

**"LAS ECONOMÍAS EMERGENTES ANTE UN NUEVO CICLO GLOBAL: UNA PERSPECTIVA DE BANCA CENTRAL". INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, EN LA NOVENA CONFERENCIA ANUAL "NEW CHALLENGES FOR GLOBAL ECONOMIC INTEGRATION", ORGANIZADA POR EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ Y EL REINVENTING BRETTON WOODS COMMITTEE. Cusco, Perú, 24 de julio de 2017.<sup>1</sup>**

Agradezco al Banco Central de Reserva del Perú y al Reinventing Bretton Woods Committee la invitación para participar en este evento.

Tras haber alcanzado en 2016 su nivel más bajo desde 2009, la actividad económica global parece estar transitando hacia una trayectoria de mayor crecimiento, si bien todavía moderado, a partir de este año. Dicha recuperación está siendo impulsada por el repunte del comercio mundial de mercancías, en especial de bienes de capital, y por un mayor dinamismo del sector industrial, particularmente de la industria manufacturera. Las condiciones económicas de las economías avanzadas han mejorado de manera notable. Naturalmente, esto ha elevado la confianza en las perspectivas económicas mundiales y ha disminuido la percepción de riesgos derivados de escenarios extremos, aunque estos no pueden ser completamente descartados.

A pesar de estos favorables acontecimientos, la economía mundial parece haber perdido parte del dinamismo de largo plazo que había exhibido en el

---

<sup>1</sup> 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.

pasado, ya que se pronostica que el crecimiento del PIB global durante 2017-2022 sea, en promedio, casi un punto porcentual menor al del periodo anterior a la crisis comprendido entre 2000 y 2007. Asimismo, la coyuntura actual continúa caracterizándose por la presencia de varios riesgos de consideración.

Para empezar, la evolución futura de la economía mundial está sujeta a un alto nivel de incertidumbre derivado de la falta de claridad y detalles sobre la conducción de la política económica en Estados Unidos, particularmente en los ámbitos fiscal, regulatorio y comercial.

En segundo lugar, el fortalecimiento reciente de un sentimiento generalizado en contra de la globalización, en conjunto con el respaldo político que este ha logrado obtener, amenaza con detener, y en algunos casos incluso revertir, el progreso alcanzado durante las últimas décadas en materia de integración económica y financiera de la economía mundial.

Tercero, conforme el proceso de recuperación continúe su curso, es natural esperar que la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas comience a generalizarse. Si bien esto debería ser considerado en principio como un elemento positivo, es importante notar que no está exento de riesgos, ya que implica un endurecimiento de las condiciones financieras enfrentadas por las economías emergentes, así como un giro importante de política con implicaciones globales potencialmente adversas.

En cuarto lugar, el comportamiento en general benigno que los mercados financieros internacionales han mostrado en los últimos meses podría cambiar drásticamente como resultado de una serie de factores, incluyendo la reevaluación de las perspectivas económicas por parte de inversionistas internacionales que pudiera derivarse, entre otros factores, de cambios inesperados de política, dificultades económicas en algunas de las principales economías emergentes, y conflictos de naturaleza geopolítica.

Por último, debe tenerse en cuenta que las perspectivas a mediano y largo plazo para el crecimiento potencial tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, pudieran deteriorarse debido a tendencias persistentemente débiles en la productividad, la fuerza laboral y en la inversión en capital físico.

¿Qué acciones deben emprenderse para que las economías emergentes prosperen en un entorno externo tan complejo?

Quisiera enfatizar que la principal responsabilidad al respecto recae en las propias economías emergentes. Las consecuentes recomendaciones en las áreas de estabilidad macroeconómica y financiera y de reforma estructural son ya bien conocidas. Al respecto, sólo me gustaría señalar que a pesar del importante avance logrado en los últimos años, todavía se requiere de mayores esfuerzos, ya que en muchas de estas economías continúan observándose elevados desequilibrios tanto fiscales como en cuenta corriente, así como niveles excesivos de deuda. Además, las medidas de reforma

estructural en las economías emergentes se han estancado e incluso revertido en los últimos años, y sólo algunas de ellas han anunciado planes integrales de reforma.

Sin embargo, por muy importantes que estos esfuerzos sean, es indudable que la magnitud de los retos enfrentados exige una mayor cooperación por parte de la comunidad internacional. Y es en este ámbito, especialmente en el tema de la cooperación monetaria internacional, en el que quisiera centrar mis observaciones.

