



## Los desequilibrios globales y el reequilibrio de la economía mundial

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

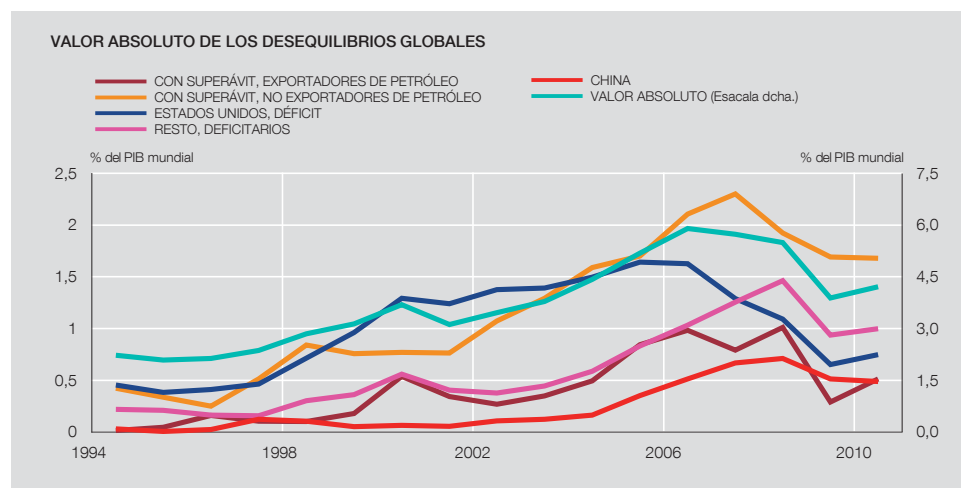
Los desequilibrios globales —entendidos como la existencia de persistentes y elevados déficits de cuenta corriente en determinados países, financiados por los superávits de otros países— han sido uno de los aspectos más característicos del panorama económico mundial en la última década. De hecho, los desequilibrios globales se consideraban, en los años previos a la crisis, uno de los factores de mayor riesgo para la economía global, que podría materializarse a través de la pérdida de confianza en el dólar como moneda de reserva y de un ajuste desordenado de la divisa estadounidense. Si bien este no fue el factor que desencadenó la crisis financiera, a la postre sí que puede argumentarse que los desequilibrios globales reflejaban patrones de crecimiento no sostenibles a nivel mundial y que contribuyeron, a través del reciclaje de liquidez por parte de bancos centrales y fondos de riqueza soberana, a las holgadas condiciones de financiación vigentes en la última década, alimentando los desarrollos financieros que dieron lugar a la crisis<sup>2</sup>.

Un modo habitual de medir los desequilibrios es agregar los saldos de las balanzas por cuenta corriente, en valor absoluto, y expresar la suma en porcentaje del PIB mundial (véase gráfico 1). Este indicador, que era relativamente reducido a mediados de 1990, aumentó considerablemente hasta alcanzar un máximo del 6 % del PIB mundial en 2006, permaneciendo próximo a ese valor hasta el inicio de la crisis económica y financiera mundial. La posterior recesión y el ajuste económico propiciaron un estrechamiento de los desequilibrios, sobre todo en las economías deficitarias, que —al menos, en parte— se ha revelado transitorio. Así, en el último año se ha producido una cierta ampliación de los desequilibrios globales, al hilo de la recuperación económica, de los flujos de comercio y del aumento de los precios de las materias primas.

Entre los países con déficit, la principal contribución a los desequilibrios globales ha venido de Estados Unidos, un país con necesidades netas de financiación elevadas y persistentes, que llegaron a suponer el 6 % de su PIB (462 mm de dólares) y más del 2 % del PIB mundial en 2006. La principal contraparte ha sido el considerable superávit en cuenta corriente de China (el 10,6 % de su PIB y el 0,7 % del PIB mundial) y, en menor medida, de otras economías emergentes de Asia y países exportadores de productos básicos, en particular de petróleo. El elevado superávit por cuenta corriente de China ha ido ganando relevancia e importancia cuantitativa, frente a los superávits por cuenta corriente de otros países no exportadores de petróleo, como Japón, mucho menores y en paulatina reducción (véase gráfico 4). Entre los exportadores de petróleo, destacan los superávits por cuenta corriente registrados por los países del Golfo, Rusia o Noruega. Y, finalmente, otras áreas geográficas (como América Latina o la zona del euro) han presentado en conjunto saldos por cuenta corriente relativamente equilibrados, aunque con divergencias importantes entre países<sup>3</sup>.

La persistencia de los desequilibrios globales sigue planteando cuestiones importantes en torno a su evolución y naturaleza, y sobre la estabilidad de las bases de crecimiento de la economía mundial en los próximos años. Un retorno a los patrones de crecimiento previos a

1. Los autores agradecen la colaboración técnica de Álvaro Claudio. 2. Véanse Obstfeld y Rogoff (2009), Caballero (2009), Bernanke (2011) o Banco de Francia (2011). 3. En la zona del euro, algunos países (España, Grecia o Portugal) llegaron a requerir necesidades de financiación externa neta muy elevadas y otros, como Alemania, han registrado elevados superávits de cuenta corriente.



