

## XXXII Reunió Cercle d'Economia

*Divendres 27 de maig*

### **Perspectives financeres i econòmiques internacionals**

- **Pol Antrás**, Robert G. Ory Catedràtic d'Economia de la Harvard University
- **David Vegara**, Professor d'ESADE Business School i Secretari d'Estat d'Economia (2004-2009)
- **José Viñals**, Conseller Financer i Director del Departament d'Affers Monetaris i Mercats de Capitals del FMI

El primer ponente de la sesión, **David Vegara**, compartió con sus asistentes una serie de imágenes de los que, en su opinión, son los principales factores a considerar al hablar de las actuales perspectivas económicas a nivel internacional.

En primer lugar, el ponente puso el acento en la caída del precio del petróleo entre 2014 y 2016, y en la gran paradoja por la cual –pese a derivar de razones geoestratégicas claramente identificadas y llegar en un momento de menor dependencia del crudo en países como Estados Unidos– ha sido, en general, mal recibida por los países desarrollados.

En segundo, Vegara quiso hablar de China pero indicó que, para hacerlo, era necesario corregir primero la escala... No en vano, el gigante asiático crece hoy a tasas cercanas al 6%, pero ese notable crecimiento ha de ponerse en contraste con el ritmo de más de un 9% que se produjo hasta 2015.

Sobre China, el ponente apuntó que está inmersa en tres grandes transiciones estrechamente interrelacionadas: la del cambio de su modelo productivo, hasta ahora muy basado en las exportaciones; la emprendida para reducir su elevado nivel de apalancamiento, cuya respuesta por parte del sector público ha jugado un papel importante en la desaceleración y ha impartido unos elevados niveles de deuda sobre PIB; y, en tercer lugar, la orientada a encontrar un nuevo tipo de cambio, tras un periodo en que su principal determinación ha sido no alterar la diferencia cambiaria con el dólar.

La siguiente idea versó también sobre China, pero en su dimensión fiscal. Según Vegara, si a los moderados niveles de déficit chinos les sumamos la actividad extra presupuestaria –lo que el FMI denomina *déficit aumentado*–, se alcanzan unos niveles que vuelven legítimo preguntar si va a haber o no una agenda para atajarlos.

Ya en clave global, el ponente quiso poner énfasis en los flujos de bienes y servicios: según él, los grandes olvidados y una de las realidades económicas que no se ha recuperado todavía desde el inicio de la crisis.

Vegara quiso glosar también brevemente la situación de Estados Unidos, de la que destacó el dinamismo que ha permitido a su Banco Central aumentar sus tipos de interés por primera vez desde 2006, o su tasa de empleo, que ya se encuentra apenas a medio punto porcentual de distancia de los niveles pre-crisis. El ponente no obvió sin embargo que su tasa de participación en el mercado de trabajo sí ha sufrido un revés durante la crisis que no se ha corregido todavía, y aventuró que quizás esa es una de las causas de la enorme prudencia que ha caracterizado en los últimos tiempos a su política monetaria.

Tras una breve alusión a su agregado monetario, Vegara abordó en el último bloque de su intervención la situación europea. Al respecto, afirmó compartir muchas de las críticas que se han vertido sobre sus *policy makers* –tardanza, falta de anticipación, discusiones eternas...–, pero reconoció a la vez que los avances que se han dado en la Unión Europea en materia de integración económica no son en absoluto menores.

También celebró que, en un momento en que el proyecto europeo no goza de la mayor popularidad, la respuesta de la Unión haya sido, precisamente, la de *más Europa*, y realizó una panorámica de las que, en su opinión, son las mejores y las peores noticias que nos llegan en clave europea.

Del lado de las buenas noticias, apuntó al aumento de la coordinación de las políticas económicas mediante el denominado *fiscal compact*, a los nuevos mecanismos de respaldo financiero como el MEDE, inimaginables hace sólo unos años, o a los avances en aras de la unión bancaria, que tienen pendiente en todo caso abordar, por ejemplo, la creación de un fondo de garantía de depósitos.

