

PERSPECTIVAS DE LOS DESEQUILIBRIOS REALES Y FINANCIEROS Y REEQUILIBRIO A ESCALA MUNDIAL

ARTÍCULOS

Perspectivas de los desequilibrios reales y financieros y reequilibrio a escala mundial

El presente artículo tiene por objeto arrojar luz sobre los desequilibrios reales y financieros globales, que han ocupado el centro del debate de la política económica internacional desde hace algún tiempo y probablemente seguirán haciéndolo en los próximos años. A tal efecto, se presta una especial atención a la relación que existe entre la acumulación de estos desequilibrios —en los años anteriores a la eclosión de la crisis— y la propia crisis financiera, y a los desafíos y riesgos que se le plantean a la economía mundial para hacer frente a los desequilibrios en el futuro. En el artículo se analiza también la nueva agenda política internacional para reequilibrar la situación propuesta en la cumbre del G 20 en Pittsburgh en septiembre de 2009, especialmente a través del Marco del G 20 para un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado, y se analiza por qué este marco será importante para la economía mundial en el futuro.

En el artículo se perfilan tres puntos principales. En primer lugar, se demuestra que la acumulación de grandes desequilibrios reales y financieros a escala mundial fue uno de los primeros síntomas de la crisis y que refleja, además, causas comunes, en particular las políticas incompatibles con posiciones exteriores sostenibles, tanto en las economías deficitarias como en las superavitarias. En segundo lugar, se analiza cómo la posterior reducción de los desequilibrios globales por cuenta corriente, asociada a la crisis, parece ser, en gran medida, de carácter cíclico y podría revertirse a medida que la recuperación económica mundial cobre fuerza, suponiendo que no se modifiquen las políticas. En tercer lugar, de cara al futuro, si reaparecen los desequilibrios reales y financieros globales y no se reequilibran suficientemente los patrones de crecimiento mundiales, los riesgos para la economía mundial podrían seguir siendo sustanciales, a menos que se realicen ajustes rigurosos de las políticas estructurales en las economías que anteriormente registraban grandes desequilibrios externos.

Al respecto, el artículo concluye señalando la importancia de que las principales economías superavitarias o deficitarias pongan en práctica los compromisos suscritos en la Cumbre del G 20 celebrada en Pittsburgh para reequilibrar los patrones mundiales de demanda y lograr una reducción duradera y ordenada de los desequilibrios globales en el futuro.

I INTRODUCCIÓN

Los desequilibrios reales y financieros globales han ocupado el centro del debate de la política económica internacional desde hace algún tiempo y probablemente seguirán haciéndolo en los próximos años. No es sorprendente que la economía mundial se caracterice por diferencias entre países en cuanto al ahorro y la inversión, tanto de las Administraciones Públicas como de los hogares y las empresas. Por definición, esas diferencias se reflejan a nivel externo en la cuenta corriente mundial y en la estructura de los flujos de capital, que, en última instancia, tienen su origen en diversos factores cíclicos y estructurales.

Estas diferencias no son, necesariamente, un motivo de preocupación, siempre y cuando sean sostenibles y reflejen mecanismos de mercado. Por el contrario,

comienzan a ser preocupantes para las autoridades y requieren medidas correctivas cuando son el resultado de distorsiones o se estima que entrañan riesgos notables para la economía mundial, incluida la posibilidad de una corrección desordenada. A este respecto, muchos observadores, incluido el BCE¹, han identificado la acumulación de grandes desequilibrios reales y financieros en los años anteriores al

1 Por ejemplo, ya en diciembre de 2002 se indicaba en el editorial del Boletín Mensual que «la persistencia de desequilibrios en todo el mundo tiene repercusiones adversas sobre la confianza», y, en enero de 2004, se hacía hincapié en el editorial en que «la incertidumbre sigue estando relacionada con los persistentes desequilibrios exteriores en determinadas regiones del mundo y su posible repercusión sobre la sostenibilidad del crecimiento de la economía global», y en que dichos desequilibrios constituyen un desafío al que ha de hacerse frente con políticas macroeconómicas sostenibles y con reformas estructurales «que propicien un equilibrio firme entre ahorro e inversión en los principales países con los que se mantienen relaciones económicas, aumenten el producto potencial de la zona del euro y estimulen la expansión del comercio de bienes y servicios a escala mundial».

estallido de la crisis como uno de los principales riesgos para la economía mundial.

La crisis se ha asociado a una reducción de estos desequilibrios, pero el fenómeno puede revertir a su estado original a medida que la crisis se acerque a su fin. Por lo tanto, la imagen subyacente apunta todavía a la persistencia de unos desequilibrios globales que continúan representando un riesgo importante para la economía mundial.