La cooperación internacional en materia de política enfrenta muchos desafíos. Tal como lo ha demostrado la historia, la cooperación internacional es particularmente activa durante periodos de crisis y dificultades económicas y financieras severas. De hecho, fuera de estos episodios, el argumento en favor de la cooperación tiende a debilitarse, ya que sus beneficios se vuelven menos evidentes y, con ello, la formulación de política cuenta con incentivos incluso más fuertes para favorecer consideraciones nacionales sobre aspectos multilaterales.

Asimismo, tanto la utilidad como la viabilidad de la cooperación a nivel internacional son sujeto de debate. Por una parte, hay quienes argumentan que en regímenes cambiarios de libre flotación, los países se encuentran efectivamente aislados de choques externos y, por lo tanto, cuentan con toda libertad para implementar una política monetaria apropiada para sus propias

economías, volviendo innecesaria la cooperación internacional.<sup>2</sup> Incluso para quienes cuestionan esta capacidad de aislamiento de la libre flotación cambiaria, los potenciales conflictos con los mandatos internos de los bancos centrales pueden dificultar el logro de la cooperación monetaria internacional.<sup>3</sup>

En mi opinión, los méritos de la cooperación internacional superan por mucho sus posibles desventajas. De hecho, la crisis financiera mundial ofrece evidencia incuestionable al respecto, ya que sus costos hubieran sido significativamente mayores en ausencia de cooperación. En términos más generales, subrayaría lo siguiente:

- Desde un punto de vista teórico, la existencia de efectos indirectos o secundarios (i.e. *spillovers*) implica la presencia de externalidades. Si estas no son debidamente tomadas en cuenta, es decir, si no se internalizan, los resultados alcanzados serán ineficientes. En otras palabras, se requiere de cooperación en materia de política. Lo anterior es válido incluso bajo regímenes cambiarios flexibles, ya que estos no aíslan completamente a los países de choques externos.
- Los estrechos vínculos e interconexiones que existen en una economía global altamente interdependiente como la actual, generan condiciones que facilitan la proliferación de efectos indirectos, ya que las decisiones

---

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, Friedman, Milton (1953): "The Case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics*, pp. 157-203.

<sup>3</sup> Véase Rey, Hélène (2015): "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", NBER Working Paper No. 21162, May; y Rogoff, Kenneth (1985): "Can International Monetary Policy Cooperation Be Counterproductive?", *Journal of International Economics* 18:199-217, May.

de política y los choques originados en un determinado país o región se transmiten fácilmente al resto del mundo.<sup>4</sup> Por tanto, las potenciales implicaciones para la producción, la inflación y la estabilidad financiera mundiales de las decisiones de política en economías de importancia sistémica son particularmente relevantes.

- El análisis de la naturaleza, la magnitud y la dirección de los efectos indirectos de la política monetaria puede verse complicado por el uso de medidas no convencionales en este ámbito. Por ejemplo, según estudios recientes,<sup>5</sup> la implementación de este tipo de políticas por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos ha tenido un impacto mayor en las variables económicas y financieras de las economías emergentes que en la propia economía estadounidense. Otros retos relacionados incluyen los posibles efectos indirectos derivados del uso prolongado, así como del subsecuente proceso de salida, de dichas medidas.
- Los choques externos resultantes de estos efectos indirectos por lo general se absorberán en buena medida a través de ajustes en el tipo de cambio en países con regímenes cambiarios flexibles. La evidencia empírica muestra que, después de cierto umbral, la depreciación de una

---

<sup>4</sup> Por ejemplo, el Banco de Pagos Internacionales estima que una variación de 100 puntos base en la tasa interbancaria a 3 meses en Estados Unidos induce una variación de 34 puntos base, en la misma dirección, en la correspondiente tasa de interés en el exterior, mientras que el efecto es casi dos veces mayor en el caso de las tasas de bonos gubernamentales a 10 años. En cuanto a los efectos indirectos derivados estrictamente de la política monetaria, las tasas de referencia fuera de Estados Unidos también responden a cambios en la postura de política monetaria en ese país, ya que una variación de un punto porcentual en la tasa de fondos federales está asociada con variaciones de entre 25 y 50 puntos base en otros países. Véase Hofmann, Boris y Előd Takáts (2015): "International Monetary Spillovers", BIS Quarterly Review, September.

