

El paper dels desequilibris globals 10 anys després

Deu anys després de l'esclat de la gran crisi econòmico-financera global, l'economia mundial creix a cotes properes al 4% anual, un ritme raonablement elevat. La majoria de projeccions apunten a la continuïtat d'aquesta tendència a mitjà termini. No obstant això, en aquest escenari d'avanços notables, alguns factors de risc ben coneguts tornen a incomodar. Entre ells, els desequilibris globals.

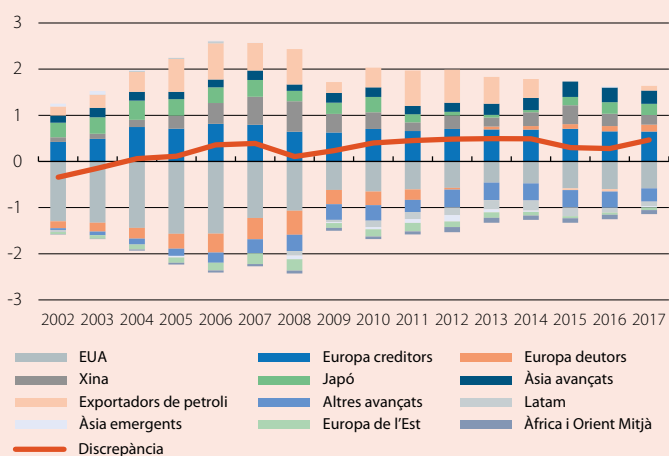
Però, quan parlem de desequilibris globals, a què ens referim exactament? En general, entenem els desequilibris globals com una situació de dèficits i de superàvits per compte corrent elevats i persistents que poden tenir repercussions globals. La presència de dèficits (i superàvits) per compte corrent no és preocupant *a priori*, ja que poden ser el resultat de moviments òptims de capitals

des de països amb baixes perspectives de creixement (els superavitaris) cap a països amb millors perspectives futures (els deficitaris). No obstant això, si aquests dèficits (i superàvits) s'originen, per exemple, a través de polítiques fiscals fortament expansives, d'un excés d'estalvi (motivat per un escenari amb elevada aversió al risc) que es dirigeix a països estrangers amb un ventall desenvolupat d'actius segurs o de polítiques mercantilistes, sí poden ser motiu d'inquietud.

Una combinació d'aquests factors va generar, precisament, uns desequilibris globals preocupants al començament del mil·lenni. Així, mentre que, en els primers anys de la dècada dels 2000, la suma dels dèficits per compte corrent a tot el món no superava l'1% del PIB mundial, el 2007 superava el 2,5% (vegeu el primer gràfic). Un augment que, òbviament, també es donava pel costat dels superàvits. Així mateix, aquest increment a banda i banda del compte corrent es va concentrar en uns pocs països. En el pla superavitari, les fortes pujades van provenir de l'Europa central (amb Alemanya com a estandard); dels països exportadors de petroli, que es van beneficiar del fort repunt

Desequilibris globals: saldos de la balança per compte corrent

(% del PIB mundial)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, abril del 2018).

del preu del petroli (des dels gairebé 30 dòlars per barril de qualitat Brent de l'any 2000 als més de 100 dòlars el 2007), i de la Xina, on el fort estalvi del país asiàtic a la recerca d'actius segurs i les polítiques neomercantilistes de suport als sectors exportadors van ser elements impulsors clau dels desequilibris globals.¹ A l'altre costat del tauler, els creixents dèficits fiscals als EUA i en nombrosos països de l'Europa perifèrica van ser un factor important en l'increment dels desequilibris globals² (la hipòtesi dels *twin* dèficits, que preconitza que les polítiques fiscals massa expansives disminueixen l'estalvi nacional net i agreugen la dependència de l'exterior, va adquirir rellevància en aquesta dècada).³

Aquesta acumulació dels desequilibris durant els primers anys de la dècada dels 2000 va exacerbar les conseqüències de la crisi del 2008. L'aturada sobtada en els fluxos internacionals de capitals que es va produir després del col·lapse de Lehman Brothers va obligar les economies molt dependents de l'estalvi extern (i, per tant, amb un voluminós dèficit per compte corrent) a retallar de forma abrupta la despesa, la qual cosa va deprimir l'activitat econòmica. Així mateix, la forta interconnexió global entre les principals economies, mitjançant els fluxos comercials i financers, va propiciar que el problema adquirís dimensió mundial.

Cal destacar que, després de l'esclat de la crisi, una gran part dels dèficits i superàvits excessius es van corregir de forma substancial. Així, el dèficit per compte corrent global es va situar el 2012 al voltant de l'1,5% del PIB mundial. Així mateix, va ser destacable la reducció en la dispersió dels saldos corrents dels països. En concret, les majors economies deficitàries van reduir el desequilibri exterior conjunt a la meitat. A tall d'exemple, els EUA, principal responsable de l'elevat dèficit per compte corrent mundial, van arribar a reduir el dèficit en 1 punt de PIB mundial, mentre que, a l'altre banda, la Xina va reduir en gairebé mig punt de PIB mundial el seu superàvit corrent.⁴

1. L'elevat estalvi dels països de l'Àsia emergent és conegut amb el terme econòmic de *global savings glut*.

2. Vegeu l'article «De la Gran Recessió a l'actualitat: els errors de la política monetària i fiscal», en aquest mateix Informe Mensual.

3. Vegeu Chinn, M. (2017), «The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record», Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference.

