.

En vista de estos riesgos, la estrategia de política más prometedora consiste en aprovechar las favorables condiciones actuales para reforzar la resiliencia de la economía, tanto a escala nacional como internacional. En el plano nacional, esto implica reequilibrar las políticas para favorecer reformas estructurales, aliviar la sobrecarga que soporta la política monetaria e implementar marcos holísticos para abordar de manera más sistemática el ciclo financiero, un fenómeno a medio plazo que ha sido una fuente clave de vulnerabilidades. En este sentido, aumentar el potencial de crecimiento de la economía resulta esencial. A escala mundial, hay que reforzar el enfoque multilateral de las políticas, el único capaz de hacer frente a los actuales retos mundiales.

En el resto de este capítulo repasamos brevemente el ejercicio 2016/17 y analizamos los riesgos a medio plazo para la sostenibilidad de la expansión. Por último, concluimos explorando opciones de política.

## Retrospectiva del año

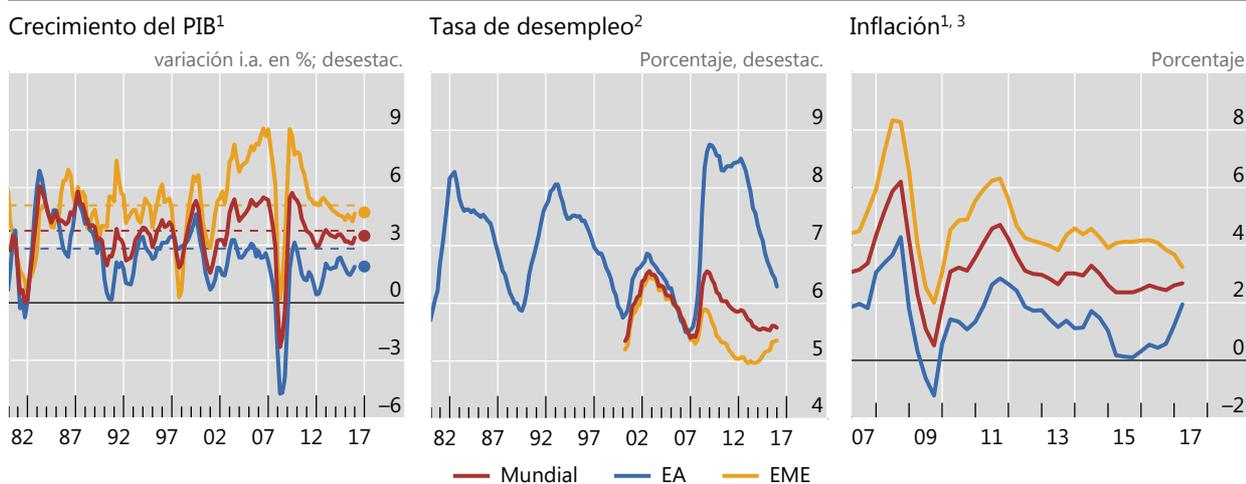
El crecimiento económico mundial se ha fortalecido considerablemente desde la publicación de nuestro anterior Informe Anual, superando incluso las expectativas (Capítulo III y Gráfico I.2, panel izquierdo). Se espera que la tasa de crecimiento alcance el 3,5% en 2017 (previsión de consenso), en línea con su promedio histórico a largo plazo, aunque todavía por debajo del casi 4% registrado durante la «década dorada» que precedió a la crisis. El repunte fue especialmente reseñable en las economías avanzadas, donde los indicadores de confianza a comienzos de 2017 alcanzaban cotas que no se habían visto en años. En las EME el crecimiento ha sido más dispar, aunque también ha mejorado gracias a la subida del precio de las materias primas. En particular, no se ha materializado la profunda desaceleración en China que tanto se temía, gracias a las medidas de respaldo económico introducidas una vez más por las autoridades chinas, aunque a costa de una nueva expansión de la deuda.

La recuperación económica ha ido madurando y ha absorbido capacidad productiva ociosa, especialmente en los mercados de trabajo (Capítulo III y Gráfico I.2, panel central). Las tasas de desempleo en las principales economías avanzadas han seguido cayendo. En algunas de las más afectadas por la GCF, como Estados Unidos y el Reino Unido, el desempleo ha retornado a sus niveles precrisis, y en otros casos, como en Japón, se ha situado muy por debajo. En la zona del euro, aunque la tasa de desempleo continúa relativamente alta, ha bajado hasta sus niveles de hace ocho años.

La inflación se ha acercado en general a los objetivos de los bancos centrales (Capítulo IV y Gráfico I.2, panel derecho). Gracias en gran medida al aumento de los precios del petróleo, las tasas de inflación general han subido en numerosas economías avanzadas, mientras que la inflación subyacente ha permanecido más

### Mejora la economía mundial mientras los niveles de inflación convergen

Gráfico I.2



En el panel izquierdo, los puntos indican previsiones de Consensus Economics para 2017; las líneas discontinuas indican promedios de 1982–2007.

<sup>1</sup> Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. <sup>2</sup> Medias ponderadas basadas en los niveles de mano de obra; las definiciones pueden variar entre países. <sup>3</sup> Precios de consumo.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook y Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

contenida. La inflación de hecho se ha reducido en algunas EME donde antes superaba el objetivo, en gran medida por las fluctuaciones de los tipos de cambio. Las previsiones de consenso para 2017 señalan un repunte moderado a escala mundial.

El cambio en el sentir de los mercados financieros fue excepcional (Capítulo II). Tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos, los mercados se resintieron brevemente, pero enseguida se recuperaron a medida que la preocupación por una futura desaceleración del crecimiento daba paso a un renovado optimismo. Los mejores datos económicos que fueron conociéndose a continuación hicieron que la «apuesta por la reflación» (posicionarse para aprovechar una aparente reactivación económica basada en estímulos fiscales) se prolongara durante los siguientes meses. Las bolsas se dispararon y las volatilidades cayeron hasta niveles muy bajos, señalando un elevado apetito por el riesgo. El aumento de los rendimientos de la deuda que había comenzado en julio de 2016 se aceleró, aunque en general siguieron moviéndose en niveles históricamente bajos. Para mayo de 2017 ya habían deshecho gran parte de la subida, al perder fuerza la apuesta por la reflación. El dólar estadounidense siguió un patrón incluso más accidentado, creciendo intensamente a principios de 2017 para luego perder lo ganado.

Igual de significativo fue el cambio en las principales fuerzas motrices de los mercados (Capítulo II). Los acontecimientos políticos, en particular el referéndum del Reino Unido para abandonar la Unión Europea (Brexit) y sobre todo las elecciones presidenciales estadounidenses, tomaron el relevo de los bancos centrales. De este modo, las fases de apetito y aversión por el riesgo tan frecuentes después de la crisis en respuesta a las declaraciones de los bancos centrales dieron paso a un patrón más diferenciado en función de las declaraciones y los acontecimientos políticos. Esto explica especialmente la menor sincronía en las oscilaciones de los precios de los activos financieros entre distintas clases de activos, sectores y regiones tras las elecciones estadounidenses, en función de la evolución de las perspectivas de expansión fiscal, rebajas impositivas, desregulación y proteccionismo. Este giro estuvo acompañado por la apertura de una brecha sin precedentes entre los índices de incertidumbre sobre la política económica —que se dispararon— y los de volatilidad de los mercados financieros —que se hundieron—.