<sup>5</sup> Véase Chen, Q., A. Filardo, D. He y F. Zhu (2016): "Financial Crisis, US Unconventional Monetary Policy and International Spillovers", Journal of International Money and Finance 67:62-81, October.

moneda puede tener efectos no lineales sobre la inflación y otras variables macroeconómicas.<sup>6</sup>

- Una situación de incertidumbre como la que enfrentamos en la actualidad refuerza el argumento a favor de la cooperación en materia de política ya que, al incrementar los niveles de volatilidad, es equivalente a un efecto indirecto adicional.

¿Cuáles son las posibles áreas de mejora para la cooperación monetaria internacional?

Paradójicamente, existen acciones que las economías avanzadas pueden llevar a cabo a nivel nacional y, al mismo tiempo, considerarse como una forma de cooperación internacional, en virtud de sus potenciales repercusiones a nivel global.

La primera es en el ámbito de la comunicación. Como ya se mencionó, en el contexto actual, una fuente latente de efectos indirectos se deriva del considerable nivel de incertidumbre que prevalece sobre el futuro de la política monetaria en las economías avanzadas. En particular, existe preocupación en los mercados en torno a los tiempos y la trayectoria específica del proceso de salida del uso de medidas no convencionales, conforme la postura de política monetaria en esas economías se normalice. Con el fin de contener los posibles riesgos para la estabilidad macroeconómica

---

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, Caselli, F. y A. Roitman (2016): "Non-Linear Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets", IMF Working Paper No. 16/1, January; y Jašová, M., R. Moessner y E. Takáts (2016): "Exchange Rate Pass-Through: What Has Changed Since the Crisis?", BIS Working Paper No. 583, September.

y financiera, es esencial contar con una estrategia de comunicación clara y efectiva. Aunque se han logrado avances importantes en esta materia, en buena medida como resultado de la experiencia con el episodio del llamado “*taper tantrum*” de mediados de 2013, los malentendidos que se han continuado observando en relación con las posibles acciones de política monetaria en algunas economías avanzadas, son un recordatorio de la extrema sensibilidad de los mercados a los comentarios de sus bancos centrales.

La segunda tiene que ver con la combinación de políticas en las economías avanzadas. Es bien sabido que la respuesta de política en estos países a la crisis financiera mundial ha descansado excesivamente en la política monetaria, sin el apoyo adecuado de medidas de ajuste fiscal y, en especial, estructural. En ausencia de fuentes alternativas de apoyo para la actividad económica por el lado de la demanda y de la oferta, las tasas de interés han alcanzado niveles más bajos a lo que se habría observado bajo una respuesta de política más balanceada, generándose así efectos indirectos hacia el exterior de una intensidad mayor.

No obstante, más allá de estas acciones a nivel nacional, existen muchas posibles opciones para fortalecer la cooperación desde un punto de vista estrictamente internacional. Algunas de ellas se pueden implementar con relativa facilidad, mientras que otras requieren una fuerte voluntad política, así como de un mayor reconocimiento del interés propio que se deriva de la cooperación internacional. Permítanme darles algunos ejemplos:

- Las economías avanzadas deben estar plenamente conscientes de las repercusiones internacionales de sus acciones de política monetaria. La incapacidad para reconocer el alcance y magnitud de los efectos indirectos asociados exacerba las dificultades que otras economías, particularmente las emergentes, pueden enfrentar.<sup>7</sup> Esto también complica la situación de las economías avanzadas, ya que los efectos indirectos de sus políticas pueden generar un efecto “búmeran”. Aunque se han logrado algunos avances en este sentido, estos se encuentran aún lejos de ser satisfactorios. Las economías avanzadas deben realizar de manera regular evaluaciones más rigurosas sobre las repercusiones internacionales de sus decisiones de política, particularmente en virtud de que el apretamiento de las condiciones financieras resultante del abandono de posturas de política monetaria extremadamente acomodaticias puede generar riesgos de consideración para las economías emergentes y afectar a las propias economías avanzadas.
- En estrecha relación con lo anterior, es necesaria una mayor investigación, desde distintas fuentes, sobre los efectos indirectos y “búmeran” de la política monetaria. Es ampliamente aceptado que nuestro entendimiento sobre este tema es relativamente limitado. No obstante, los esfuerzos para superar esta situación son todavía

---

<sup>7</sup> Para un resumen de los efectos que las políticas monetarias no convencionales de las economías avanzadas han tenido sobre los países emergentes en años posteriores a la crisis financiera mundial véase, por ejemplo, Özatay, Fatih (2016): “The Policy Response in Emerging Market Economies in the G-20”, Capítulo 8 de “Managing Complexity: Economic Policy Cooperation after the Crisis”, Brookings Institution Press.

insuficientes.<sup>8</sup> Considero que esta es una tarea que debe ser llevada a cabo por múltiples participantes, incluyendo las instituciones internacionales, las economías avanzadas, las economías emergentes y la academia. La diversidad en las fuentes de investigación es especialmente relevante, debido al potencial que existe de obtener conclusiones contradictorias con base en los estudios realizados por las fuentes oficiales de los países involucrados.