El presente artículo persigue un triple objetivo. En primer lugar, determinar por qué la acumulación de desequilibrios globales en el pasado era insostenible y por qué dio lugar a riesgos importantes para la economía mundial (véase sección 1). En segundo lugar, se trata de mostrar el carácter parcial y transitorio de la reducción de los desequilibrios que se ha producido durante la crisis y las perspectivas de que, más adelante, vuelvan a aumentar (véase sección 2). En tercer lugar, se pasa revista al programa de política internacional para alcanzar un reequilibrio mundial, especialmente bajo los auspicios del G 20, que tiene por objeto lograr una corrección duradera y ordenada de los desequilibrios globales, así como una recuperación mundial sostenida (véase sección 3).

2 LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y LA CRISIS

En esta sección se pasa revista a las principales características de los desequilibrios globales en los años que precedieron a la crisis, así como al debate que rodea a la naturaleza de la relación que existe entre la acumulación de desequilibrios y la propia crisis.

2.1 EVOLUCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES DESDE MEDIADOS DE LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

En una economía globalizada, las diferencias entre países en las pautas de ahorro e inversión de los sectores privado y oficial se reflejan en los desequilibrios externos, que aumentan o disminuyen a lo largo del tiempo al compás de las decisiones de los agentes económicos y no necesariamente

han de ser un motivo de inquietud para la economía mundial. Sin embargo, cuando esos desequilibrios reflejan distorsiones o entrañan riesgos para la economía mundial, sí han de considerarse como una causa de preocupación.

Al examinar la evolución de las posiciones en la cuenta corriente mundial de las principales economías superavitarias o deficitarias en los quince últimos años, destacan en realidad varios períodos, de lo que se deduce que el carácter de los desequilibrios ha variado y que, en cada período, han influido distintos factores y contextos económicos. Según Blanchard y Milesi-Ferretti (2009)², la evolución de los desequilibrios globales desde mediados de la década de los noventa se caracteriza por cuatro grandes períodos (véase gráfico 1).

Durante el primer período, que abarca desde 1996 hasta 2000, las divergencias en las posiciones de la cuenta corriente entre las principales economías superavitarias o deficitarias estuvieron determinadas, en gran medida, por las diferencias en la ren-

2 O. Blanchard y G. M. Milesi-Ferretti (2009), «Global Imbalances: In Midstream?», IMF Staff Position Note SPN/09/29, diciembre de 2009.

Gráfico 1 Desequilibrios en la cuenta corriente mundial desde mediados de la década de los noventa: cuatro períodos clave

(mm de USD)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI (octubre de 2009).

Nota: La línea vertical marca la fecha de la última publicación oficial de los datos al final de 2008. A partir de entonces, el gráfico se basa en las proyecciones de los expertos del FMI.

tabilidad percibida y la reasignación de capital. Por una parte, la inversión aumentó en algunas economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, debido al auge de las empresas de alta tecnología y a las expectativas de un incremento de la productividad, lo que dio lugar a un aumento del déficit por cuenta corriente. Por otra parte, la inversión se redujo en Asia, como resultado de la crisis asiática y de la prolongada recesión en Japón, lo que hizo que aumentaran los superávits por cuenta corriente de las economías de la región.

En el segundo período, que abarca de 2001 a 2004, el ahorro se redujo en Estados Unidos, principalmente como consecuencia del deterioro del ahorro público en este país. Por un lado, el ahorro personal neto en Estados Unidos se mantuvo, en general, estable, lo que dio lugar a un nuevo aumento del déficit por cuenta corriente, a pesar de la desaceleración cíclica. Por otro lado, el panorama en las economías emergentes de Asia y Japón permaneció, en gran medida, inalterado, mientras que los exportadores de petróleo comenzaron a acumular superávits por cuenta corriente.

La evolución de las divergencias en la cuenta corriente a nivel mundial durante el tercer período, que abarca desde 2005 hasta 2008, coincidió con el período de rápido incremento de las valoraciones de los activos financieros, subida de los precios del petróleo y acumulación sostenida de las reservas por parte de los mercados emergentes. Por lo que respecta a las principales economías deficitarias, en Estados Unidos el déficit por cuenta corriente aumentó de nuevo, debido a la caída del ahorro privado (la tasa de ahorro personal se redujo por debajo del 2%), la subida de los precios de los activos financieros y los precios inmobiliarios, y el notable incremento de los flujos de capital (especialmente, los flujos de deuda). En 2006, dicho déficit alcanzó el nivel máximo de los últimos 50 años, situándose en torno al 6% del PIB. Los superávits registrados por las economías emergentes con saldos en cuenta corriente positivos aumentaron aún más, especialmente en el caso de China (que excedió del 10% del PIB) y los países exportadores de petróleo. El aumento de los superávits de estas economías también dio lugar a una acumulación sostenida de re-

servas, dado que los regímenes cambiarios de estos países no permitían una apreciación significativa frente al dólar estadounidense.