Con todo, los bancos centrales siguieron influyendo en los mercados de manera significativa. Las perspectivas de la política monetaria y las compras de activos por los bancos centrales condicionaron en gran medida la aparición de una brecha inusualmente amplia entre la curva de rendimientos del dólar de Estados Unidos por un lado y las curvas del yen y el euro por otro. Esto favoreció considerables flujos de inversión de cartera entre monedas, a menudo con cobertura de divisas, lo que explicaría una desconcertante anomalía del mercado: el incumplimiento de la paridad cubierta de tasas de interés (Capítulo II). La correspondiente prima sobre la financiación en dólares a través del mercado de divisas en comparación con el mercado monetario también señaló un uso más limitado de la capacidad de los balances bancarios. Los bancos se mostraron menos dispuestos que antes de la crisis a realizar operaciones de arbitraje intensivas en balance (Capítulo V).

Las condiciones y perspectivas a corto plazo del sector financiero mejoraron, pero siguieron siendo complicadas (Capítulo V). La previsión de tasas de interés más elevadas y de una mejora de la economía aupó las cotizaciones de las acciones bancarias en los mercados bursátiles. Los beneficios bancarios en los países más afectados por la crisis crecieron en cierta medida, respaldando así los esfuerzos de los bancos para seguir reponiendo sus colchones de capital. La rentabilidad fue en

general superior en países que experimentaban una fuerte expansión de su ciclo financiero. Todo ello no logró disipar el escepticismo del mercado, como reflejan los niveles relativamente bajos de las relaciones precio/valor contable o las calificaciones crediticias de muchos bancos. Los bancos de la zona del euro se vieron especialmente afectados, al tener que lidiar con un exceso de capacidad y elevados niveles de préstamos dudosos en algunos países miembros. Por su parte, la rentabilidad del sector asegurador en las principales economías avanzadas apenas varió, aún más perjudicada que la del sector bancario por las tasas de interés persistentemente bajas.

## Sostenibilidad

Este breve repaso a la evolución en el último año indica que la economía mundial ha mejorado considerablemente y que sus perspectivas a corto plazo parecen ser las mejores en mucho tiempo. Asimismo, las perspectivas del sector privado y el sector oficial apuntan a una continua mejora gradual, con un escenario central en el que los vientos en contra amainan, la economía mundial toma impulso, la política monetaria se normaliza gradualmente y la expansión económica se asienta y se hace sostenible. De hecho, el sentir de los mercados financieros coincide en gran medida con este escenario.

Con todo, como de costumbre no podemos dar por seguras estas previsiones. Tanto las expectativas oficiales como las de los mercados han fallado muchas veces desde la GCF. Además, las previsiones macroeconómicas no suelen ser muy útiles más allá del corto plazo, ya que por definición asumen el regreso a las tendencias de largo plazo, una de las razones por las que no anticipan las recesiones. Asimismo, aunque la expansión actual haya avanzado a un ritmo en general moderado, es ya una de las más largas de la historia.

Con este trasfondo, conviene examinar los principales riesgos a medio plazo para estas perspectivas. Analizamos en concreto los siguientes: un repunte de la inflación, los riesgos del ciclo financiero, la incapacidad de la inversión para tomar el relevo del consumo si este se debilitara y la amenaza proteccionista que podría dañar el comercio y la globalización.

## La inflación

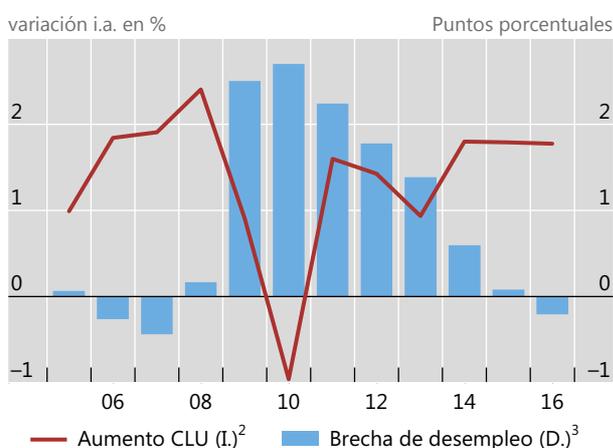
Un aumento de la inflación que obliga a los bancos centrales a endurecer sus políticas considerablemente ha sido el detonante habitual de las recesiones en la posguerra. La recesión más reciente ha sido una excepción, pues aunque la política monetaria se endureció en cierta medida, su principal detonante fue el derrumbe por su propio peso de un auge financiero. ¿Podría volver a imponerse el patrón más habitual desde la última guerra? (Capítulo IV).

A primera vista, hay razones para creer que la inflación podría crecer de manera significativa (Gráfico I.3, panel izquierdo). De hecho, ya se ha venido observando cierto incremento. Aún más, la holgura económica se está reduciendo a juzgar por las estimaciones de la relación entre el producto y su potencial (la «brecha del producto») e incluso en mayor medida por los indicadores del mercado laboral. Esto está ocurriendo en varios países al mismo tiempo, algo que no debe subestimarse sabiendo que las medidas de holgura económica a escala mundial ayudan a predecir la inflación conjuntamente con las medidas nacionales. El hecho de que el reciente

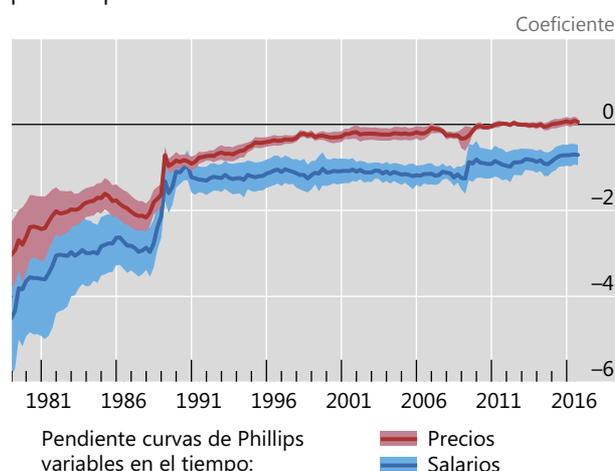
## ¿La menor holgura de los mercados laborales señala riesgos de repunte excesivo de la inflación?

Gráfico I.3

A medida que cae el desempleo, aumenta la presión sobre los salarios<sup>1</sup>



Los salarios mantienen su sensibilidad al desempleo, pero los precios no<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Para CA, DE, GB, JP y US; a partir de 2015, previsiones. <sup>2</sup> CLU= costes laborales unitarios. Media ponderada basada en medias móviles del PIB y tipos de cambio PPA. <sup>3</sup> Tasa de desempleo menos tasa de desempleo no aceleradora de la inflación; media ponderada basada en los niveles de mano de obra. <sup>4</sup> Estimaciones y bandas de confianza basadas en la ventana móvil de 15 años de un panel compuesto por las economías del G-7. Más detalles en el Capítulo IV.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook*; estimaciones del BPI.

repunte de la inflación se haya debido fundamentalmente a la subida de los precios del petróleo no es motivo para relajarse, ya que estas señales podrían augurar un mayor repunte de la inflación más adelante.