- Es necesario contar con una red de seguridad financiera global fuerte, eficiente y con fondos adecuados. Aunque podría argumentarse que esta ya se ha fortalecido como resultado de los esfuerzos individuales de algunos países, sobre todo en las economías emergentes, para acumular reservas internacionales, la dependencia exclusiva en esta estrategia podría ser costosa, ineficiente y potencialmente distorsionante.<sup>9</sup> Un enfoque más balanceado para la mejora de la red de seguridad financiera global debe considerar varias acciones adicionales. Primero, el Fondo Monetario Internacional debe consolidar su posición como el componente central de la red de seguridad financiera global, con base en una mayor disponibilidad de recursos propios, mismos que pueda movilizar a través del establecimiento de mayores y mejores

---

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, Chen, Q., A. Filardo, D. He y F. Zhu, Op. Cit.; International Monetary Fund (2014): “2014 Triennial Surveillance Review—Overview Paper”, IMF Policy Paper, July; Blanchard, Olivier (2017): “Currency Wars, Coordination, and Capital Controls”, International Journal of Central Banking 13(2):283-308, June; y Rogoff, Kenneth (2013): “Comment on ‘International policy coordination: present, past and future’ by John B Taylor”, en BIS Working Paper No. 437, December.

<sup>9</sup> Además de los costos financieros asumidos por cada país asociados a las operaciones de esterilización requeridas, posiblemente exacerbados por la incertidumbre sobre su nivel óptimo y el consecuente exceso en el uso de esta medida, la acumulación de reservas internacionales puede tener efectos significativos en el exterior, incluyendo el aumento de desequilibrios globales en las cuentas externas, presiones a la baja sobre las tasas de interés internacionales, distorsiones en la valoración de activos y estrategias de inversión con un mayor énfasis en la búsqueda de rendimientos.

mecanismos de financiamiento para sus miembros. Segundo, como lo ha demostrado la experiencia durante las primeras etapas de la crisis financiera mundial, la provisión internacional de liquidez se puede agilizar de manera eficiente mediante líneas de crédito recíproco entre bancos centrales.<sup>10</sup> Por último, se requieren más esfuerzos para elevar el papel de los acuerdos financieros regionales, por ejemplo a través de una mejor coordinación con el FMI.<sup>11</sup>

- El esquema actual de gobernanza internacional sigue caracterizándose por una subrepresentación estructural de las economías emergentes, pues ha sido incapaz de adaptarse, incluso considerando las acciones tomadas durante la crisis financiera mundial, a los cambios suscitados por el cada vez más importante papel de estas economías en los sistemas económico y financiero globales.<sup>12</sup> Sin duda, otros acontecimientos recientes, tales como la transformación del G-20, que incluye a las principales economías avanzadas y emergentes, en un foro crucial para la cooperación internacional, son pasos en la dirección correcta. No obstante, de persistir las deficiencias observadas, la credibilidad y la legitimidad de las principales instituciones

---

<sup>10</sup> Los emisores de monedas de reserva, en particular, siguen mostrándose reacios incluso a restablecer la red de líneas de crédito recíproco introducida en el contexto de la crisis. Lo anterior se debe, principalmente, a las preocupaciones relativas al mayor riesgo moral que dicha red puede generar entre las economías emergentes, además de otros riesgos que no son fáciles de disminuir a través del uso de garantías.

<sup>11</sup> Ciertamente, los acuerdos financieros regionales enfrentan otros retos, tales como un acceso desigual entre los países, una limitada disponibilidad de recursos, criterios rígidos para otorgar financiamiento e incertidumbre ante la falta de evidencia relevante en relación con su confiabilidad más allá de periodos de corto plazo.

<sup>12</sup> Por ejemplo, la 14ª Revisión General de Cuotas del FMI consideró, dentro del contexto de la duplicación de los recursos del Fondo provenientes de cuotas, un incremento en la participación correspondiente a las economías emergentes y en desarrollo de alrededor de 3 puntos porcentuales, a 42.4 por ciento. Sin embargo, dicha asignación continúa en niveles bajos al tomar en cuenta la participación de casi 60 por ciento de estas economías en el total de la producción global (con base en el PIB ajustado por paridad del poder de compra).

multilaterales y, por ende, su relevancia para la cooperación internacional, se encuentran en riesgo de enfrentarse a un deterioro aun mayor.