Las malas noticias son en cambio la existencia de mecanismos inacabados –como el DGS o el *backstop* común–, la falta de avances en aras de la integración fiscal o la atonía económica, que acreditan el QE o los tipos negativos.

A continuación, tomó la palabra **Pol Antrás**, quien centró su intervención en la desaceleración del comercio mundial. Al respecto, el ponente quiso empezar documentado en qué ha consistido y a qué niveles ha llegado exactamente. En líneas generales, puede afirmarse que entre 2002 y 2007 el comercio mundial creció de forma notable a tasas de alrededor del 7%, para luego colapsar en 2008 y 2009 y repuntar de nuevo en 2010, en que empezó a crecer de nuevo pero a un ritmo del orden del 3%.

Es muy ilustrativo asimismo analizar la ratio de comercio mundial respecto al PIB, que creció extraordinariamente durante la década de 1990, se interrumpió abruptamente en los años 2008 y 2009, y que, a partir de 2010, ha mostrado un completo estancamiento y discurre año tras año de forma plana.

Para Antrás, este último es precisamente el fenómeno a abordar para entender esta cuestión; no se trata tanto de analizar el estancamiento de los últimos años, sino lograr explicar el por qué de su fulgurante avance entre los años 1990 y 2000.

Por eso, el ponente abordó a continuación las posibles causas de este fenómeno, y se refirió primero a tres efectos de composición. En primer lugar, la caída en el crecimiento de los países emergentes ampara la hipótesis de que, al ser demarcaciones abiertas al comercio, al estancarse han afectado al comercio mundial. Antrás afirmó sin embargo no haber detectado una gran correlación entre crecimiento del PIB y la apertura económica. En segundo, la caída del peso del sector manufacturero en el PIB mundial a favor del sector servicios podría haber incidido en el comercio mundial, y aquí el ponente si apuntó que las exportaciones en el sector servicios no presentan una tendencia muy clara. Y, en tercer lugar, el comercio mundial podría haberse resentido por la caída de la inversión respecto al PIB. Antrás se refirió a este tercer efecto de composición como al más importante en el corto y quizás también en el largo plazo, ya que el grueso del comercio mundial tiene que ver con los bienes de capital, y, por lo tanto, este es sensible a las oscilaciones en la inversión.

El ponente se preguntó a continuación hasta qué punto esa bajada en la inversión es cíclica o tiene visos de estructuralidad... La tesis predominante parece la primera, pero Antrás no se mostró tan confiado. Bajo su criterio, si observamos la tasa de inversión en

diferentes países y distintos momentos a lo largo de la historia y cómo se relaciona con el PIB, se observa una relación muy clara entre tasas de inversión y niveles de desarrollo.

Tras realizar este apunte, el ponente añadió que el factor fundamental para entender lo que está pasando con el comercio mundial es el análisis de las denominadas cadenas de valor global o GVCs (del inglés, *global value chains*).

Estas cadenas, por las cuales las empresas dejaron de producir a nivel local para empezar a comprar en todas partes, proliferaron extraordinariamente entre la década de 1990 y el año 2000 en base a tres factores: la desaparición de las barreras tecnológicas al comercio internacional y al *offshoring*; la de las barreras regulatorias al comercio –liberalización multilateral de 1947, NAFTA, Mercosur...–; y los cambios políticos que ampliaron el alcance de la globalización a China, Europa del Este o India.

La generación de valor añadido de los GVCs mediante el recurso a varios países hizo que el proceso productivo generara muchos más flujos brutos para dar lugar al mismo valor, y, por lo tanto, condujo durante su *boom* a un incremento de la ratio de comercio mundial respecto al PIB.

Pero esa tendencia se interrumpió abruptamente en 2009, y desde entonces esas cadenas de valor global se han recuperado pero avanzan a un ritmo muy inferior. ¿Por qué? Según Antràs, porque las empresas recurren mucho menos a suministradores extranjeros en sus procesos de producción.