FUENTE: FMI-WEO (abril de 2011).

la crisis, reflejado en la reproducción de elevados desequilibrios globales, podría sentar las bases de una nueva crisis en el futuro. Por ello, buena parte de los esfuerzos de coordinación internacional en el ámbito macroeconómico —concentrados en torno al objetivo del G 20 de establecer un «marco para un crecimiento fuerte, estable y sostenible»— se basa en el análisis y seguimiento de los desequilibrios globales. En este contexto, cabe preguntarse, por una parte, si la reciente corrección de los desequilibrios mundiales es de carácter más o menos transitoria. Por otra, es relevante analizar si los desequilibrios globales siguen reflejando los mismos factores que antes de la crisis, o si estos se han modificado. Dependiendo de su naturaleza y persistencia, las consideraciones, retos y riesgos que deben plantearse las autoridades económicas serán diferentes. El resto del artículo profundiza en estas cuestiones a partir del análisis de los desequilibrios globales antes y después de la crisis.

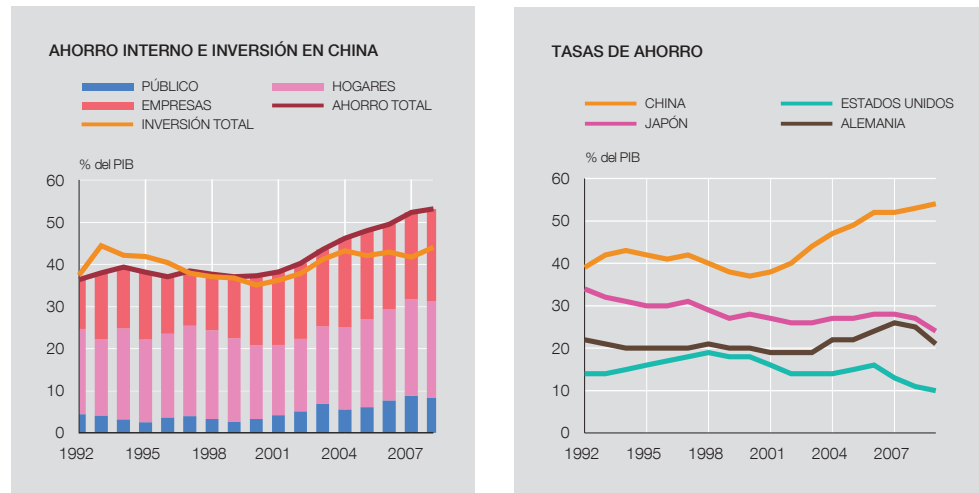
### ***Desequilibrios globales antes de la crisis. Factores estructurales subyacentes***

La considerable ampliación de los desequilibrios globales en el período previo a la crisis reflejaba tanto factores estructurales —diferencias en el nivel de desarrollo económico y financiero, estructura productiva y demográfica, etc.— como notables diferencias entre países en términos de evolución y políticas económicas<sup>4</sup>.

En primer lugar, los crecientes desequilibrios en cuenta corriente reflejaban las tendencias divergentes de las tasas de ahorro e inversión entre los países involucrados. Por un lado, en Estados Unidos, la ampliación de las necesidades de financiación en los años previos a la crisis se fundamentaba en un patrón de crecimiento fuertemente sesgado hacia el consumo privado, con una baja tasa de ahorro, que, además, fue reduciéndose progresivamente, en un contexto de condiciones de financiación extraordinariamente holgadas. Durante la última fase expansiva, este patrón se reprodujo en otras economías avanzadas —como Reino Unido, algunos países del área del euro (entre ellos, España) y los nuevos miembros de la Unión Europea—.

Por el contrario, en China y en otras economías emergentes de Asia los superávits por cuenta corriente reflejaban un patrón de crecimiento caracterizado por elevadas tasas de ahorro y por una demanda interna constreñida; y, por tanto, muy dependiente de las exportaciones. El elevado ahorro privado, tanto por parte de las familias como por parte de las empresas, cuyo dinamismo excedía al de la inversión, era particularmente destacable en China. Como se observa en el gráfico 2, la tasa de ahorro china no solo se ha mantenido en los

