

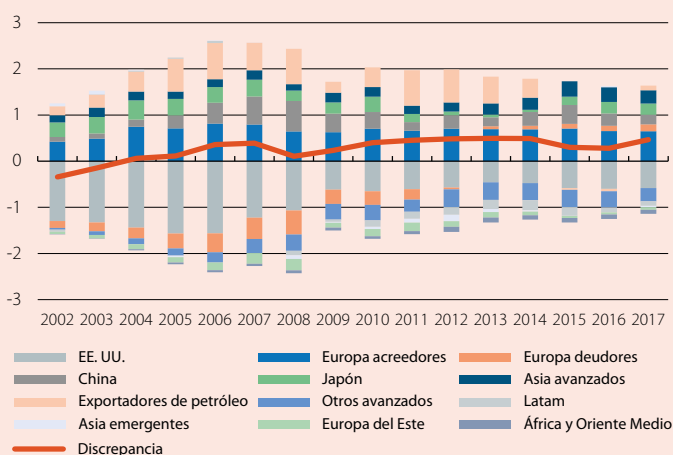
## El papel de los desequilibrios globales 10 años después

Diez años después del estallido de la gran crisis económico-financiera global, la economía mundial crece a cotas cercanas al 4% anual, un ritmo razonablemente elevado. La mayoría de proyecciones apuntan a una continuación de esta tendencia a medio plazo. Sin embargo, en este escenario de avances notables, algunos factores de riesgo bien conocidos vuelven a incomodar. Entre ellos, los desequilibrios globales.

Pero, cuando hablamos de desequilibrios globales, ¿a qué nos referimos exactamente? En general, entendemos los desequilibrios globales como una situación de déficits y de superávits por cuenta corriente elevados y persistentes en el tiempo tales que su existencia puede tener repercusiones globales. La presencia de déficits (y superávits) por cuenta corriente no es algo *a priori*

### Desequilibrios globales: saldos de la balanza por cuenta corriente

(% del PIB mundial)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2018).

preocupante, puesto que pueden ser el resultado de movimientos óptimos de capitales desde países con bajas perspectivas de crecimiento (los superavitarios) hacia países con mejores perspectivas futuras (los deficitarios). Sin embargo, si estos déficits (y superávits) se originan, por ejemplo, a través de políticas fiscales fuertemente expansivas, de un exceso de ahorro (motivado por un escenario con elevada aversión al riesgo) que se dirige a países extranjeros con un desarrollado abanico de activos seguros, o de políticas mercantilistas, sí pueden ser motivo de inquietud.

Una combinación de estos factores dio precisamente lugar a unos desequilibrios globales preocupantes a principios del milenio. Así, mientras en los primeros años de la década de los 2000 la suma de los déficits por cuenta corriente en todo el mundo no superaba el 1% del PIB mundial, en 2007 superaba el 2,5% (véase el primer gráfico). Un aumento que, obviamente, también ocurría por el lado de los superávits. Asimismo, este incremento a ambos lados de la cuenta corriente se concentró en unos pocos países. En el plano superavitario, las fuertes subidas vinieron de la mano de Europa central (con Alemania como estandarte); de los países exportadores de petróleo, que se beneficiaron del fuerte repunte del precio del petróleo (desde los apenas 30 dólares por barril de calidad Brent en el año 2000 a los más de 100 dólares en 2007), y de China, donde el fuerte ahorro del país asiático en búsqueda de activos seguros y las políticas neomercantilistas de apoyo a los sectores exportadores fueron elementos impulsores clave de los desequilibrios globales.<sup>1</sup> Al otro lado del tablero los crecientes déficits fiscales en EE. UU. y en numerosos países de la Europa periférica fueron un factor importante en el incremento de los desequilibrios globales<sup>2</sup> (la hipótesis de los *twin* déficits, que preconiza que las políticas fiscales excesivamente expansivas disminuyen el ahorro nacional neto y agravan la dependencia del exterior, adquirió relevancia en esa década).<sup>3</sup>

Esta acumulación de los desequilibrios durante los primeros años de la década de los 2000 exacerbó las consecuencias de la crisis de 2008. El parón repentino en los flujos internacionales de capitales que se produjo tras el colapso de Lehman Brothers obligó a aquellas economías altamente dependientes del ahorro externo (y, por tanto, con un abultado déficit por cuenta corriente) a recortar de forma abrupta su gasto, lo que deprimió su actividad económica. Asimismo, la fuerte interconexión global entre las principales economías a través de los flujos comerciales y financieros propició que el problema adquiriera envergadura mundial.

Cabe destacar que, tras el estallido de la crisis, gran parte de los déficits y superávits excesivos se corrigieron sustancialmente. Así, el déficit por cuenta corriente global se situaba en 2012 en torno al 1,5% del PIB mundial. Asimismo, fue destacable la reducción en la dispersión de los saldos corrientes de los países. En concreto, las mayores economías deficitarias redujeron su desequilibrio exterior conjunto a la mitad. A modo ilustrativo, EE. UU., el principal responsable del elevado déficit por cuenta corriente mundial, llegó a reducir su déficit en 1 punto de PIB mundial, mientras que, al otro lado, China redujo cerca de medio punto de PIB mundial su superávit corriente.<sup>4</sup>

1. El elevado ahorro de los países de Asia emergente se conoce bajo el término económico de *global savings glut*.

2. Véase el artículo «De la Gran Recesión a la actualidad: los errores de la política monetaria y fiscal» en este mismo Informe Mensual.