A título de cierre, el ponente quiso apuntar alguna otra explicación plausible a la desaceleración del comercio mundial, refiriéndose por ejemplo a la incertidumbre –ya que el colapso de 2009 es todavía reciente en términos históricos– o al proteccionismo, sobre el que se mostró escéptico porque, en puridad, las barreras arancelarias se han mantenido en los últimos años prácticamente inalteradas.

Habló a continuación **José Viñals**, quien afirmó en primer lugar que, para entender las perspectivas económicas y financieras internacionales, hay que empezar haciendo un dietario de las transiciones más importantes que están produciéndose en la actualidad a nivel mundial.

De entre las mismas, el ponente quiso destacar *cuatro más una*: la transición hacia un mundo en que los precios de las materias primas y el petróleo son más reducidos que en el pasado; la que está llevando a cabo China, segunda economía mundial; la de orden monetario, con divergencias entre la política estadounidense y las promovidas por la Unión Europea y Japón; la acometida por el sistema financiero para adaptarse a la nueva realidad post-crisis; y, como transición adicional, las de tipo político, de entre las que Viñals se refirió al referéndum británico del mes de junio, a la repetición de las elecciones generales en España o a los comicios que celebrarán a finales de año en Estados Unidos.

Estas cinco transiciones, sumadas a cuestiones geopolíticas como la crisis de los refugiados o la amenaza terrorista, son las que configuran la confianza social: el que, para el ponente, constituye el verdadero impedimento para la recuperación económica y financiera completa.

Realizada esta primera reflexión, Viñals equiparó la evolución reciente del crecimiento del PIB mundial al colesterol, del que existe una modalidad buena y otra mala. En términos económicos, el *colesterol bueno* es la extraordinaria recuperación a partir de

2009, pero el malo es que el actual contexto de crecimientos interanuales del orden del 3% equivale a volar con dos motores en lugar de cuatro... Al cabo de ese vuelo al ralenti, nos encontramos inmersos en la que el ponente definió como una recuperación decepcionante, en que las sucesivas previsiones del FMI se han visto incumplidas y reemplazadas por un avance plano del PIB mundial.

En paralelo a esta recuperación económica modesta, desigual y sujeta además a riesgos considerables, la del sector financiero discurre por una senda parecida...

Si bien Viñals reconoció que la situación de los bancos es hoy mucho más positiva en términos de solvencia y liquidez a la de los años de mayor virulencia de la crisis, los riesgos de inestabilidad en su contexto no sólo no han disminuido, sino que han tendido a aumentar, como resultados de las incertidumbres referidas en el arranque de su intervención y con consecuencias tan nefastas como la tormenta de 2015, en que el precio de las cotizaciones bursátiles y las materias primas cayó extraordinariamente en paralelo al aumento de la volatilidad.

Preguntándose a sí mismo si aquel fue un episodio aislado o la señal de un problema de fondo en el sistema financiero, el ponente se decantó del lado de esta segunda tesis. En su opinión, ese y otros episodios reflejan incertidumbres y vulnerabilidades que hay que atajar.

En el caso de las economías avanzadas, Viñals afirmó que sus entidades financieras están sujetas a retos importantes de carácter cíclico y estructural: una cuestión de gran importancia porque de ellas depende aumentar la capacidad de préstamo, que ha de estar en la base de cualquier recuperación económica que se precie de serlo.

Entre esos retos, el ponente indicó que, si se presta atención a los *price-to-book ratios*, salvo en Estados Unidos, la valoración bursátil de los bancos es muy reducida y, desde principios de año, ha caído.

Esto se debe a que los bancos están sometidos a muchas y muy diversas presiones: las perspectivas de crecimiento son modestas, se prevé además una baja inflación y los tipos de interés negativo acaban de contribuir a contraer los márgenes de intermediación, pero es que, además, las entidades enfrentan no pocos retos regulatorios, un cambio en el apetito por el riesgo y la dura competencia no sólo de la banca en la sombra, sino también de empresas tecnológicas que empiezan a suministrar productos financieros.