4. Véase Blanchard y Milesi-Ferretti (2009) para un análisis detallado.

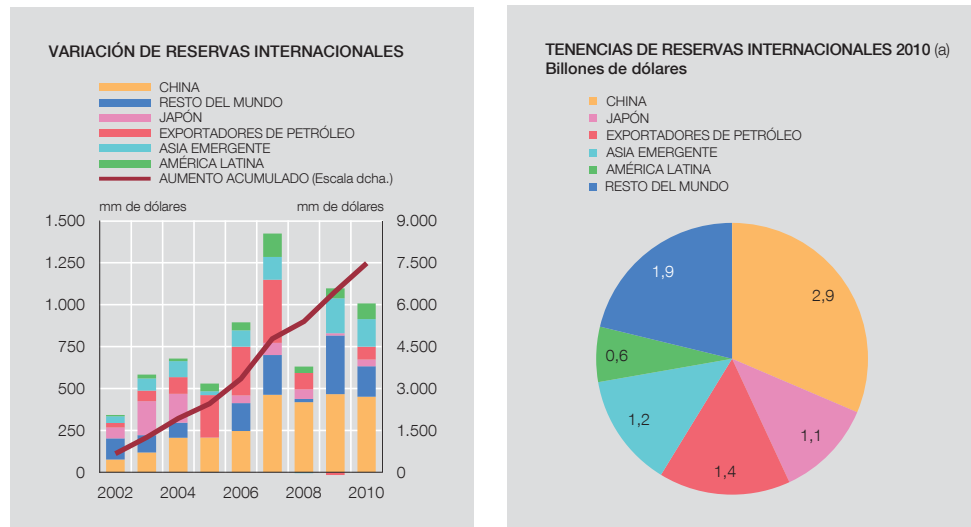


FUENTES: CEIC y Banco Mundial.

elevados niveles que registraba a principios de los noventa —muy por encima de otros países exportadores netos de capital—, sino que ha tendido a aumentar hasta superar el 50 % del PIB, en gran medida por el aumento del ahorro corporativo. Existe un importante debate en torno a las causas de esta elevada tasa de ahorro y de su progresivo incremento, aunque hay consenso sobre su carácter estructural, reforzado por las políticas económicas. Se discute si las elevadas tasas de ahorro de las familias responden a una elevada propensión personal al ahorro, atribuida a su vez a factores como la insuficiente red de protección social que potencia el ahorro precautorio, a factores demográficos [Ma y Yi (2010)] o a factores culturales [véase Zhou (2011)]. Por otra parte, la alta tasa de ahorro corporativa es atribuida a la política de bajos dividendos, que puede explicarse por las distorsiones generadas en unos mercados financieros insuficientemente desarrollados, que dificultan la obtención de recursos para financiar la inversión. También el aumento de la productividad y la tendencia a la reducción de los salarios reales, que contribuye a aumentar los beneficios, podrían explicar el mayor ahorro empresarial.

Un segundo factor que ha explicado los elevados superávits por cuenta corriente registrados en China y, en menor medida, en otros países emergentes es el mantenimiento de tipos de cambio favorables, propiciados por una política de limitada flexibilidad cambiaria, que han contribuido a preservar la competitividad de las exportaciones y han dificultado, en consecuencia, la paulatina reducción de los superávits por cuenta corriente y el ajuste suave de los desequilibrios globales. Sin embargo, desde un punto de vista teórico, al menos en el caso de China, la existencia de un tipo de cambio competitivo está también ligada a las elevadas tasas de ahorro, anteriormente mencionadas. El exceso de ahorro interno sobre la inversión supone la exportación de capitales hacia el exterior, lo que —a través de la oferta y demanda de divisas— tendería a favorecer un tipo de cambio depreciado [Blanchard y Milesi-Ferretti (2011)]. En el caso de China, la falta de liberalización de la cuenta financiera implica que esta exportación de capitales no se canalice a través de flujos financieros privados, sino del banco central, lo que se refleja en la acumulación de reservas y ejerce una presión a la baja sobre el tipo de cambio.

La política de limitada flexibilidad cambiaria, aplicada en mayor o menor grado, se ha extendido a numerosos países emergentes, lo que explica una parte importante de la acumulación de reservas internacionales en los últimos años (véase gráfico 3). La acumulación de reservas



FUENTE: FMI-IFS.