Al mismo tiempo, no parece probable que la inflación vaya a subir de manera sustancial y duradera (Capítulo IV). El vínculo entre la holgura económica y la inflación de precios se ha debilitado en los últimos tiempos (Gráfico I.3, panel derecho). Aunque el correspondiente vínculo entre la holgura en el mercado de trabajo y la inflación de salarios parece operar de manera más fiable, ha dado muestras de ir perdiendo fuerza, en línea con la menor capacidad de la mano de obra para influir sobre los salarios que reflejan los indicadores del mercado laboral (mismo panel). A su vez, el vínculo entre el aumento de los costes laborales unitarios y la inflación de precios ha sido sorprendentemente débil.

Aunque no se conocen con certeza las causas últimas de estas evoluciones, es posible que reflejen la mayor credibilidad de los bancos centrales para mantener a raya la inflación. También es posible que sean principalmente el reflejo de presiones desinflacionistas más duraderas asociadas a la globalización y la entrada de productores de bajo coste en el comercio mundial, en particular China y antiguos países comunistas. Junto con la presión tecnológica, presumiblemente estas evoluciones han reducido tanto el poder de negociación de los trabajadores como la influencia de las empresas en los precios, lo cual hace menos probables las espirales de precios/salarios típicas del pasado.

Estos argumentos sugieren que aunque no puede descartarse una espiral de inflación, posiblemente no sea la principal amenaza para la expansión económica, al menos a corto plazo. Las valoraciones de los activos en los mercados financieros también parecen avalar esta opinión.

## Riesgos del ciclo financiero

En vista de lo anterior, conviene considerar los riesgos derivados del ciclo financiero. La principal causa de una futura recesión podría asemejarse más a la de la recesión anterior, es decir, un desplome del ciclo financiero. De hecho, las recesiones a principios de los años 90 en algunas economías avanzadas, aunque lejos de tener la profundidad y amplitud de la última, ya mostraban características similares: habían ido precedidas de fuertes incrementos del crédito y de los precios inmobiliarios, que se derrumbaron con el endurecimiento de la política monetaria, provocando con ello tensiones en el sistema financiero y bancario. En cuanto a las EME, las crisis financieras asociadas a contracciones del ciclo financiero han sido bastante prominentes, a menudo desatadas o amplificadas por la pérdida de financiación externa. Recuérdese, por ejemplo, la crisis asiática 20 años atrás.

Los indicadores adelantados de tensiones financieras basados en lo anterior apuntan efectivamente a una serie de riesgos potenciales (Capítulo III). Estos riesgos no son evidentes en los países más afectados por la GCF como Estados Unidos, Reino Unido y España, que vieron desplomarse sus respectivos auges financieros. En todos ellos, el sector privado ha reducido en cierta medida su apalancamiento y la expansión de sus ciclos financieros todavía está en una fase relativamente temprana. La principal preocupación a corto plazo en estas economías es la incapacidad de sus bancos para sanear por completo sus balances en algunos países, especialmente de la zona del euro, en particular en aquellos donde las cuentas del sector público parecen frágiles (Capítulo V). A estas preocupaciones se une la incertidumbre política.

En cambio, en numerosas economías poco afectadas por la GCF, que han visto cómo su expansión financiera ha ido ganando ritmo tras la crisis, se observan claramente los síntomas clásicos de los riesgos del ciclo financiero. Este grupo abarca varias EME, incluidas las más grandes, así como algunas economías avanzadas, especialmente exportadoras de materias primas, que se han visto muy favorecidas por el prolongado *boom* de las materias primas tras la crisis. En todas estas economías las tasas de interés han sido muy bajas, incluso negativas, al tiempo que la inflación también era reducida, o incluso dio paso a deflación, pese a los buenos resultados económicos. Los ciclos financieros en este grupo de economías se encuentran en puntos distintos. En algunos casos, como el de China, la fase expansiva continúa y está madurando, mientras que en otros, como Brasil, ya han entrado en una fase de profunda contracción e incluso en recesión, aunque sin llegar a una crisis financiera en toda regla.

Las EME tienen que hacer frente a un reto adicional: un volumen de deuda en divisas relativamente elevado, principalmente en dólares de Estados Unidos (Capítulos III, V y VI). En el pasado, la deuda en dólares ha sido un factor determinante en las crisis financieras de las EME, ya sea como detonante (por ejemplo cuando cambian de dirección los flujos de capital brutos denominados en dólares) o como amplificador. La combinación de una depreciación de la moneda local con un aumento de las tasas de interés del dólar estadounidense podría ser muy dañina en presencia de amplios descalces de divisas. Entre 2009 y finales de 2016, el crédito en dólares de Estados Unidos a bancos en otros países (un barómetro de la liquidez mundial calculado por el BPI) creció alrededor del 50% hasta alcanzar 10,5 billones, y para el conjunto de las EME se duplicó con creces hasta los 3,6 billones de dólares.

En comparación con el pasado, diversos factores mitigan actualmente el riesgo asociado a la deuda en divisas. Los países han adoptado regímenes de tipo de cambio más flexibles que, aun lejos de ser la panacea, deberían reducir la probabilidad de un

colapso de la moneda y desincentivar la asunción previa de riesgo de divisas. Además, los países han atesorado divisas que podrían amortiguar el golpe en caso de que surjan tensiones, y los niveles de deuda en divisas en relación con el PIB aún no han alcanzado, en promedio, los que precedieron a crisis financieras anteriores. De hecho, numerosos países han absorbido profundas oscilaciones de los tipos de cambio en los últimos años. Aun así, las vulnerabilidades no pueden tomarse a la ligera, al menos cuando grandes cantidades de deuda en divisas coinciden con fuertes auges financieros nacionales. Esta es la razón por la que un endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y una apreciación del dólar podrían anticipar un repliegue del mercado financiero mundial y una mayor aversión al riesgo, con el dólar actuando como una especie de «índice del temor»<sup>2</sup>.

En líneas más generales, aunque los indicadores adelantados de tensiones financieras dan una idea general de la acumulación de riesgos, también presentan algunas limitaciones. En concreto, no dicen mucho sobre el momento preciso en que se materializarían dichos riesgos, la intensidad de las tensiones y su dinámica precisa. A fin de cuentas, las autoridades han adoptado importantes medidas tras la crisis para reforzar los marcos de regulación y supervisión, lo cual podría alterar la relación estadística que sugieren los datos. Por ejemplo, numerosas EME han recurrido a una amplia gama de medidas macroprudenciales para gestionar el ciclo financiero. Aunque no han logrado evitar que se produzcan fuertes auges financieros, pueden hacer que el sistema financiero sea más resiliente a la contracción posterior. Como demuestra la experiencia de Brasil, puede que estas medidas no eviten una recesión, pero sí que podrían limitar el riesgo de una crisis financiera. Estas limitaciones sugieren que los indicadores deben tratarse con cautela.

## Consumo e inversión

Aun cuando no se produjeran tensiones financieras graves, la expansión económica podría verse amenazada por la debilidad de la demanda interna agregada (Capítulo III). En muchos países, la reciente expansión ha estado impulsada por el consumo, que ha crecido más que el PIB, mientras que la inversión ha sido comparativamente débil hasta fechas recientes. ¿Podría debilitarse el consumo? ¿Y qué perspectivas hay de un fortalecimiento sostenido de la inversión? Naturalmente, la expansión sería más sostenible si la inversión se convirtiera en el principal motor del crecimiento, ya que elevaría la productividad y mantendría a raya las presiones inflacionistas a medio plazo. La evidencia empírica que indica que el crecimiento impulsado por el consumo es menos sostenible corrobora esta opinión.