El cuarto período, que abarca desde 2008 hasta hoy y coincide con las turbulencias financieras, se ha asociado a una reducción de los desequilibrios globales. Esta reducción refleja, en gran medida, varios factores: i) un descenso de los precios de las materias primas entre mediados de 2008 y principios de 2009, que ha dado lugar a una reducción de los superávits por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo y a una reducción de la factura del petróleo que pagan las principales economías deficitarias, especialmente Estados Unidos; ii) factores relacionados con la crisis financiera, como la caída de la inversión y el consumo privado en Estados Unidos, incluidos los negativos efectos riqueza creados por las correcciones de los precios de los activos y la incertidumbre excepcionalmente alta; iii) una importante contracción de los intercambios comerciales a escala mundial, y iv) las medidas de estímulo fiscal aplicadas en China, que contribuyeron a reducir el déficit por cuenta corriente de este país en 2009.

2.2 RELACIÓN ENTRE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y LA CRISIS

La acumulación de desequilibrios globales se identificó en fechas relativamente tempranas como uno de los principales factores de riesgo para la economía mundial. Considerando la evolución de las posiciones en la cuenta corriente mundial en relación con el PIB mundial, resulta especialmente notable el aumento prácticamente ininterrumpido, en magnitudes absolutas, de los desequilibrios entre las principales economías deficitarias o superavitarias, con la excepción de la recesión de los años 2001-2002, y el máximo registrado justo antes de la crisis (véase gráfico 2)³.

La posibilidad de que esta evolución pudiera dar lugar a una corrección brusca y desordenada de

3 En términos absolutos, los saldos por cuenta corriente de las economías de importancia sistémica, considerados en cifras agregadas, alcanzaron un máximo de casi el 4% del PIB mundial en 2007. La mitad de ese importe correspondía a Estados Unidos y China.

Gráfico 2 Balanzas por cuenta corriente en valores absolutos

(porcentaje del PIB mundial)



Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI (octubre de 2009), y cálculos de los expertos del BCE.

los desequilibrios⁴ suscitó cierta inquietud y se alcanzó un consenso sobre la necesidad de un ajuste inducido por las políticas públicas para evitar que se materializara esa posibilidad. La zona del euro se mantuvo en una posición muy cercana al equilibrio durante todo el período. Junto con otras grandes economías mundiales, incluidos Estados Unidos, China, Japón y Arabia Saudí (como ejemplo de los países exportadores de petróleo), la zona del euro aceptó participar en 2006-2007 en una ronda de «consultas multilaterales», auspiciada por el FMI, para acordar políticas encaminadas a lograr una corrección ordenada de los desequilibrios acumulados y, al mismo tiempo, mantener la sólida tasa de crecimiento económico mundial observada durante la primera mitad de la década de 2000. Los participantes llegaron a un acuerdo sobre las medidas correctivas que era necesario aplicar⁵. Desafortunadamente, las medidas no se aplicaron con suficiente contundencia en cada país y los desequilibrios globales no comenzaron a reducirse hasta el momento en que se produjo la desaceleración económica mundial previa a la crisis financiera⁶.

Casi tres años después del inicio de las turbulencias financieras, la naturaleza de la relación entre la acumulación de grandes desequilibrios globales y la crisis financiera sigue siendo objeto de intenso debate por parte de los observadores. Algunos estiman que dichos desequilibrios no guardan re-

lación con la crisis y consideran que esta es atribuible, principalmente, a fallas en materia de regulación y supervisión.

A juicio de otros, los desequilibrios globales no son más que un efecto amplificador de los mecanismos que, en última instancia, desencadenaron la crisis⁷. Se argumenta que, en gran medida, los bonos del Tesoro de Estados Unidos se consideraban el principal depósito de valor del que disponían los mercados emergentes, dada su falta de desarrollo financiero, lo que, unido a la insuficiente oferta de activos seguros a escala mundial, presionó al sistema financiero estadounidense para crear esa clase de activos mediante la titulación de instrumentos de riesgo cada vez mayor. Otros opinan que los desequilibrios globales fueron los principales factores determinantes de la crisis en la medida en que crearon las condiciones macroeconómicas que condujeron a ella, como se refleja en las grandes brechas entre ahorro e inversión presentes en algunas economías avanzadas, los flujos financieros provenientes de economías menos desarrolladas para financiar esas brechas (contrariamente a lo que postulan las teorías económicas) y las bajas primas de riesgo, que se tradujeron en un bajo coste de la financiación y una búsqueda de rentabilidad en todo el mundo⁸.

4 Como se mencionó anteriormente en la edición de septiembre de 2005 de Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, así como en diversos trabajos académicos; véase M. Obstfeld y K. Rogoff (2005), «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity* (1), 67-123.

5 Véase «IMF's International Monetary and Financial Committee Reviews Multilateral Consultation», Comunicado de prensa n.º 07/72, FMI, 14 de abril de 2007.

6 Véase una panorámica de los principales factores y de la evolución de los desequilibrios reales y financieros globales en T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora y R. Straub (2008), «A framework for assessing global imbalances», *Occasional Paper del BCE* n.º 78, enero de 2008.