4. En percentatge dels respectius PIB, els EUA van passar d'un dèficit màxim del 5,8% el 2006 a un de mínim del 2,1% el 2013. La Xina, per la seva banda, va passar d'un superàvit de gairebé el 10% el 2007 a l'1,5% el 2013 (segons les dades de l'FMI, WEO, abril del 2018).

En els últims anys, els desequilibris corrents s'han mantingut estables al voltant d'aquest 1,5%. Tot i que es mantenen encara per damunt dels nivells del començament dels 2000, se situen clarament per sota dels nivells del 2007. Així i tot, dos elements matisen aquesta visió relativament tranquil·litzadora. En primer lloc, l'important impuls fiscal que du a terme l'Administració nord-americana, amb la rebaixa impositiva que va aprovar el Congrés al desembre del 2017 i amb l'augment de despesa previst per al 2018 i el 2019, ampliarà el dèficit corrent nord-americà. Un increment que, sens dubte, repercutirà de forma negativa en els desequilibris globals. No en va, els EUA continuen sent el país amb el dèficit per compte corrent més elevat del món: amb 449.141 milions de dòlars el 2017, representava el 51% del dèficit total que acumula el conjunt de països deficitaris.

En segon lloc, la globalització financera ha afegit una capa de complexitat als fluxos internacionals de capitals que els saldos per compte corrent no capturen. Així, la correcció global dels comptes corrents després de la crisi podria estar amagant riscos financers internacionals encara importants o, fins i tot, a l'alça.⁵ D'una banda, el saldo per compte corrent i, per tant, la seva contrapartida en el compte financer poden haver disminuït en termes nets, però, al mateix temps, els fluxos bruts –entrades i sortides de capital– són molt rellevants, i les seves oscil·lacions poden ser una font rellevant d'inestabilitat. El 2008, per exemple, mentre que, als EUA, el dèficit per compte corrent es va corregir en 30.000 milions de dòlars, la caiguda de les entrades brutes de capitals al país va ser d'1,7 bilions. Aquesta caiguda va reflectir, principalment, l'aturada de fluxos d'entrada europeus als EUA i, en menor mesura, la disminució dels fluxos procedents de l'Àsia emergent. Situació que, d'altra banda, no hauriem pronosticat amb la simple observació dels saldos per compte corrent, ja que la regió europea en conjunt presentava un saldo corrent net equilibrat i era l'asiàtica la que ostentava un superàvit important per compte corrent. El motiu que explica el diferent comportament d'Europa i d'Àsia va ser que els bancs europeus estaven molt exposats als productes financers nord-americans recolzats per hipoteques i els seus homòlegs asiàtics, no.

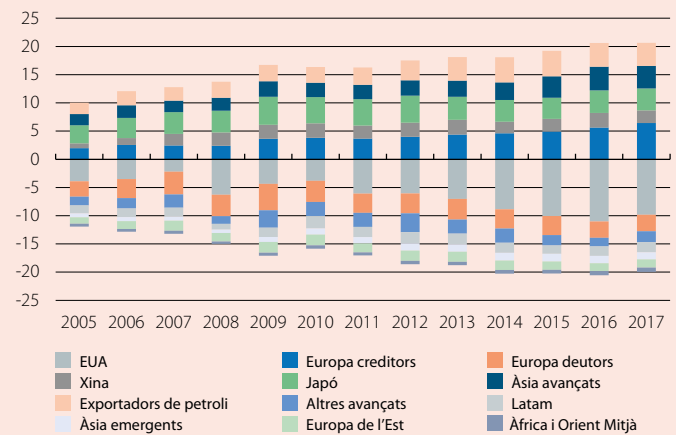
D'altra banda, la forta expansió en les posicions d'actius i passius internacionals dels països matisa la rellevància dels saldos per compte corrent com a mesura de vulnerabilitat macrofinancera. Un elevat *stock* d'actius i passius financers comporta que cada vegada siguin més importants els guanys nets de capital i menys els balanços corrents en el canvi de la posició d'inversió internacional neta de les economies (PIIN),⁶ que, al

capdavant, és el que mostra la capacitat d'aquestes economies de complir les obligacions de pagament a mitjà i a llarg termini. En aquest sentit, en els últims anys, les posicions deutores i creditores externes (indexades per la PIIN) no han deixat de créixer i es continuaran ampliant, segons les estimacions més recents de l'FMI. Una evolució que, sens dubte, afegeix una certa pressió a l'escenari de tranquil·litat que emana d'uns saldos per compte corrent més continguts (vegeu el segon gràfic).

En definitiva, el desenvolupament de la globalització financera ha comportat un nivell de complexitat notable en les relacions macrofinanceres internacionals. Això exigeix analitzar diferents indicadors per poder valorar amb més precisió l'estrès macrofinancer global. Així, malgrat que la reducció dels desequilibris globals des dels màxims del 2007 és simptomàtica d'un nivell més controlat en aquest estrès, les elevades posicions externes deutores d'algunes economies i els significatius fluxos bruts de capitals internacionals ens prevenen en contra d'una visió massa complaent, ja que ens indiquen que alguns focus de vulnerabilitat macrofinancera no s'han esvaït.

Posició de la inversió internacional neta

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, abril del 2018).

Clàudia Canals
CaixaBank Research

5. Vegeu Obstfeld, M. (2012), «Does the Current Account Still Matter?», American Economic Review, 102(3), 1-23. Vegeu, també, Borio, C. E. i Disyatat, P. (2015), «Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously», BIS Working Paper.

6. La PIIN es defineix com la diferència entre l'*stock* d'actius i passius financers externs.