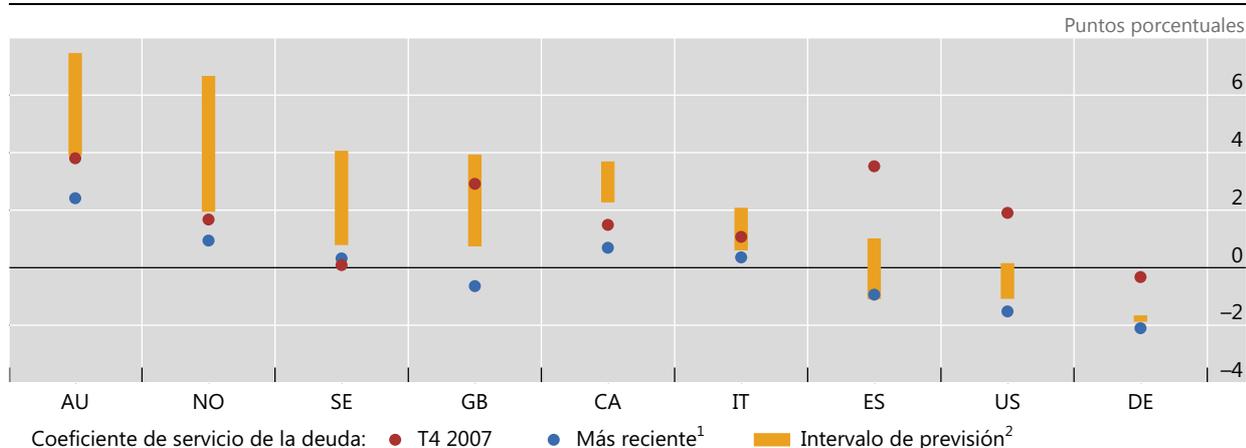
Aunque el consumo podría debilitarse por las menores ganancias de empleo conforme se alcanzan los límites de capacidad productiva, las vulnerabilidades más graves reflejan la continua acumulación de deuda, a veces con los precios de los activos en máximos históricos. La caída de los precios de los activos podría presionar sobre los balances, especialmente si coincidiera con tasas de interés más altas. De hecho, estudios del BPI han puesto de manifiesto la importante influencia —poco reconocida— de la carga del servicio de la deuda sobre los niveles de gasto (Capítulo III).

Un análisis de la sensibilidad del consumo frente a las tasas de interés inducida por la carga del servicio de la deuda señala una serie de vulnerabilidades (Capítulo III y Gráfico I.4). Estas son más palpables en economías que han experimentado un auge del crédito a los hogares tras la crisis, a menudo unido a fuertes ascensos de los precios inmobiliarios, incluidas numerosas pequeñas economías abiertas y algunas

## Sensibilidad de la carga del servicio de la deuda de los hogares a las tasas de interés

Desviación respecto de los promedios a largo plazo específicos del país

Gráfico I.4



<sup>1</sup> T4 2016; para AU, IT, NO y US, T3 2016. <sup>2</sup> Proyecciones a tres años de los coeficientes de servicio de la deuda para el sector hogares asumiendo diferentes escenarios para las tasas de interés. A partir de vectores autorregresivos específicos del país que incluyen el cociente de crédito sobre ingresos, las tasas de interés sobre el volumen de deuda de los hogares, los precios reales de los inmuebles residenciales y la tasa del mercado monetario a tres meses. Más detalles en el Capítulo III.

Fuentes: datos nacionales; cálculos del BPI.

EME. Las subidas de las tasas de interés por encima de lo esperado por los mercados podrían debilitar el consumo considerablemente. En cambio, las economías más afectadas por la crisis, como Estados Unidos, gozan de una amortiguación considerablemente mayor tras el desapalancamiento que ya ha tenido lugar.

Desde la crisis, la inversión ha sido bastante débil con relación al PIB, al menos en las economías avanzadas (Capítulo III), en parte por una corrección de la inversión en vivienda tras su auge previo a la crisis, aunque también por una caída de la inversión no residencial. En las EME, la inversión se ha mostrado en general más resiliente, sobre todo por el auge en China y las correspondientes subidas de los precios de las materias primas. La debilidad de la inversión tras la crisis, unida a la asignación ineficiente de los recursos, ha contribuido sin duda a frenar el crecimiento de la productividad. La pregunta es si el reciente repunte de la inversión será lo suficientemente fuerte.

Si bien las tasas de interés influyen en los niveles de inversión, mayor influencia tienen factores como los beneficios, la incertidumbre y los flujos de efectivo. Desde esta perspectiva, pese a que los indicadores de incertidumbre política están en niveles muy altos, por ahora no han lastrado el reciente repunte de la inversión. En las EME, preocupa el marcado incremento del endeudamiento corporativo en diversas economías, en ocasiones en moneda extranjera. De hecho, la evidencia empírica señala un vínculo entre la apreciación del dólar y la débil inversión en numerosas EME (Capítulo III). China es un ejemplo al caso, por la combinación de tasas inauditas de inversión financiada con deuda y síntomas de exceso de capacidad y empresas no rentables. Una profunda desaceleración de su economía podría provocar ondas de choque mucho más amplias entre las EME, incluso a través de una caída de los precios de las materias primas.

## Desglobalización

Desde la GCF, los argumentos proteccionistas han ido ganando terreno en el marco de una corriente social y política más amplia contraria a la globalización. El retroceso de la globalización podría asestar un duro golpe a las perspectivas de una expansión sostenible y robusta. La inversión sería la primera víctima, por su fuerte vínculo con el comercio, pero no sería la única, ya que el seísmo en los marcos institucionales y regímenes de política tendría un impacto más amplio y prolongado. Conviene explorar estos aspectos en profundidad, por lo que les dedicamos un capítulo completo del nuestro Informe Anual (Capítulo VI).

El proceso gradual de integración más estrecha que ha experimentado la economía mundial desde la Segunda Guerra Mundial, y que dio un paso de gigante tras la guerra fría, sin duda tiene precedentes (Gráfico I.5, panel izquierdo). En la segunda mitad del siglo XIX tuvo lugar un primer episodio de globalización, que se enraizó durante el periodo del patrón oro y sufrió un duro golpe con la Primera Guerra Mundial, para desvanecerse finalmente con la Gran Depresión.

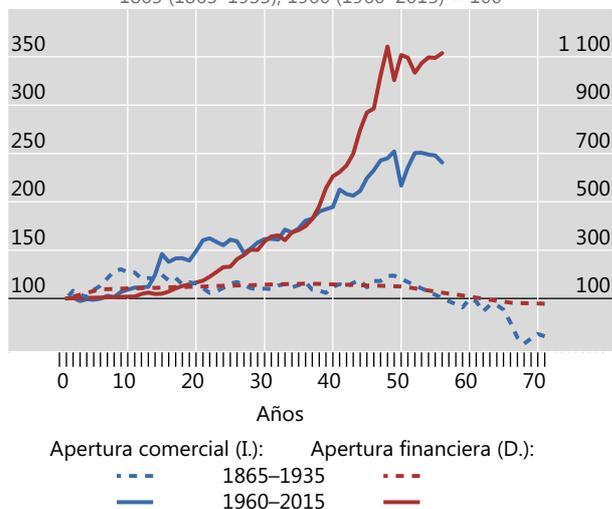
Podemos encontrar similitudes entre ambos episodios, aunque también diferencias significativas. Ambos periodos se caracterizaron por un marcado incremento de la integración real y financiera, impulsado por decisiones políticas y respaldado por la innovación tecnológica. Ahora bien, desde un punto de vista económico, el episodio más reciente ha sido más amplio y profundo, aunque se haya apoyado menos en los flujos migratorios. De ahí el crecimiento sin precedentes de las cadenas de valor mundiales y los activos financieros transfronterizos.