- Aunque los mecanismos de supervisión (i.e. *surveillance*) internacionales han estado en vigor durante un largo periodo, su incapacidad para identificar de manera oportuna la acumulación de riesgos y desequilibrios macroeconómicos y financieros que llevaron a la crisis financiera mundial, es un claro indicador de su rezago con respecto a los crecientes y complejos vínculos tanto entre países como entre medidas de política. Sin duda, los esfuerzos multilaterales y nacionales desplegados desde entonces para expandir y fortalecer la supervisión son bienvenidos.<sup>13</sup> Sin embargo, si estos mecanismos de monitoreo han de representar una pieza fundamental como parte de la cooperación internacional, es necesario enfrentar adecuadamente diversos retos. Uno de ellos se relaciona con la importancia de comprender mejor los efectos indirectos y “búmeran” mencionados anteriormente. Otro es la necesidad de realizar mayores esfuerzos para formular recomendaciones explícitas de cooperación internacional, junto con la adecuada coordinación entre las instituciones involucradas—por ejemplo, a través del FMI—y un seguimiento periódico de los resultados alcanzados. Aunque las valoraciones externas, imparciales y creíbles por uno o varios organismos

---

<sup>13</sup> Entre estos, vale la pena destacar el Proceso de Evaluación Mutua del G-20; el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de la Unión Europea; el mayor énfasis puesto por el FMI sobre los efectos indirectos, así como sobre la supervisión financiera tanto por parte de esta Institución como de otras, incluyendo el Banco de Pagos Internacionales y el Consejo de Estabilidad Financiera; y otros mecanismos de supervisión plasmados en acuerdos regionales como la Iniciativa Chiang Mai de Asia del Este.

técnicamente calificados constituyen una aportación valiosa para la formulación de políticas internas, así como una guía para dirigir los esfuerzos de cooperación internacional, su conjunción con propuestas concretas sobre estos últimos puede reforzar de manera sustancial la utilidad y efectividad de la labor de supervisión.

Los retos para la supervisión se ven acentuados por las dificultades para inducir a los países participantes a adherirse a las propuestas de política y cooperación. Para este fin, la presión de pares, aunque deseable y en efecto útil, ha demostrado ser insuficiente por sí sola. Por otro lado, un enfoque prescriptivo sería naturalmente rechazado en virtud de sus implicaciones para la soberanía de un país. El uso de sanciones previamente acordadas en regiones con un fuerte compromiso político hacia la integración ya ha sido probado. Sin embargo, como es bien sabido, incluso en estos casos aislados y difíciles de replicar, los resultados distan de ser satisfactorios. Las dificultades ligadas a los esfuerzos para dotar a la función de supervisión de facultades más vigorosas, han quedado demostradas por la renuencia por parte de algunas instituciones multilaterales de utilizar herramientas legalmente a su disposición, pero con implicaciones potencialmente controversiales.<sup>14</sup> Este es claramente un tema de alta complejidad, pero debemos seguir buscando mecanismos eficientes para la ejecución de las medidas resultantes, y al menos incentivar a las instituciones

---

<sup>14</sup> Por ejemplo, el FMI ha recurrido a procedimientos especiales de supervisión bilateral (actualmente bajo la forma de consultas *ad hoc* del Artículo IV) sólo en muy pocas ocasiones, a pesar de tratarse de una disposición que ha estado vigente durante casi 40 años.

internacionales a utilizar todos los instrumentos a su disposición siempre que sea necesario.

Para concluir, sólo quisiera destacar que, en el contexto de una economía mundial que está mejorando pero que aún enfrenta enormes retos, la necesidad de complementar los esfuerzos de política en las economías emergentes con una mayor cooperación internacional no debería, en mi opinión, ser motivo de mayor debate. Existen muchas vías posibles para avanzar en esta dirección, aunque con un grado variable de complejidad. Desafortunadamente, a pesar de las medidas implementadas como resultado de la crisis financiera mundial, como en episodios previos el impulso hacia la cooperación ha perdido fuerza. Los consecuentes riesgos son evidentes. Espero que no estemos presenciando nuevamente la experiencia histórica de vaivenes en la cooperación internacional, que nos haga esperar hasta que otra crisis se presente para avanzar de manera perceptible hacia los resultados que necesitamos.