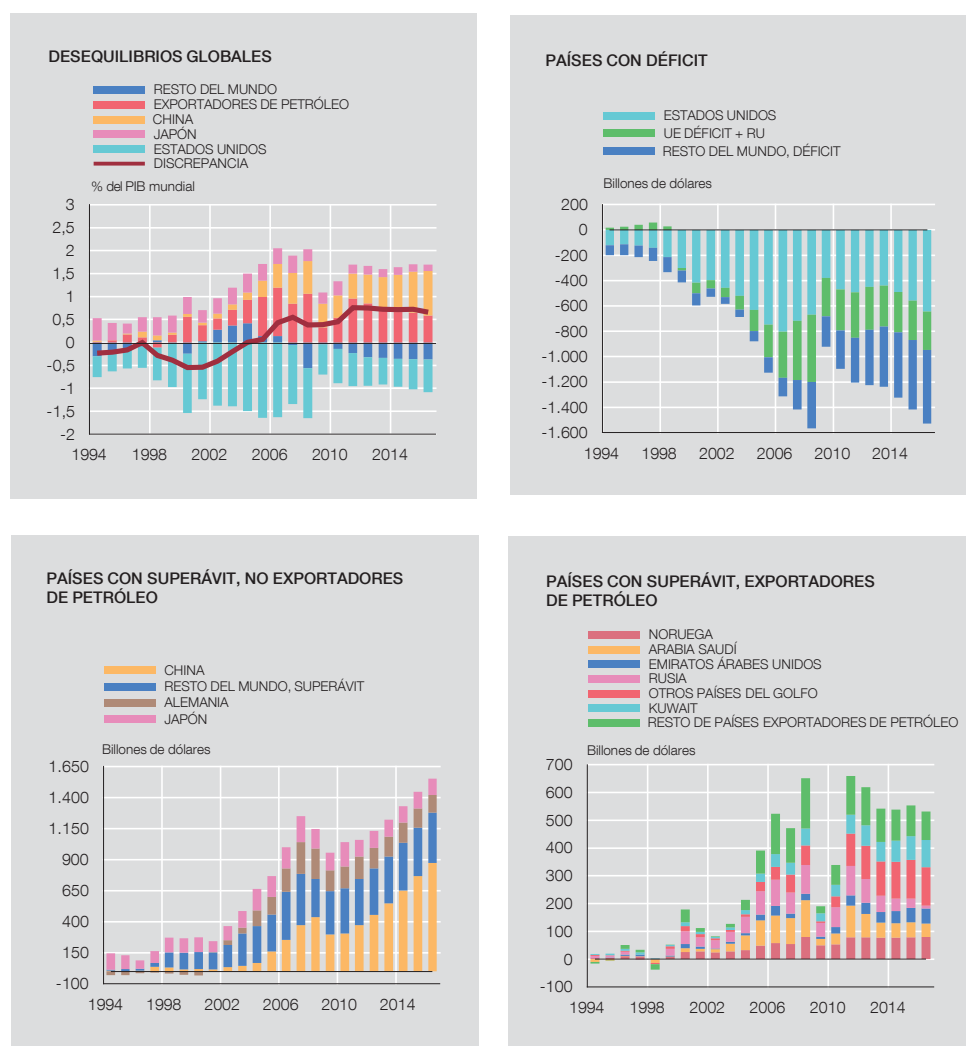
a. Hasta el tercer trimestre de 2010.

también ha proporcionado a estos países un colchón de recursos financieros, construido en paralelo con el proceso de globalización financiera, que les ha permitido protegerse de la volatilidad de los flujos de capitales y de otras perturbaciones externas. En los años previos a la crisis, la intensidad de la acumulación impulsó las tenencias de reservas en los bancos centrales de economías emergentes hasta máximos históricos. Como cabría esperar, China ha destacado en este ámbito, con incrementos de reservas superiores a los 400 mm de dólares en cada uno de los últimos cuatro años, alcanzando unas tenencias de 3 billones de dólares en la actualidad.

Un tercer factor que ha explicado la ampliación de los desequilibrios globales en los últimos años fue el significativo incremento de los precios del petróleo. Durante 2007 y 2008, los elevados precios del petróleo y de otras materias primas contribuyeron a ampliar notablemente el superávit de cuenta corriente de los países exportadores de materias primas, incluyendo algunos de América Latina, y a deteriorar, en paralelo, la balanza por cuenta corriente de los países importadores netos de estos productos, algunos con elevados déficits, como Estados Unidos. En muchos países exportadores de petróleo (países del Golfo, Noruega, etc.) o de materias primas (el cobre en Chile), donde estos recursos son en gran medida de propiedad pública, buena parte de los ingresos excedentes de la exportación se han acumulado en fondos de riqueza soberana, instituciones de carácter público o semipúblico que han canalizado el reciclaje de los flujos financieros al exterior.

De este modo, han sido agentes públicos los que, a través de la acumulación de reservas y de los activos de los fondos de riqueza soberana, han facilitado la cobertura de las necesidades de financiación exterior de los países deficitarios —en particular, de Estados Unidos, principal receptor de las inversiones— y han contribuido así a la persistencia de los desequilibrios globales. De hecho, se estima que las inversiones de bancos centrales y los fondos de riqueza soberana han cubierto en exceso las necesidades netas de financiación de los países con déficit, y en particular las de Estados Unidos<sup>5</sup>.

5. Véase Alberola y Serena (2008), donde se calcula que en 2007 la suma de reservas y flujos de fondos soberanos cubrió el 135 % del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos.



FUENTES: FMI-WEO (abril de 2011) y estimaciones del FMI para el período 2011-2016.