Aunque existe una tendencia natural a considerar la globalización real y financiera por separado, ambas están interrelacionadas. Las importaciones y exportaciones dependen en gran medida de la financiación internacional. La propiedad transnacional de las empresas a través de la inversión extranjera directa (IED) fomenta el comercio, distribuye el conocimiento organizativo y tecnológico y da lugar a actores económicos mundiales. Los bancos y otros proveedores de

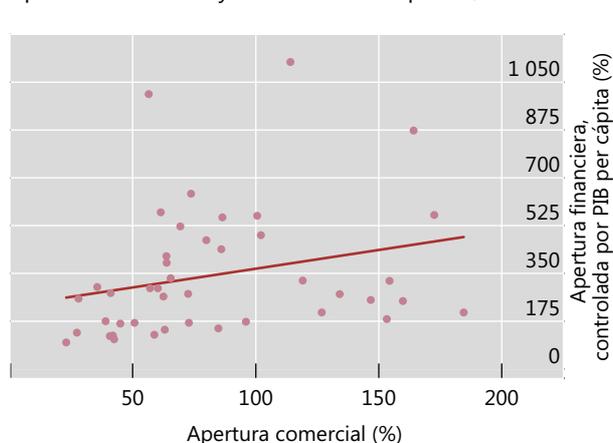
### Apertura financiera y comercial

Gráfico I.5

Evolución de la apertura financiera y comercial  
1865 (1865–1935), 1960 (1960–2015) = 100



Apertura financiera y comercial entre países, 2015



Fuentes: Capítulo VI.

servicios suelen seguir a sus clientes por todo el mundo y los servicios financieros representan por sí solos una parte cada vez mayor de la actividad económica y del comercio. La relevancia de las fronteras nacionales se ve difuminada por el uso mayoritario de unas pocas monedas internacionales, sobre todo el dólar de Estados Unidos, como medio de liquidación y unidad de cuenta en operaciones comerciales y contratos financieros.

Los datos disponibles confirman la estrecha relación que existe entre la globalización real y financiera. Entre países, el patrón de vínculos financieros se asemeja mucho al del comercio (Capítulo VI y Gráfico I.5, panel derecho). Históricamente ha habido periodos, como el de la era de Bretton Woods, en los que los poderes públicos persiguieron una mayor integración comercial al mismo tiempo que limitaban deliberadamente la integración financiera, con el fin de conservar más autonomía en el ámbito de las políticas. Con el tiempo, sin embargo, estos regímenes resultaron insostenibles y la integración financiera ganó fuerza.

Dicho esto, la vertiente financiera también ha evolucionado por su cuenta. En los distintos países, esta evolución refleja en particular los beneficios de la aglomeración, que llevan a concentrar la actividad en los centros financieros, y el arbitraje tributario, que incentiva a las empresas a constituirse en determinados países. Desde principios de la década de los 90, los vínculos financieros han superado con creces a los comerciales, al contrario de lo que sugieren los datos sobre la primera fase de globalización.

Algunos indicios apuntan a que la globalización se ha frenado tras la crisis, pero no está retrocediendo. El comercio en proporción del PIB mundial y las cadenas de valor mundiales se han estabilizado. Asimismo, la integración financiera en sentido amplio parece haberse moderado al tiempo que el préstamo bancario se ha contraído. No obstante, las estadísticas del BPI muestran que la contracción refleja en gran medida el retroceso de los bancos de la zona del euro y que es de naturaleza regional. Los bancos de Asia y otras regiones han tomado el relevo y la integración no ha flaqueado. Además, la emisión de títulos ha superado al préstamo bancario, en línea con el incremento de los inversores institucionales y los gestores de activos.

Desde la perspectiva de la política económica es importante distinguir los motivos de la desaceleración. Esta no sería tan preocupante si obedeciera simplemente a factores cíclicos y decisiones económicas libres, como parece ser el caso de buena parte de la reducción de los vínculos comerciales y financieros. Pero sería más grave si reflejara sesgos nacionales. Tanto en el comercio como en las finanzas se observan señales de que esto podría estar comenzando a ocurrir, como atestigua el aumento de las restricciones comerciales y las medidas de acotamiento (*ring-fencing*) del sector financiero. Aunque algunas de estas decisiones puedan estar justificadas, podrían presagiar un retroceso más amplio y perjudicial.

Las estadísticas oficiales, la observación esporádica y la pura lógica indican que la globalización ha sido un importante factor coadyuvante del crecimiento mundial y del aumento de los niveles de vida. También ha ayudado a sacar de la pobreza a grandes capas de la población mundial y a reducir la desigualdad entre países. Sería inimaginable que las EME pudieran haber crecido tanto sin su integración en la economía mundial. Conceptualmente, la integración difunde el conocimiento, fomenta la especialización y permite que la producción se lleve a cabo en los países con costes más bajos. En jerga económica, diríamos que se trata de una serie de grandes choques positivos por el lado de la oferta que, a su vez, estimulan la demanda.

Al mismo tiempo, la globalización sin duda también plantea desafíos. En primer lugar, sus beneficios pueden no repartirse equitativamente, especialmente si las economías no están preparadas o dispuestas a adaptarse. El comercio desplaza trabajadores y capital en los sectores más expuestos a la competencia internacional y puede aumentar la desigualdad en la distribución de la renta en algunos países. La apertura del comercio a países donde abunda la mano de obra barata presiona a la baja los salarios en aquellos donde esta escasea y es más cara. Por consiguiente, puede erosionar la influencia de los trabajadores sobre los salarios, inclinar la distribución de la renta hacia el capital y ampliar la brecha entre los trabajadores cualificados y no cualificados. En segundo lugar, una apertura de la cuenta de capital sin suficientes salvaguardias puede exponer al país a mayores riesgos financieros.

La evidencia empírica confirma —aunque también matiza— el impacto de la globalización sobre los mercados de trabajo y la distribución de la renta (Capítulo VI). Los trabajos con menor cualificación se han trasladado hacia países productores de bajo coste, al verse desplazados grandes segmentos industriales de las economías menos competitivas. En cuanto a su impacto sobre la desigualdad en la distribución de la renta, algunos estudios lo avalan pero en general concluyen que la tecnología ha tenido un efecto mayor. Los mecanismos en ambos casos son similares e interactúan de manera natural, pero la tecnología tiene mayor influencia por su despliegue por toda la economía.

También se reconoce ahora que una mayor apertura financiera puede ser un canal de inestabilidad financiera. Al igual que ocurre con la liberalización financiera a escala nacional, a menos que existan suficientes salvaguardias, dicha apertura puede ampliar los auges y recesiones financieras, lo que se conoce como «prociclicidad» del sistema financiero. En el Informe Anual de 2015 dedicamos todo un capítulo a este asunto, explorando las deficiencias del sistema monetario y financiero internacional<sup>3</sup>. La libre circulación de capitales entre países y monedas puede provocar una oscilación desmedida del tipo de cambio, exacerbar la acumulación de riesgos y agravar las tensiones financieras, es decir, incrementar el «exceso de elasticidad» del sistema. La hegemonía del dólar estadounidense como moneda internacional agrava estas deficiencias, al amplificar la divergencia entre los intereses del país emisor y del resto del mundo<sup>4</sup>. De ahí la enorme influencia de la política monetaria de Estados Unidos sobre las condiciones monetarias y financieras internacionales.