7 Caballero et ál (2008) sostienen que existe una estrecha relación entre la persistencia de los desequilibrios globales, la crisis financiera y la volatilidad de los precios del petróleo y de los activos, y opinan que todos ellos tienen su origen en un entorno mundial en el que la oferta de activos financieros seguros y líquidos es escasa. Desde esta perspectiva, los desequilibrios de base no eran desequilibrios globales, sino «un desequilibrio de activos seguros». Véase R. J. Caballero, E. Farhi y P. O. Gourinchas (2008), «Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances», documento de trabajo n.º 14521 del NBER, publicado en diciembre de 2008, y R. J. Caballero (2009), «The Other Imbalance and the Financial Crisis», preparado para la Conferencia Paolo Baffi, pronunciada en la Banca d'Italia el 10 de diciembre de 2009.

8 Véase R. Portes (2009), «Global Imbalances», *London Business School* y CEPR, febrero de 2009.

Finalmente, se puede considerar que los desequilibrios globales y la crisis reflejan causas comunes, a saber, políticas incompatibles con el mantenimiento de posiciones externas sostenibles, tanto en las economías deficitarias como en las superavitarias⁹. Entre ellas, cabe señalar la insuficiente orientación a medio plazo hacia la estabilidad y la sostenibilidad de las políticas macroeconómicas, la falta de mecanismos de autodisciplina y ajuste temprano en los países con posiciones externas insostenibles, la facilidad para obtener recursos que permitieran la financiación del déficit exterior, debido a una oleada sin precedentes de innovación y globalización financieras, y una insuficiente evaluación del riesgo en las distorsiones que estaban contribuyendo al aumento de los desequilibrios globales, incluida la rigidez de los regímenes cambiarios de algunas economías superavitarias.

Los observadores no solo estuvieron en desacuerdo respecto a la relación entre la crisis y la corrección de los desequilibrios globales, sino también en cuanto a la naturaleza de una posible corrección. De hecho, la gran mayoría esperaba que el ajuste de dichos desequilibrios, de producirse, tuviera su origen principalmente en el tipo de cambio. Concretamente, las simulaciones, basadas en los modelos, de un «ajuste brusco y desordenado» de los desequilibrios globales, diseñadas en los años anteriores a la crisis¹⁰, se fundamentaban, en gran medida, en un descenso súbito de la demanda de activos estadounidenses, en un ajuste correspondiente del dólar y, en última instancia, en una corrección del producto y de la balanza comercial de Estados Unidos, en consonancia con las contribuciones de varios académicos influyentes¹¹.

No obstante, esta línea de razonamiento fue cuestionada antes de la crisis por varios motivos. En primer lugar, algunos sostenían que un ajuste de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos no tenía que pasar necesariamente por el tipo de cambio, sino que también podía conseguirse con ajustes por el lado de la oferta. Por ejemplo, este tipo de ajuste podría realizarse igualmente si las economías deficitarias produjeran más bienes exportables¹². La evidencia empírica también puso en tela de juicio la opinión de que el tipo de cambio

es un instrumento muy eficaz para lograr el ajuste. Al parecer, las considerables fluctuaciones de los tipos de cambio no fueron uno de los principales cauces para el ajuste en anteriores episodios históricos de fuertes desequilibrios por cuenta corriente, en los que los ajustes se apoyaron más en las variaciones relativas de los precios de los activos financieros y los inmuebles que en las variaciones de los tipos de cambio.

En este contexto, al intensificarse la crisis financiera entre septiembre de 2008 y marzo de 2009, las fluctuaciones globales de los tipos de cambio, que entonces estuvieron determinadas, en gran medida, por la búsqueda de activos más líquidos y de mejor calidad denominados en dólares estadounidenses y por una notable repatriación de capitales hacia Estados Unidos, resultaban contradictorias con anteriores escenarios de ajuste de los desequilibrios globales a través de los tipos de cambio.

Centrando la atención en los factores de demanda, desde los bienes importados hasta los bienes producidos dentro del país, se ha observado en estudios recientes que la reducción del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos sigue una trayectoria paralela a un fuerte ajuste de los tipos de cambio. Desde una perspectiva de más largo plazo, basada en el papel que desempeñan los factores de oferta en el proceso de ajuste (que conduce a una mayor producción de bienes comerciables), otros observadores sostienen que las medidas de política encaminadas a estimular una reacción por el lado de la oferta facilitarían el ajuste de la balanza de pagos al reducir la dependencia exclu-

- 9 M. Obstfeld y K. Rogoff (2009), «Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes», CEPR Discussion Papers n.º 7606, diciembre de 2009. Véase también Lorenzo Bini Smaghi (2008), «The financial crisis and global imbalances: two sides of the same coin», discurso pronunciado ante el Foro Económico Asia Europa, Beijing, 9 de diciembre de 2008, que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).
- 10 Presentado, por ejemplo, en la edición de septiembre de 2005 de *Perspectivas de la Economía Mundial*, del FMI.
- 11 M. Obstfeld y K. Rogoff (2005), «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity* (1), 67-123.
- 12 Véase M. Fidora, M. Fratzscher y C. Thimann (2007), «Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility», *Journal of International Money and Finance*, 26, junio de 2007, 631-655.

siva de las variaciones de la demanda y de los tipos de cambio, considerando que estas últimas podrían resultar desestabilizadoras para el sistema financiero mundial¹³. Algunos consideran que las notables fluctuaciones de los tipos de cambio no son necesariamente un elemento clave en el ajuste de los abultados desequilibrios actuales por cuenta corriente y que, concretamente, las variaciones relativas de los precios mundiales de los activos podrían ser un medio más eficaz para lograr el ajuste¹⁴.