**Perspectivas de los desequilibrios globales después de la crisis**

Los desequilibrios globales registraron una corrección parcial tras la crisis financiera global, reduciéndose en 2 puntos porcentuales (pp) del PIB mundial, en valor absoluto, hasta situarse en torno al 4 % en 2009. No obstante, a pesar de esta corrección, el indicador continuó siendo alrededor de 2,5 pp superior al de mediados de la década de los noventa. Además, en 2010 se han vuelto a ampliar hasta cerca del 4,5 % del PIB mundial, como se observa en el gráfico, lo que sugiere el carácter transitorio —al menos, parcialmente— de su reducción.

El primer panel del gráfico 4 recoge, por grupos de países, la evolución de los desequilibrios y las perspectivas de medio plazo (hasta 2016)<sup>6</sup>, mientras que en el resto se desglosan los diferentes grupos. La reducción de los desequilibrios se debió principalmente al fuerte ajuste en los países deficitarios, y a una reducción de los superávits de los exportadores de petróleo y de materias primas, por la fuerte caída de los precios de sus exportaciones; la reducción fue mucho más moderada en los países con superávits no vinculados al precio del petróleo. De acuerdo con las proyecciones del FMI, la ampliación esperada se derivaría, por un lado, de la paulatina ampliación del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos —hasta niveles algo menores que los registrados inmediatamente antes de la crisis económica y financiera global—

6. Las cifras totales no se corresponden con la del gráfico 1 porque al agrupar países se contrarrestan superávit y déficit, reduciendo el valor absoluto de la suma.

y del resto de países con déficit, a medida que avanza la recuperación de sus demandas internas. El contrapunto serían los superávits por cuenta corriente en China y en Asia emergente —que en el primer caso podrían incrementarse, hasta llegar a ser bastante superiores a los registrados en el pasado—. Resulta más incierta la evolución de los superávits de los exportadores de petróleo y materias primas, puesto que dependen de la evolución de la demanda y de los precios de estos productos, aunque se proyecta una progresiva ampliación de sus superávits, incluso por encima de sus niveles previos. En todo caso, hay que subrayar que estas proyecciones de los desequilibrios globales están sujetas a una notable incertidumbre. En concreto, el elevado valor de la discrepancia que se proyecta, representada en el gráfico 4, pone de relieve que una buena parte de los superávits no tiene contrapartida en los déficits<sup>7</sup>. Por otra parte, existen factores que avalarían una tendencia a la gradual corrección, y otros, una ampliación de los desequilibrios globales.

Entre los factores que sustentarían una corrección más duradera de los desequilibrios globales, están la evolución reciente de los flujos comerciales y la relativa fortaleza de la demanda interna en determinadas economías emergentes. En efecto, si bien los flujos de comercio han registrado una significativa recuperación tras el desplome de finales de 2008 y principios de 2009, esta ha estado sesgada hacia los países emergentes, mientras que las importaciones de las economías desarrolladas aún se sitúan por debajo de los niveles previos. De este modo, la relativa debilidad de las perspectivas económicas en las economías desarrolladas limitaría posibles ampliaciones del déficit por cuenta corriente. En este sentido, hay factores estructurales que sugieren que los flujos comerciales, y en particular las importaciones, podrían permanecer por debajo de los niveles previos a la crisis por un largo período, como la necesidad de desapalancamiento o unas condiciones más duras de acceso al crédito, en relación con los años previos a la crisis. También hay que tener en cuenta que el ajuste económico se ha centrado en aquellos países donde las necesidades de financiación externas eran muy elevadas; una parte de este ajuste refleja la contracción persistente de su capacidad de absorción, lo que llevaría a una corrección duradera de sus desequilibrios previos. Por otra parte, la recuperación económica en las economías emergentes está siendo particularmente robusta y en general se ha producido con un mayor empuje de la demanda interna, de forma que, aunque ese empuje no sea suficiente para constituir el principal impulso de la economía mundial, podría contribuir a un reequilibrio parcial del crecimiento global y frenar la ampliación de sus superávits comerciales y por cuenta corriente.

Por el contrario, otros elementos podrían limitar un mayor ajuste de los desequilibrios globales, e incluso contribuir a una nueva reemergencia de los mismos. Por una parte, persiste la limitada flexibilidad cambiaria en numerosos países emergentes, y en particular en China, donde, pese a la reactivación de un cierto grado de flotación con el dólar, en junio de 2010, la apreciación del renminbi ha sido limitada. De hecho, la tendencia a la debilidad del dólar frente a otras monedas podría incluso conducir a una depreciación en el tipo de cambio efectivo del renminbi. Por otra parte, más allá de la limitada flexibilidad cambiaria, el reequilibrio de la economía en China se espera que proceda a un ritmo muy gradual, pues los determinantes estructurales de las elevadas tasas de ahorro no han cambiado significativamente. En estas circunstancias, se ha intensificado el debate en torno a las reformas estructurales que deberían acometerse para reducir el elevado ahorro, tanto en el caso de familias como en el del ahorro corporativo, y potenciar el consumo interno en China. El último plan quinquenal de su

---

7. Así, por ejemplo, las previsiones del FMI han tendido a sobrestimar recurrentemente el superávit corriente de China, lo que, de repetirse, explicaría parte de la brecha y llevaría a una sobrestimación en las previsiones de los desequilibrios globales.