Estos efectos secundarios de la globalización no implican sin embargo que deba retroceder, sino más bien que debe dirigirse y gestionarse adecuadamente (véase más adelante). Una involución tendría consecuencias perniciosas a corto y largo plazo. A corto plazo, un mayor proteccionismo debilitaría la demanda mundial y haría peligrar la durabilidad y fortaleza de la expansión económica, al dañar el comercio y amenazar con un parón repentino tanto de la inversión como de la IED. A largo plazo, pondría en peligro las ganancias de productividad inducidas por la mayor apertura y amenazaría con reavivar la inflación. En economías más cerradas y posiblemente reprimidas financieramente, la tentación sería elevar el endeudamiento, lo que podría propiciar nuevas espirales de salarios y precios, aumentando el riesgo de una vuelta a la estanflación de antaño.

## Políticas

En vista de todos estos riesgos, ¿qué podrían hacer las autoridades para transformar el actual repunte económico en un crecimiento sostenible y duradero a escala mundial? A lo largo del último año se ha ido fraguando un amplio consenso en torno a la necesidad de reequilibrar la combinación de políticas, aligerando el peso que soporta la política monetaria para distribuirlo mejor entre las políticas fiscales y las reformas estructurales. Con todo, existen diferencias de opinión sobre las prioridades de estas políticas. Para poder decantarse por una u otra, conviene tomar cierta distancia y considerar algunas cuestiones más generales relativas a los actuales marcos analíticos.

Gran parte del actual discurso de política económica gira en torno a dos postulados. El primero defiende que las autoridades pueden influir en la economía utilizando distintos resortes que afectan a la demanda agregada, al producto y a la inflación de manera clara y predecible. El segundo traza una clara distinción entre el corto plazo (la esfera de la demanda agregada) y el largo plazo (la esfera de la oferta agregada).

Aunque ambas perspectivas tienen parte de razón, la realidad presenta muchos más matices. La historia ha demostrado una y otra vez lo fácil que resulta sobrestimar la capacidad de las autoridades para orientar la economía. Además, la oferta y la demanda agregadas interactúan de tal manera que el corto y largo plazo se entrelazan.

La experiencia poscrisis ilustra claramente estos matices. Ha sido mucho más difícil de lo esperado fomentar el crecimiento y la inflación pese al despliegue de medidas sin precedentes. La recesión, ya de por sí un legado de un auge financiero insostenible, parece haber dejado profundas cicatrices: la pérdida de producto ha sido enorme y el crecimiento de la productividad se ha debilitado de forma persistente.

Esto resalta la necesidad de evaluar la política económica en un contexto a largo plazo. Las medidas oficiales adoptadas en un momento dado, con independencia de si se dirigen a la oferta o la demanda, tienen consecuencias prolongadas. Por ejemplo, al afectar a los niveles acumulados de deuda o al margen de maniobra de las políticas, contribuyen a conformar el entorno económico que las autoridades dan por hecho (exógeno) cuando el futuro se hace presente<sup>5</sup>. A menos que estos efectos se tengan en cuenta debidamente, las opciones de política pueden reducirse sustancialmente con el tiempo, como parece haber ocurrido en el último decenio.

Esta perspectiva sugiere que, en vez de intentar influir sobre la economía, habría que aprovechar los actuales vientos de cola para fortalecer su resiliencia, tanto a escala nacional como internacional. La noción de resiliencia ayuda a evitar la tentación de sobrestimar la influencia de las autoridades sobre la economía y fomenta la consideración de horizontes a más largo plazo, algo fundamental para ubicar las políticas en su adecuado contexto intertemporal.

La resiliencia en términos amplios va más allá de la capacidad de soportar evoluciones o «alteraciones» imprevistas, para incluir asimismo la reducción de la probabilidad de que se materialicen, limitando la incertidumbre en torno a la política económica y la acumulación de vulnerabilidades, como las que generan los desequilibrios financieros<sup>6</sup>. También implica aumentar la capacidad de adaptación de la economía a las tendencias de largo plazo, como las relacionadas con el envejecimiento de la población, la desaceleración de la productividad, los avances

tecnológicos o la globalización. A continuación analizamos cómo el refuerzo de la resiliencia puede ayudar a superar los actuales retos tanto nacionales como internacionales.

## Aumentar la resiliencia: retos a escala nacional

Los retos que plantea aumentar la resiliencia a escala nacional son múltiples. Consideremos las políticas monetaria, fiscal y estructural por separado y su papel para afrontar el ciclo financiero.

En la actualidad, existe un amplio consenso en cuanto a que la política monetaria se ha sobrecargado durante demasiado tiempo, hasta el punto de verse como «la única alternativa posible». En este proceso, los balances de los bancos centrales han crecido mucho, las tasas de interés oficiales se han situado en niveles extraordinariamente bajos durante mucho tiempo y los bancos centrales han aumentado su influencia directa a lo largo de la curva de rendimientos de la deuda soberana y también sobre otras clases de activos, como la deuda del sector privado e incluso la renta variable.

Aumentar la resiliencia implicaría centrarse en mejorar el espacio de la política económica, con el fin de estar mejor preparados para cuando se produzca la próxima recesión. Esto, a su vez, supondría aprovechar los vientos de cola que soplan en la economía para avanzar en la normalización de las políticas con paso firme según permitan las circunstancias de cada país. Este último matiz es muy importante, dado que los límites de la globalización dependen de factores específicos de cada país, incluidos los marcos económicos y monetarios. Aunque el alcance difiera sustancialmente entre países, la *estrategia* general podría ser común a todos ellos.

Esta normalización presenta retos considerables (Capítulo IV). Muchos de ellos tienen que ver con el punto de partida, es decir, las condiciones monetarias sin precedentes que han prevalecido desde la crisis. A medida que los mercados se han ido acostumbrando a la ayuda que les brindan los bancos centrales, los niveles de deuda han ido creciendo en todo el mundo y la valoración de numerosos activos parece excesiva y dependiente de que las tasas de interés y los rendimientos de la deuda continúen muy bajos (Capítulo II). Por un lado, la mayor incertidumbre hace que los bancos centrales modifiquen de forma muy gradual las tasas de interés, y aún más sus balances, con cambios que se anuncian con bastante antelación. Por el otro, precisamente esta gradualidad implica una ampliación más lenta del espacio de la política económica y también puede inducir una mayor asunción de riesgos y promover condiciones que dificulten aún más la salida. Por ejemplo, el riesgo de reversión de los rendimientos de la renta fija suscita inquietud<sup>7</sup>. Las disyuntivas se complican aún más por las repercusiones que tienen las actuaciones de un país sobre los demás, especialmente en el caso del dólar de Estados Unidos.

En consecuencia, el camino por delante es probable que sea accidentado. Es posible que la normalización no se produzca de manera lineal, sino en rachas, con los bancos centrales tanteando el terreno en función de cómo evolucione la situación. Con todo, los mercados financieros y la economía en general deben abandonar su inusual dependencia de las políticas sin precedentes de los bancos centrales.