3 PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS

Desde el estallido de la crisis, los desequilibrios globales se han reducido, pero probablemente esa reducción será transitoria en la medida en que ha tenido su origen en factores cíclicos que podrían revertirse a partir de 2010. Por una parte, se preveía que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se redujera hasta el -2,6% del PIB en 2009 (la mitad del máximo registrado en 2006) y se estabilizara en torno al -2,7% en 2014 (véase cuadro 1). No obstante, aunque se previó un ligero aumento de dicho déficit en la fase de recuperación, su magnitud no debería ser comparable con las de anteriores recesiones. Por otra parte, se esperaba que el superávit por cuenta corriente de China se hubiera reducido a finales de 2009 hasta alrededor de un 6% del PIB (desde casi un 10% antes de la crisis) y que, en el caso de los

países exportadores de petróleo, el superávit experimentase una considerable contracción (véase cuadro 1).

Una de las principales razones del aumento previsto de los desequilibrios globales es que los factores cíclicos que dieron lugar a una reducción transitoria de los mismos ya están revirtiendo su tendencia. Entre esos factores, cabe mencionar el impacto de: i) el repunte de los precios del petróleo y de las materias primas sobre el superávit de los países exportadores de petróleo y sobre el déficit de los importadores netos de petróleo; ii) la reducción de los efectos riqueza negativos asociados a la evolución de los mercados inmobiliarios estadounidenses y de los mercados de renta variable mundiales, que probablemente afectará de forma negativa al ahorro privado en Estados Unidos, y iii) la reactivación del crecimiento y del comercio mundiales. Concretamente, en Estados Unidos, que es la principal economía deficitaria, las perspectivas del ahorro público y privado siguen siendo inciertas,

- 13 Para más información sobre el canal de demanda, véase M. Obstfeld y K. Rogoff (2009), «Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes», CEPR Discussion Papers n.º 7606, diciembre de 2009. En cuanto a los efectos por el lado de la oferta, véase P. Engler, M. Fidora y C. Thimann (2009), «External adjustment and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment», *Review of International Economics*, vol. 17(5), noviembre de 2009.
- 14 M. Fratzscher, L. Juvenal y L. Sarno (2009), «Asset prices, exchange rates and the current account», *European Economic Review*, diciembre de 2009.

Cuadro 1 Balanza por cuenta corriente de algunas economías

(porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009 (p)	2014 (p)
Mundo	0,4	0,5	0,3	0,2	1,1
Economías avanzadas	-1,3	-0,9	-1,3	-0,7	-0,3
Estados Unidos	-6,0	-5,2	-4,9	-2,6	-2,7
Zona del euro	-0,1	0,1	-0,5	-1,0	-0,2
Japón	3,9	4,8	3,2	1,9	1,5
Reino Unido	-3,3	-2,7	-1,7	-2,0	-2,0
Canadá	1,4	1,0	0,5	-2,6	0,9
Mercados emergentes y países en desarrollo	5,2	4,3	3,9	2,0	3,6
Economías emergentes de Asia	6,1	7,0	5,9	5,0	5,4
China	9,5	11,0	9,8	7,8	8,4
India	-1,1	-1,0	-2,2	-2,2	-1,8
Países exportadores de petróleo	16,3	12,9	13,3	4,2	8,0

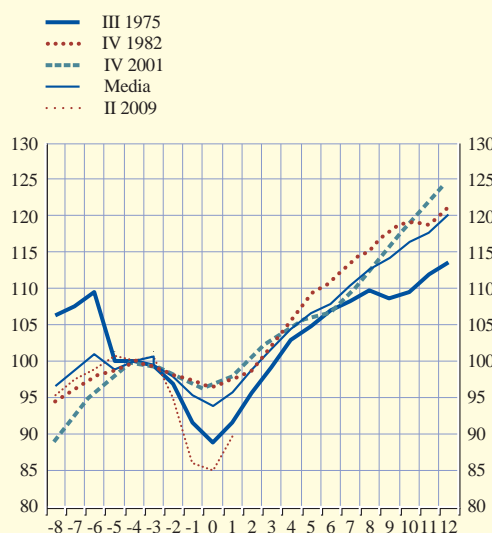
Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, octubre de 2009.

ya que no se sabe si el ahorro privado continuará creciendo en consonancia con la necesidad que tienen los hogares y las empresas de reconstituir su situación patrimonial tras el desplome de los precios de los activos financieros e inmobiliarios. Así pues, las perspectivas de la economía estadounidense están condicionadas a que los hogares mejoren su situación patrimonial y a que se mantenga la atonía en el mercado de trabajo. Se prevé que el incremento del ahorro privado en Estados Unidos tendrá repercusiones negativas tanto para la actividad económica mundial como para el comercio internacional.