Gobierno, con su énfasis en el fortalecimiento del consumo privado, refleja esta tensión y apuntaría a una mayor preocupación por reequilibrar el crecimiento chino hacia unas bases más sostenibles.

De igual manera, los precios del petróleo y de las materias primas han registrado un significativo aumento en los últimos trimestres, particularmente acusado en los productos agrícolas y metales, que ya se sitúan en máximos históricos. Parte importante de este incremento podría tener un componente estructural, ligado a la creciente demanda procedente de los países emergentes, y potenciado, en algunos casos, por factores limitadores de la oferta, sobre todo en las materias primas no renovables. El mantenimiento de estas tendencias supondría —como apuntan las proyecciones— una ampliación del superávit de los exportadores de petróleo y, en contrapartida, un mayor déficit en los principales importadores de petróleo, entre los que se encuentra Estados Unidos.

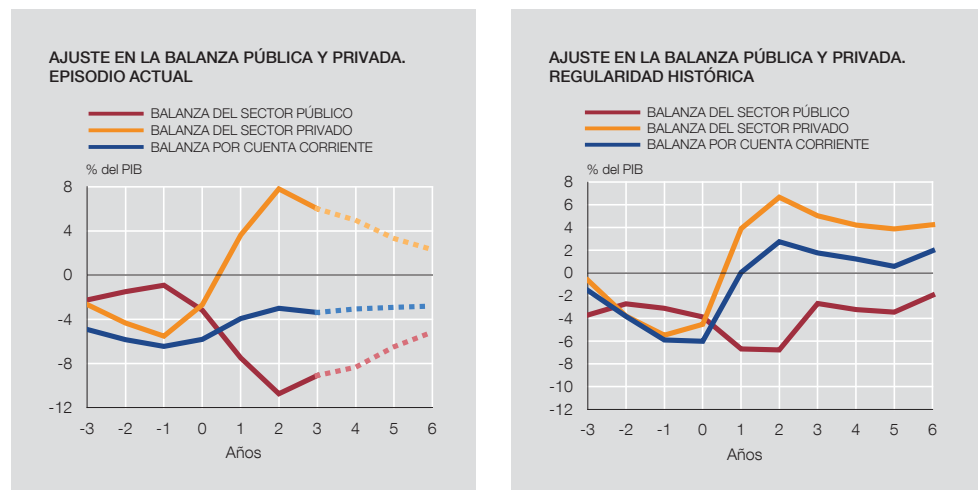
Finalmente, la acumulación de reservas por parte de economías emergentes se reactivó nada más sortear la fase más aguda de la crisis, de manera que en la mayoría de los países las reservas internacionales se sitúan en niveles superiores a los de antes de la crisis. Cabe recordar que un motivo para la acumulación de reservas es poder afrontar las entradas de flujos financieros potencialmente inestables, para moderar su impacto interno, así como el autoaseguramiento. Estas motivaciones han venido reforzadas por la percepción de que las tenencias de reservas internacionales han sido útiles para resistir el impacto de la inestabilidad económica y financiera global registrada a finales de 2008 y el de la intensa recuperación de los flujos durante el último año. Estos factores apuntan al mantenimiento del ritmo de acumulación de reservas.

### ***El cambio de naturaleza de los desequilibrios en los países con déficit***

Como se infiere del análisis anterior, la crisis económica y financiera ha alterado la naturaleza de los desequilibrios externos, particularmente entre los países con déficit por cuenta corriente. El ajuste económico y la respuesta de política económica han propiciado que dichos desequilibrios hayan pasado de reflejar unas elevadas necesidades de financiación del sector privado a ser resultado del significativo deterioro de las finanzas públicas. El panel izquierdo del gráfico 5 muestra, para el promedio simple de tres de los principales países desarrollados con elevados déficits (Estados Unidos, Reino Unido y España) los balances del sector público y del sector privado, y cómo se separan en direcciones opuestas tras la crisis (identificada como el año cero en el eje horizontal)<sup>8</sup>. En efecto, mientras que las tasas de ahorro privado han experimentado un fuerte aumento en esos países, lo que constituye un ajuste hacia una tasa más sostenible tras los bajos niveles previos, se ha registrado, en paralelo, un marcado deterioro de las finanzas públicas, asociado a la caída de la actividad, los programas de estímulo fiscal y el apoyo financiero a sus sistemas bancarios. El patrón cualitativo registrado en cada uno de los países analizados es similar. En el caso de Estados Unidos, el fuerte aumento del ahorro privado (de casi cuatro puntos del PIB entre 2007 y 2009), junto con una reducción similar de la inversión privada, ha hecho mejorar el ahorro neto del sector privado, mientras que el déficit público se ha ampliado extraordinariamente, en más de 10 pp del PIB entre 2007 y 2009, corrigiéndose ligeramente en 2010. Por su parte, en el Reino Unido y España, también con déficits por cuenta corriente elevados antes de la crisis, se ha observado una mejora del balance privado aún más acusada, de 8 pp y 16 pp del PIB, respectivamente, y un deterioro del balance público de 7 pp y 11 pp del PIB entre 2007 y 2010.