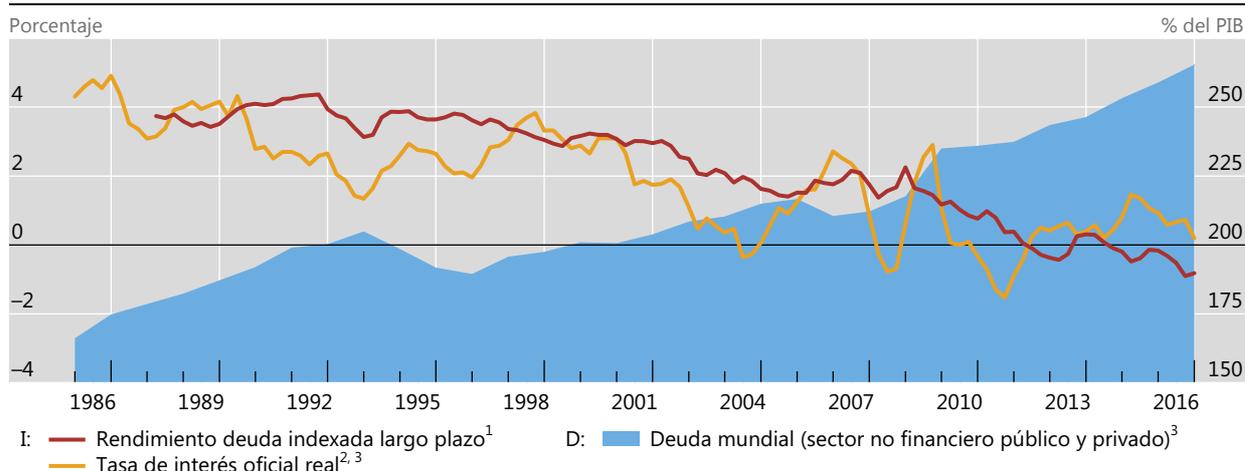
La potenciación de la resiliencia a través de la política fiscal presenta dos dimensiones. La primera consiste en priorizar el uso de cualquier margen fiscal disponible, lo cual puede aplicarse a diversos ámbitos. Uno es el refuerzo de las reformas estructurales favorables al crecimiento (véase más adelante). Otro es lograr

un mayor respaldo a la globalización corrigiendo las alteraciones que pueda causar. En este sentido, sería preferible aplicar enfoques más generales que específicos, ya que puede ser complicado identificar las empresas o las personas concretas afectadas. La prioridad deben ser los trabajadores, no los trabajos, por lo que deben promoverse el reciclaje profesional y la reasignación flexible de los recursos. Por último, aunque no menos importante, el apoyo del sector público al saneamiento de los balances sigue siendo prioritario cuando se hayan agotado las fuentes privadas. Resolver los préstamos dudosos es fundamental para fomentar la financiación de inversiones productivas (Capítulo V). Lo que no sería aconsejable en la coyuntura actual sería limitarse a recurrir al déficit cuando la economía esté próxima al pleno empleo. Esto no debe ser óbice para intentar simplificar los sistemas tributarios o realizar inversiones públicas de manera inteligente y eficaz, pero, como siempre, la clave está en la implementación, que no es en absoluto sencilla, como demuestra la experiencia histórica.

La segunda dimensión se refiere a la mejora del espacio fiscal con el tiempo. Una condición indispensable al respecto es su medición prudente. Como se analizó detalladamente en el Informe Anual del año pasado, esto requiere incorporar a las metodologías actuales factores que suelen subestimarse o excluirse, como la necesidad de contar con protección frente a potenciales riesgos financieros, respuestas realistas de los mercados financieros frente a los mayores riesgos soberanos y la carga que conlleva el envejecimiento de la población. También exige considerar el efecto que la combinación del riesgo de reversión y las compras de activos a gran escala por los bancos centrales pueda tener sobre la sensibilidad de los déficits públicos a las tasas de interés (Capítulo IV). En líneas más generales, una valoración prudente del espacio fiscal podría afianzar la necesaria consolidación de las finanzas públicas a medio plazo.

Aumentar la resiliencia a través de las políticas estructurales resulta fundamental. Estas políticas son las únicas que podrían elevar el potencial de crecimiento a largo plazo y fomentar un entorno proclive a la inversión a largo plazo. Desafortunadamente, lejos de acelerarse, la implementación de estas medidas se ha ido frenando, pese a que la evidencia empírica indica que, al contrario de lo que se cree, muchas de ellas no reducen la demanda agregada ni siquiera en el corto plazo<sup>8</sup>. Los costes políticos de la reforma superan con mucho a los económicos, pero al igual que ocurre con los retos de la globalización, lo preocupante es la concentración de los costes en determinados grupos.

Las reformas estructurales necesarias son en gran medida específicas para cada país. Su denominador común es el fomento de la actividad emprendedora y la rápida adopción de la innovación, limitando la búsqueda de rentas. Además, un aspecto que tiende a subestimarse pero que ahora está adquiriendo protagonismo es la reasignación flexible de los recursos, ante el impacto negativo que tienen las rigideces sobre la capacidad de la economía para absorber perturbaciones y sobre el crecimiento de la productividad. Los pasos en esa dirección también ayudarían bastante a solucionar las alteraciones derivadas de la globalización. Especialmente preocupante es el elevado porcentaje de empresas que no consiguen cubrir sus costes en concepto de intereses con sus propios beneficios (las llamadas «empresas zombi») pese a las tasas de interés históricamente bajas (Capítulo III). Esto plantea considerables obstáculos para poder reasignar recursos a usos más productivos.



<sup>1</sup> Desde 1998, media simple para FR, GB y US; para el resto solo GB. <sup>2</sup> Tasa de interés oficial nominal menos inflación de los precios de consumo. <sup>3</sup> Media ponderada de las economías del G-7 más CN basada en medias móviles del PIB y los tipos de cambio PPA.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; cálculos del BPI.

Desde una perspectiva a medio plazo, sería importante que las medidas monetarias, fiscales e incluso estructurales se enmarquen en un giro hacia marcos de política diseñados para atajar una fuente fundamental de vulnerabilidades: el ciclo financiero. De hecho, la incapacidad para gestionar el ciclo financiero ha sido una de las principales razones de la debilidad de la economía mundial y del limitado margen de maniobra de la política económica<sup>9</sup>. Además, como analizamos en nuestro anterior Informe Anual, no sería aconsejable utilizar exclusivamente las políticas prudenciales, y mucho menos las medidas macroprudenciales, para afrontar el ciclo financiero<sup>10</sup>. La reciente experiencia de las EME, donde estas medidas se han utilizado intensivamente, confirma que *por sí solas* no pueden evitar la acumulación de desequilibrios.

Para abordar el ciclo financiero serían necesarias políticas más simétricas. De lo contrario, en el largo plazo, si los auges financieros no se contrarrestan mientras que en las fases de contracción se relajan las políticas de manera agresiva y persistente, podrían producirse graves tensiones financieras, una pérdida progresiva de opciones de política y una trampa de la deuda. Por este camino, por ejemplo, las tasas de interés caerían y el endeudamiento seguiría creciendo, dificultando en última instancia el posterior aumento de las tasas de interés sin perjudicar a la economía (Gráfico I.6). Desde esta perspectiva, se observan señales perturbadoras: la política monetaria está alcanzando sus límites, las posiciones fiscales en algunas economías parecen insostenibles, especialmente si consideramos la carga que impone el envejecimiento de la población, y los niveles mundiales de deuda con relación al PIB han seguido creciendo.