En realidad, es de prever que la reactivación del comercio internacional a partir del verano de 2009 se traduzca en un aumento mecánico de los desequilibrios globales y también de los desequilibrios por cuenta corriente. La contracción del comercio mundial a raíz de la quiebra de Lehman Brothers reflejó principalmente: i) una reducción significativa de la demanda mundial y el retraso, por parte de los agentes privados, de las compras de bienes de consumo duradero, dados los niveles inusualmente altos de incertidumbre; ii) la amplificación de esta perturbación a través de las cadenas de producción internacionales, y iii) las tensiones en la financiación del comercio mundial, que contribuyeron a aumentar la incertidumbre. No obstante, como sugiere la experiencia histórica, el impacto de estos factores sobre el comercio podría revertirse con bastante rapidez, a medida que la recuperación económica mundial cobre impulso. Los tres principales episodios de contracción del comercio mundial, posteriores a 1945, vinieron seguidos, sin excepción, de rápidas recuperaciones (véase gráfico 3). Baldwin y Taglioni (2009), utilizando la capacidad de ajuste de estos episodios para proyectar la recuperación esperada de las exportaciones y las importaciones en los dos años siguientes a mediados de 2009, sugieren que los desequilibrios externos podrían volver a aumentar rápidamente en las principales economías deficitarias o superavitarias en ausencia de cualquier otro cambio estructural importante o de ajustes de los tipos de cambio reales (véase gráfico 4). La reducción de los desequilibrios también puede explicarse mecáni-

Gráfico 3 Evolución de las importaciones mundiales durante los principales episodios de contracción del comercio mundial

(cuatro trimestres antes del mínimo = 100)

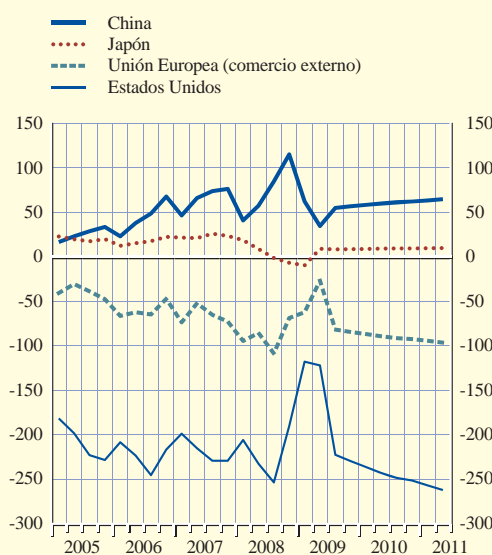


Fuentes: OCDE (datos mensuales reales de comercio exterior).

camente por la caída del comercio mundial, y es probable que dichos desequilibrios reaparezcan a

Gráfico 4 Simulación de la evolución de la balanza comercial de la Unión Europea y principales economías superavitarias o deficitarias

(mm de USD)



Fuentes: OCDE (datos mensuales reales de comercio exterior).

medida que este se recupere¹⁵. No obstante, el crecimiento del comercio será probablemente menos dinámico que antes de 2008, y no se prevé que, antes de 2011, alcance de nuevo los niveles previos a la crisis.

Otra razón importante por la que los desequilibrios globales podrían volver a aumentar en el futuro es que los principales factores estructurales que dieron lugar a la acumulación inicial de desequilibrios probablemente se mantendrán en gran medida y, por lo tanto, no podrán compensar un aumento de los desequilibrios inducido por el ciclo económico. En esas circunstancias, es necesario ajustar las políticas estructurales para garantizar una reducción duradera y ordenada de los desequilibrios. Estos ajustes deberían realizarse lo antes posible, dados los habituales desfases que se requieren normalmente para que produzca un impacto tangible sobre las respectivas posiciones en cuenta corriente.

Por lo que respecta a las economías superavitarias, las limitadas redes de protección social en los mercados emergentes de Asia continúan estimulando el ahorro interno; además, la falta de desarrollo financiero de estas economías sigue siendo un incentivo para canalizar ahorro interno hacia el exterior. Cabría pensar que las omnipresentes restricciones a las salidas de capital privado que afectan a algunas economías podrían reducir aún más la escala de esas exportaciones de ahorro interno.