8. El balance del sector público se define como el déficit o superávit fiscal, mientras que el balance del sector privado se construye como la diferencia entre la cuenta corriente y el balance público. La muestra incluye a países con déficit en cuenta corriente superior al 2,5% del PIB antes de la crisis. La cronología de la crisis la sigue Reinhart y Rogoff (2008), y excluye los episodios de la reciente crisis (2007 y 2008).





FUENTES: FMI-WEO (abril de 2011) y Banco de España.

a. Déficit superior al 2,5% en el año de la crisis. Medias no ponderadas: episodios seleccionados con el indicador de crisis de Reinhart -Rogoff (2009), según disponibilidad de datos. Episodio actual incluye Reino Unido, Estados Unidos y España.

El cambio en la composición de los déficits de cuenta corriente tiene relevancia también para evaluar su persistencia y profundizar en el análisis de la sección precedente. Las previsiones sugieren que el balance positivo del sector privado solo se reducirá paulatinamente en los próximos años, y que la corrección del balance público también será gradual. En conjunto, la reducción del superávit privado iría en paralelo con la del déficit público, según estas previsiones, de modo que la cuenta corriente se mantendría relativamente estable en el horizonte de previsión.

El patrón esperado de ajuste de los saldos públicos y privados no difiere sustancialmente de las regularidades empíricas observadas tras otras crisis financieras —más centradas, en el pasado, en las economías emergentes—, que se muestran en el panel derecho del gráfico 5. No obstante, existen diferencias en cuanto a la evolución del déficit por cuenta corriente. En la crisis reciente, por una parte, la mejora de la cuenta corriente no ha sido tan intensa y no se ha llegado a cambiar de signo en los países analizados; por otra parte, el deterioro de las finanzas públicas ha sido más acusado, lo que en última instancia explica la menor corrección del déficit por cuenta corriente. Esta circunstancia puede reflejar, bien una mayor necesidad de apoyo público tras esta crisis, bien una mayor restricción a la financiación del sector público en las economías emergentes, en el pasado, al interrumpirse el acceso a los mercados internacionales en situaciones de estrés financiero. Este no ha sido el caso de las economías avanzadas, que, además, cuentan con un mayor recurso al ahorro interno. No obstante, en el último año se han registrado problemas de este tipo en algunas economías del área del euro, precisamente debido a la situación precaria de las finanzas públicas a raíz de la crisis.

En definitiva, la evolución de los saldos sectoriales tras una crisis financiera muestra la persistencia de los cambios en el saldo y la composición sectorial de la balanza por cuenta corriente. Por tanto, cabe esperar que la corrección de los saldos exteriores en los países con elevados déficits sea duradera también en esta ocasión, aunque sea menos intensa que en episodios pasados. El segundo elemento que cabe subrayar es que los déficits por cuenta corriente ya no reflejan la fortaleza de la demanda interna privada —pues tanto consumo privado como inversión han caído sustancialmente—, sino la ampliación del déficit del sector

	Antes de la crisis	Después de la crisis
Países desarrollados con déficit:		
Necesidad financiera privada	x	
Necesidad financiera pública		x
Países emergentes con superávit:		
Acumulación de reservas y gestión del tipo de cambio	x	x
Elevado ahorro estructural	x	x
Sesgo del crecimiento hacia demanda externa	x	

FUENTE: Banco de España.

público, lo que supone un cambio de naturaleza relevante. Por el contrario, la situación agregada de los países con superávit no ha cambiado sustancialmente, puesto que, salvo algunas excepciones, ni sus cuentas públicas ni sus balances privados han experimentado cambios tan drásticos y persistentes en sus balances sectoriales.

### Conclusiones

Los desequilibrios globales sufrieron una importante corrección después del severo ajuste tras la profunda crisis financiera, pero se han vuelto a ampliar ligeramente en 2010 y se espera que esa ampliación se consolide en los próximos años, lo que pone de manifiesto la naturaleza parcialmente cíclica de su reducción. Los diversos factores determinantes de los desequilibrios globales, que han sido analizados en este artículo, se sintetizan en el cuadro 1. Como se pone de relieve, una parte importante de los factores que subyacían tras los desequilibrios globales en los años previos a la crisis en las economías emergentes con superávit persisten: las altas tasas de ahorro en Asia, la tendencia secular al alza en los precios de los productos primarios y el deseo de acumular reservas, bien por motivos precautorios, o bien de política cambiaria, que podría incluso haberse reforzado después de la crisis.