### Aumentar la resiliencia: retos a escala mundial

Si bien las políticas nacionales pueden hacer mucho por reforzar la resiliencia, algunos retos exigen una respuesta global. El objetivo es establecer «las reglas del juego» en un marco multilateral claro y coherente que ayude a tomar medidas a escala nacional o medidas internacionales concertadas. Naturalmente, estas reglas variarían en cuanto a su grado de especificidad y su intensidad dependiendo del

ámbito en cuestión, pudiendo ir desde principios generales hasta estándares comunes. Consideremos cinco ámbitos principales: normas prudenciales, mecanismos de gestión de crisis, comercio, tributación y política monetaria.

Una primera prioridad es finalizar las reformas financieras (prudenciales) en curso (Capítulos V y VI). Contar con un núcleo de normas mínimas comunes en la esfera financiera es una condición indispensable para garantizar la resiliencia global en un mundo financiero integrado. Estas normas evitan que se produzca una peligrosa carrera de mínimos. Aunque las reformas en curso no son perfectas, no es el momento de bajar la guardia ni de añadir nuevas incertidumbres que puedan dificultar los ajustes necesarios en el sector financiero (Capítulo V).

Entre las reformas, reviste especial importancia completar el acuerdo sobre normas mínimas de capital y liquidez (Basilea III), por el papel central que juegan los bancos en el sistema financiero. Se trata de alcanzar un acuerdo sin diluir con ello las normas con la falsa esperanza de favorecer así el crecimiento. Existe amplia evidencia empírica de que las instituciones financieras más fuertes prestan más y son más capaces de sostener la economía en los momentos de coyuntura negativa<sup>11</sup>. Un acuerdo internacional fuerte respaldado por medidas adicionales a escala nacional, combinado con la implantación de marcos macroprudenciales eficaces, también reduciría los incentivos para una involución de la integración financiera.

Una segunda prioridad es contar con mecanismos adecuados de gestión de crisis, ya que, independientemente de la fuerza de las medidas preventivas, no pueden descartarse tensiones financieras internacionales. Un elemento crítico en este sentido es la capacidad de proporcionar liquidez para contener la propagación de tensiones. Esa liquidez solo puede denominarse en una moneda internacional, principalmente el dólar de Estados Unidos, debido a su hegemonía mundial (Capítulos V y VI). Como mínimo, esto implica conservar la opción de activar los mecanismos poscrisis de *swaps* entre bancos centrales cuando las circunstancias lo exijan.

Una tercera prioridad es garantizar que la apertura comercial no sea víctima del proteccionismo. Una de las claves de los éxitos económicos desde la última guerra ha sido una mayor apertura del comercio asentada sobre instituciones multilaterales que trabajan para fomentarla. También en este ámbito los mecanismos actuales están lejos de ser perfectos. Por ejemplo, las rondas de negociación internacionales de la Organización Mundial del Comercio están paralizadas y su mecanismo de resolución de disputas está sobrecargado. Con todo, sería un error abandonar el multilateralismo, ya que el riesgo de represalias es simple y llanamente demasiado elevado. Aunque la apertura comercial presenta importantes retos, su repliegue sería tan absurdo como intentar retraer la innovación tecnológica.

La cuarta prioridad, complementaria de las anteriores, es intentar introducir sistemas impositivos más equitativos. El arbitraje tributario entre jurisdicciones es uno de los factores que ha generado resentimiento contra la globalización y ha contribuido sin duda a la desigualdad de la distribución de la renta y la riqueza dentro de los países, por ejemplo fomentando una carrera de mínimos en el impuesto de sociedades. Diversas iniciativas se han desplegado en este frente bajo los auspicios del G-20, pero los esfuerzos aún podrían intensificarse.

Más allá de estas prioridades, conviene explorar el margen para una mayor cooperación en materia de política monetaria, el quinto ámbito. Como se ha analizado en Informes Anuales anteriores, dicha cooperación es muy conveniente debido a la combinación de los efectos que tienen las decisiones de jurisdicciones

con una moneda internacional y la escasa capacidad de protección que presentan los tipos de cambio. Esta cooperación podría ayudar a limitar la perniciosa acumulación de desequilibrios financieros y su posterior corrección. Las opciones disponibles, en orden creciente de ambición, incluyen actuar en el interés propio bien entendido, tomar decisiones conjuntas para evitar la acumulación de vulnerabilidades y diseñar nuevas reglas del juego para aumentar la disciplina en las políticas nacionales. Aunque aún no se dan las condiciones necesarias para introducir formas de cooperación más estrecha, para seguir avanzando es imprescindible profundizar en el diálogo con el fin de alcanzar un mejor acuerdo sobre el diagnóstico del problema y sus soluciones.

Estas actuaciones siguen un mismo hilo conductor: reconocen que la globalización, al igual que la tecnología, es un valioso recurso común que ofrece tremendas oportunidades. El reto es conseguir que se perciba como tal, en vez de como un obstáculo, y que dichas oportunidades se hagan realidad. Es peligroso que los gobiernos utilicen la globalización como chivo expiatorio de las deficiencias de sus propias políticas, pero también lo es no reconocer los ajustes que conlleva la globalización. Además, la globalización no puede gestionarse únicamente a escala nacional, sino que requiere una sólida gobernanza multilateral. Para conseguir una prolongada prosperidad mundial, no hay más remedio que entrar en el tira y afloja que conlleva la cooperación internacional, por frustrante y cansado que a veces pueda resultar.

## Notas

- <sup>1</sup> Véase el Capítulo I del *86º Informe Anual*.
- <sup>2</sup> Véase un análisis de este índice como alternativa al popular VIX en H. S. Shin, «The bank/capital markets nexus goes global», discurso pronunciado en la London School of Economics and Political Science, 15 de noviembre de 2016.
- <sup>3</sup> Véase el Capítulo V del *85º Informe Anual*.
- <sup>4</sup> Para conocer más a fondo el papel del dólar en el sistema financiero, véase C. Borio, «More pluralism, more stability?», presentación en el Seventh High-level Swiss National Bank–International Monetary Fund Conference on the International Monetary System, Zúrich, 10 de mayo de 2016.
- <sup>5</sup> Véase el Capítulo I del *86º Informe Anual*.
- <sup>6</sup> Véase «Economic resilience: a financial perspective», nota del BPI presentada en la reunión del G–20 el 7 de noviembre de 2016.
- <sup>7</sup> Para saber más sobre estos mecanismos, véase D. Domanski, H. S. Shin y V. Sushko, «The hunt for duration: not waving but drowning?», *BIS Working Papers*, nº 519, octubre de 2015.
- <sup>8</sup> Véase un análisis más detallado de esta cuestión en R. Bouis, O. Causa, L. Demmou, R. Duval y A. Zdzienicka, «The short-term effects of structural reforms: an empirical analysis», *OECD Economics Department Working Papers*, nº 949, marzo de 2012.
- <sup>9</sup> Véase C. Borio, «Secular stagnation or financial cycle drag?», intervención en National Association for Business Economics, 33rd Economic Policy Conference, Washington DC, 5–7 de marzo de 2017. Este asunto también se aborda en el Capítulo I del *84º, 85º y 86º Informe Anual*.
- <sup>10</sup> Para profundizar en este marco de estabilidad macrofinanciera véase el Capítulo I del *84º y 85º Informe Anual*.
- <sup>11</sup> Véase el Capítulo V del *86º Informe Anual*.