Otro motivo por el que las economías emergentes de Asia podrían seguir registrando abultados superávits por cuenta corriente en el futuro es la preferencia de algunos de estos países por las exportaciones como principal motor del crecimiento. Hay que reconocer que las autoridades de algunos de estos países son cada vez más conscientes de la necesidad de modificar los patrones de crecimiento interno reduciendo su dependencia del sector de exportaciones y fortaleciendo la demanda, y están debatiendo reformas que puedan contribuir en esa dirección. No obstante, como ya se indicó anteriormente, hace falta tiempo para que estos cambios en los patrones de creci-

miento se lleven a la práctica y produzcan resultados eficaces.

Otro aspecto que hay que considerar es que, desde la perspectiva de los mercados emergentes que son grandes tenedores de reservas, podría interpretarse que la crisis financiera ha reivindicado la utilidad de acumular *stocks* de reservas incluso mayores como medio de autoprotección frente al riesgo de futuras crisis, aunque habría que distinguir entre el uso de dichas reservas para proporcionar liquidez en divisas y otros usos posibles, como la provisión de financiación para las políticas de estímulo presupuestario, como es el caso en algunos países. A este respecto, cabe señalar que las tenencias de reservas de las economías emergentes ya eran más elevadas en el tercer trimestre de 2009 que antes de la intensificación de la crisis en el tercer trimestre de 2008, aunque varias de estas economías tuvieron que utilizar una gran proporción de sus reservas para respaldar sus monedas a finales de 2008 y principios de 2009 (véase cuadro 2).

Por último, un factor estructural que sugeriría que los desequilibrios globales podrían volver a aumentar en el futuro tiene relación con la asimetría en los patrones de crecimiento mundiales. Concretamente, al atenuarse la crisis, han aumentado los diferenciales de crecimiento entre las principales economías que registran superávits o déficits exteriores, con las economías emergentes de Asia a la cabeza de la recuperación. El gráfico 5 muestra que los mercados emergentes, con su crecimiento orientado a las exportaciones, se han convertido gradualmente en una fuente de crecimiento mundial cada vez más importante desde la década de los ochenta, y el FMI prevé que seguirán siéndolo en los próximos años. Ello podría afectar a las divergencias en las posiciones de la cuenta corriente a escala mundial, dado que, entre todas las regiones, el superávit de las economías emergentes de Asia es el que menos se ha corregido desde la eclosión de la crisis.

15 Como señalan R. Baldwin y D. Taglioni (2009), «The illusion of improving global imbalances», 14 de noviembre de 2009 (<http://www.voxeu.org>), así como Paul Krugman en su reseña de este trabajo en «World Out of Balance», The New York Times, 15 de noviembre de 2009 (<http://nytimes.com>).

Cuadro 2 Reservas exteriores de algunos mercados emergentes

(mm de USD)

	IV 2008	I 2009	II 2009	III 2009
Todas las economías emergentes	4.265	4.175	4.483	4.738
Economías emergentes de Asia	3.321	3.337	3.608	3.836
China	1.946	1.954	2.132	2.273
India	247	241	254	264
Corea	200	206	231	249
Países vecinos de la UE	536	458	491	500
Rusia	406	334	365	368
América Latina	408	379	384	401
Brasil	191	188	196	211

Fuentes: International Financial Statistics (FMI) y datos de fuentes nacionales.

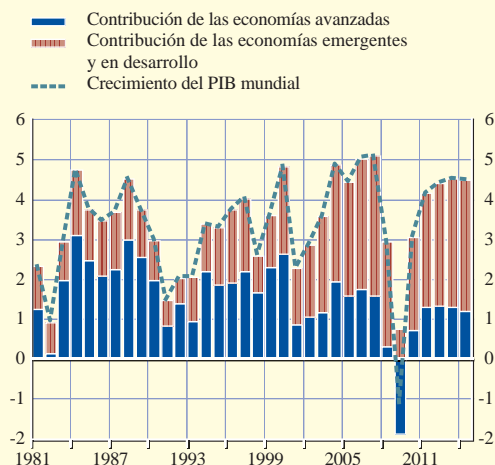
Notas: Las cifras no incluyen los activos financieros en poder de entidades públicas distintas de bancos centrales, como los fondos soberanos, ni las tenencias de activos exteriores de entidades privadas. Los «países vecinos de la UE» comprenden Rusia y los países europeos miembros de la CEI, los países de las riberas meridional y oriental del Mediterráneo, Oriente Medio y África subsahariana.

De cara al futuro, la reaparición de desequilibrios reales y financieros a escala mundial y el limitado reequilibrio de los patrones de crecimiento mundial podrían dar lugar a importantes riesgos adicionales para la economía mundial si no se adoptan a tiempo las oportunas medidas correctivas. Con la recuperación mundial, se puede contemplar, por un lado, un retorno al anterior escenario de altas tasas de crecimiento, en el que los superávits de las economías emergentes de Asia aumentarían de nuevo en paralelo con un incremento de las exportaciones. Por otro lado, los

déficits de las economías avanzadas podrían volver a aumentar, especialmente si no se reducen con determinación los déficits del sector público. Estas situaciones darían lugar, nuevamente, a un incremento de los desequilibrios anteriores, lo que crearía nuevos riesgos para la economía mundial. La alternativa, un escenario de bajo crecimiento, basado en el supuesto de que se reduzca el crecimiento potencial en las economías avanzadas que salgan de la crisis, daría como resultado una cierta reducción de los desequilibrios, pero también un crecimiento mundial mucho menor, ya que el modelo de exportación de los mercados emergentes se tambalearía. Así pues, tanto las economías desarrolladas como las emergentes deberían esforzarse en encontrar una alternativa que permita más crecimiento y menos desequilibrios. Este objetivo se aborda en la siguiente sección.