Por el contrario, tras la crisis financiera se ha producido un cambio importante en la naturaleza de los desequilibrios por cuenta corriente de las economías avanzadas tradicionalmente deficitarias, pues ahora reflejan las elevadas necesidades financieras del sector público, más que las del sector privado. La suma de ambos hace prever unos déficits por cuenta corriente algo menores que en el pasado, en este conjunto de países, pero no su desaparición. Este factor limitaría la ampliación de los desequilibrios globales, en contraste con las tendencias hacia su ampliación procedentes, fundamentalmente, de la evolución esperada en las economías emergentes, lo que, en conjunto, subraya la incertidumbre asociada a la evolución de los desequilibrios.

El mantenimiento de los factores en los que se fundamentan los superávits en muchas economías emergentes y el cambio de naturaleza de los déficits en las economías avanzadas implican que los desequilibrios globales han pasado a estar en mayor medida bajo control del sector público, debido a los elevados y persistentes déficits fiscales. En efecto, como sucedía en el pasado, los superávits por cuenta corriente se reciclan a través de la acumulación de reservas de los bancos centrales; pero estas inversiones cubren ahora principalmente las necesidades financieras del sector público, circunstancia que puede tener consecuencias económicas y políticas para la evolución y la gestión de los desequilibrios globales.

Así las cosas, aunque es improbable que los desequilibrios globales retornen a las magnitudes previas a la crisis, el ajuste en la economía mundial hacia un patrón de crecimiento más equilibrado, que se refleje en saldos más moderados en las balanzas por cuenta corriente, requie-

re importantes cambios de políticas en un conjunto amplio de países. Por una parte, en los países avanzados con déficit de cuenta corriente deberían consolidarse un incremento permanente de la tasa de ahorro —incremento que debe resultar del proceso de desapalancamiento en marcha en muchas economías— y un aumento de competitividad de las exportaciones. Además, a diferencia del período anterior a la crisis, existe en estos países el reto adicional de poner en práctica los planes de consolidación fiscal que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por otra parte, en los países con superávit por cuenta corriente es preciso promover un modelo de crecimiento más orientado a la demanda interna. Este giro se ha observado en las economías emergentes tras la crisis —ante la debilidad de la demanda externa, de los países avanzados—, pero requiere llevar a cabo esfuerzos en el ámbito de las políticas macroeconómicas y estructurales para consolidarlo. Entre estas medidas estructurales destacan las necesarias para reducir el ahorro en determinados países, como reformas del sistema de protección social o el ahorro corporativo en China; existen algunos indicios de que se avanza tímidamente en esa dirección, pero el alcance de los cambios es una incógnita. De igual manera, las economías emergentes deberían seguir promoviendo la liberalización financiera y adoptar regímenes de tipo de cambio con mayor flexibilidad, permitiendo una apreciación de sus divisas que refleje la mejora experimentada por sus fundamentos económicos, en relación con las economías avanzadas.

18.5.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M.<sup>a</sup> SERENA (2008). «Reserves, sovereign wealth funds, and the resilience of global imbalances», *Economic Notes*. También disponible en Documentos de Trabajo, n.º 0834, Banco de España.
- BANCO DE FRANCIA (2011). *Financial Stability Review February 2011-Global imbalances and financial stability*.
- BERNANKE, B. (2011). «Global Imbalances: Links to Economic and Financial Stability», discurso en el Banco de Francia, presentación del *Informe de Estabilidad Financiera*.
- BLANCHARD, O., y G. M. MILESI-FERRETTI (2009). *Global Imbalances: in the Midstream?*, IMF Staff Position Note 09/29.
- (2011). *(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?*, IMF Staff Discussion Note 11/03.
- CABALLERO, R. (2009). «Discussion of “Global imbalances and financial crisis: products of common causes”», en M. Obstfeld y K. Rogoff (eds.), *Asia and the Global Financial Crisis*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010). *World Economic Outlook, April 2010*, capítulo 4, «Do financial crisis have a lasting effect on trade?».
- (2011). *World Economic Outlook, April 2011*, capítulo 3, «Oil Scarcity, Growth, and Global Imbalances».
- MA, G., y W. YI (2010). *China's high saving rate: myth and reality*, BIS Working Paper n.º 312.
- OBSTFELD, M., y K. ROGOFF (2009). «Global imbalances and the financial crisis: products of common causes», en *Asia and the Global Financial Crisis*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- REINHART, C., y K. ROGOFF (2008). *This time is different: A panoramic view of 8th centuries of financial folly*, NBER Working Papers 13882.
- SERVÉN, L., y H. NGUYEN (2010). *Global imbalances before and after the global crisis*, World Bank Policy Research Working Paper n.º 5354.
- ZHOU, X. (2011). «On saving's ratio», *Financial Stability Review February 2011-Global imbalances and financial stability*, Banco de Francia.