3. Véase 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 porcentaje de sus PIB respectivos, EE. UU. pasó de un déficit máximo del 5,8% en 2006 a un mínimo del 2,1% en 2013. China, por su parte, pasó de un superávit de casi el 10% en 2007 a un 1,5% en 2013 (según datos del FMI, WEO, abril de 2018).

En los últimos años, los desequilibrios corrientes se han mantenido estables en torno a este 1,5%. Aunque todavía por encima de los niveles de principios de los 2000, estos se emplazan claramente por debajo de los niveles de 2007. Con todo, dos elementos matizan esta visión relativamente tranquilizadora. En primer lugar, el importante impulso fiscal que está llevando a cabo la Administración estadounidense, con la rebaja impositiva que aprobó el Congreso en diciembre de 2017 y el aumento de gasto previsto para 2018 y 2019, ensanchará el déficit corriente norteamericano. Un incremento que, sin duda, repercutirá negativamente en los desequilibrios globales. No en vano, EE. UU. sigue siendo el país con el mayor déficit por cuenta corriente del mundo: con 449.141 millones de dólares en 2017, representaba el 51% del déficit total que acumulan el conjunto de países deficitarios.

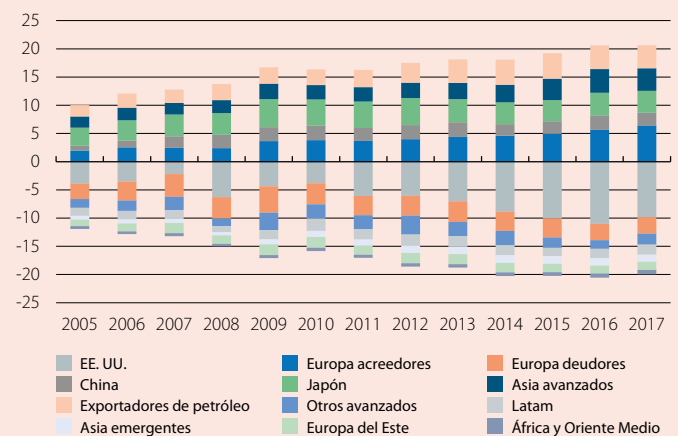
En segundo lugar, la globalización financiera ha añadido una capa de complejidad a los flujos internacionales de capitales que los saldos por cuenta corriente no capturan. Así, la corrección global de las cuentas corrientes tras la crisis bien podría estar enmascarando riesgos financieros internacionales todavía importantes o incluso al alza.<sup>5</sup> Por un lado, el saldo por cuenta corriente y, por lo tanto, su contrapartida en la cuenta financiera puede haber disminuido en términos netos pero, al mismo tiempo, los flujos brutos –entradas y salidas de capital– son muy relevantes y sus oscilaciones pueden ser una fuente relevante de inestabilidad. En 2008, por ejemplo, mientras en EE. UU. el déficit por cuenta corriente se corrigió en 30.000 millones de dólares, la caída de las entradas brutas de capitales al país fue de 1,7 billones. Esta caída reflejó principalmente el parón de flujos de entrada europeos en EE. UU. y, en menor medida, la disminución de flujos procedentes de Asia emergente. Algo que, por otra parte, no hubiéramos pronosticado con la simple observación de los saldos por cuenta corriente, puesto que la región europea en su conjunto presentaba un saldo corriente neto equilibrado y era la asiática la que ostentaba un importante superávit por cuenta corriente. El motivo detrás del diferente comportamiento de Europa y Asia fue que los bancos europeos estaban altamente expuestos a los productos financieros americanos respaldados por hipotecas y sus homólogos asiáticos, no.

Por otro lado, la fuerte expansión en las posiciones de activos y pasivos internacionales de los países matiza la relevancia de los saldos por cuenta corriente como medida de vulnerabilidad macrofinanciera. Un elevado *stock* de activos y pasivos financieros comporta que cada vez sean más importantes las ganancias netas de capital y menos los balances corrientes en el cambio de la posición de inversión internacional neta de las economías (PIIN),<sup>6</sup> que es, al fin y al cabo, lo que muestra la capacidad de dichas economías de cumplir con sus obligaciones de pago a medio y largo plazo. En este sentido, en los últimos años, las posiciones deudoras y acreedoras externas (indicadas por la PIIN) no han dejado de crecer y seguirán ensanchándose según las estimaciones más recientes del FMI. Una evolución que, sin duda, añade cierta presión al escenario de tranquilidad que emana de unos saldos por cuenta corriente más contenidos (véase el segundo gráfico).

En definitiva, el desarrollo de la globalización financiera ha traído consigo un nivel de complejidad notable en las relaciones macrofinancieras internacionales. Ello exige analizar distintos indicadores para poder valorar con mayor precisión el estrés macrofinanciero global. Así, aunque la reducción de los desequilibrios globales desde los máximos de 2007 es sintomático de un nivel más controlado en dicho estrés, las elevadas posiciones externas deudoras de algunas economías y los significativos flujos brutos de capitales internacionales nos previenen en contra de una visión demasiado complaciente al indicarnos que algunos focos de vulnerabilidad macrofinanciera no se han desvanecido.

Clàudia Canals  
CaixaBank Research

**Posición de inversión internacional neta**  
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2018).

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

6. La PIIN se define como la diferencia entre el *stock* de activos y pasivos financieros externos.