La banca ha de lograr por lo tanto modificar sus modelos de negocio para adaptarse a la realidad post crisis, manteniendo naturalmente unas tasas de rentabilidad razonables.

Para auditar en qué punto se encuentra el sector en esa asignatura, el FMI ha llevado a cabo un análisis que ha repartido a las entidades de todo el mundo en tres grupos: el de las que ya cuentan con modelos de negocio adecuados, el de las que tienen pendiente esa reforma, y el de las que están seriamente amenazados.

Y si en Estados Unidos el 85% se encuentran en el primer grupo y el 15% restante en el segundo, en Europa en cambio hay un 50% de adecuados, un 20% a reformar... y nada menos que un 30% amenazados.

Viñals tildó de muy grave este problema, e instó a Europa a trabajar para solucionar la debilidad de algunos de sus bancos.

En cuanto a la situación financiera de los países emergentes, el ponente volvió a poner el foco en China e incidió especialmente en el enorme endeudamiento de sus empresas, equivalente nada menos que al 160% de su PIB y de las cuales un 14% ahora mismo no tienen la capacidad de servir los intereses de su deuda.

Cabe esperar por lo tanto un aumento de la morosidad, que, en loor de la escala china, podría tener asociadas pérdidas bancarias potenciales equivalentes al 7% del PIB: una cifra manejable por suerte para el país, pero que podría impactar negativamente en la estabilidad china, y, por extensión, en el crecimiento económico mundial.

A modo de cierre, Viñals se preguntó en voz alta si estamos al borde de una crisis y respondió con un no enérgico, si bien matizó que sí existe un riesgo de estancamiento económico y financiero, en virtud de unas tasas de crecimiento e inflación mediocres que impactará además en los sectores bancario, de los seguros o de los fondos de pensiones.

El ponente contempló en ese sentido tres escenarios posibles: el mantenimiento de una recuperación modesta; que los *shocks* financieros y políticos o los errores en política económica nos conduzcan a un estancamiento, en virtud del cual el mundo perdería un año entero de crecimiento por cada cinco; o que las políticas económicas equilibradas nos conduzcan a un crecimiento más solido, ganando en cambio medio año de crecimiento por lustro.

Por último, Viñals instó a que las políticas monetarias no sean las únicas que intervengan en el devenir de la economía, y solicitó que estas se combinen con otras de orden fiscal, financiero y estructural.

En el espacio dedicado al debate, Pol Antrás afirmó sobre el TTIP que es un acuerdo difícil de evaluar por su complejidad y porque todavía no se conoce en toda su extensión, pero consideró que hasta ahora el debate en torno al mismo ha girado demasiado alrededor de las bajadas de las barreras arancelarias, cuando resulta en cambio mucho más prioritario el relativo, por ejemplo, a la armonización de estándares.

Sobre si este mega acuerdo es o no necesario, el ponente consideró que sí si se atiende al actual estancamiento, pero reconoció que incorpora aspectos políticos muy delicados en áreas como la de los transgénicos o la propiedad intelectual que lo vuelve escéptico sobre la posibilidad de que acabe llevándose a cabo.

En relación al Brexit, Antrás consideró normal que se observe con preocupación fuera y dentro del Reino Unido, y reconoció que un voto favorable al mismo crearía incertidumbre y tendría efectos comerciales negativos, por bien que afirmó que en la discusión sobre esa salida de la Unión Europa intervienen también aspectos políticos y de soberanía que conviene no obviar.

Por su parte, y todavía sobre el Brexit, José Viñals coincidió en que generaría incertidumbre no ya en el Reino Unido sino en los mercados en general, y que podría tener graves consecuencias en el potencial de crecimiento de la economía británica.

Pero, más allá de esos aspectos, la hipotética salida del Reino Unido de la UE tendría asociado un importante valor simbólico que alentaría una cierta desconfianza hacia Europa, con un elevado riesgo de contagio a nivel internacional.