Gráfico 5 Crecimiento del producto real mundial

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI (octubre de 2009), y cálculos de los expertos del BCE.

4 PROGRAMA INTERNACIONAL DE MEDIDAS PARA UN REEQUILIBRIO MUNDIAL

4.1 EL MARCO DEL G 20

Para hacer frente a estos desafíos y lograr una reducción ordenada y duradera de los desequilibrios reales y financieros globales, así como una recuperación mundial sostenida, los líderes del G 20 decidieron en su reunión cumbre celebrada en Pittsburgh en septiembre de 2009 desarrollar un «Marco para el crecimiento vigoroso, sostenible y

equilibrado», que incluye el compromiso de «fomentar un mayor equilibrio de las cuentas corrientes». El grupo G 20, que se ha designado como «el principal foro para la cooperación económica internacional», tiene por objeto reunir en su seno a las economías de importancia sistémica de todo el mundo y acordar medidas de política que puedan contribuir a cambiar los patrones de demanda mundiales y lograr un crecimiento vigoroso, sostenible y equilibrado.

Concretamente, los países miembros del G 20 que registran «déficits externos sostenidos y significativos» se comprometieron a «adoptar medidas de estímulo del ahorro privado, manteniendo al mismo tiempo la apertura de los mercados y fortaleciendo los sectores de exportación», mientras que los que registran «superávits externos sostenidos y significativos» acordaron «reforzar las fuentes nacionales de crecimiento». Dependiendo de las circunstancias de cada país, la consecución de estos objetivos podría incluir el aumento de la inversión, la reducción de las distorsiones en los mercados financieros, el estímulo de la productividad en los sectores de servicios, la mejora de las redes de protección social y la eliminación de las restricciones que obstaculizan el crecimiento de la demanda¹⁶. Se prevé que estos compromisos se reflejen en planes de política económica a medio plazo elaborados por los países miembros del G 20, planes que se evaluarán basándose en su mutua compatibilidad y, posteriormente, considerando su coherencia con el objetivo general de alcanzar «un crecimiento vigoroso, sostenible y equilibrado». El FMI y otras IFI participarán en esta evaluación, en la medida de lo necesario. El calendario del proceso de desarrollo del marco del G 20 comprende varias etapas concretas. En primer lugar, a finales de enero de 2010, los países del G 20 presentaron su marco de política, que se analizaron en febrero con el FMI a fin de aclarar las propuestas enviadas y evaluar si eran compatibles entre sí. En segundo lugar, el impacto agregado a escala mundial de los marcos y planes de política individuales se analizará, en principio, en la reunión de primavera de los ministros y gobernadores del G 20. A continuación, el FMI preparará distintos escena-

rios que se someterán a la consideración de los líderes del G 20 en junio, tras lo cual, se realizarán evaluaciones mutuas definitivas, más elaboradas, y se formularán recomendaciones de política económica más concretas, que se presentarán a la consideración de los líderes del G 20 para su aprobación en la reunión cumbre que se celebrará en Seúl en noviembre de 2010.

4.2 DESAFÍOS QUE PLANTEA LA PUESTA EN PRÁCTICA DE LOS COMPROMISOS DEL G 20

En este contexto, aún está por ver si se lograrán progresos significativos en las principales economías deficitarias o superavitarias en cuanto al cumplimiento de los compromisos suscritos en la Cumbre de Pittsburgh del G 20. La experiencia anterior en materia de consultas multilaterales sobre desequilibrios globales de 2006-2007 indica que las economías en cuestión no pusieron totalmente en práctica los compromisos correspondientes, de lo que se deduce que la determinación de los países participantes a la hora de cumplir efectivamente sus compromisos es un elemento clave para el éxito del proceso. En el caso del marco del G 20, el nuevo proceso se diferencia notablemente de anteriores consultas multilaterales en los siguientes aspectos: reúne a las principales partes interesadas y no sólo a unos pocos países o regiones; está impulsado al más alto nivel por los líderes del G 20, y se basa en un seguimiento entre iguales (y no en la vigilancia institucional), lo que permite el margen de maniobra necesario para que las partes ejerzan una presión mutua unas frente a otras.

En este contexto, uno de los principales obstáculos que tendrá que superar el nuevo proceso es lograr que la cooperación internacional y el inte-

16 El marco acordado en Pittsburgh se basa, en parte, en las medidas de política acordadas durante la ronda de consultas multilaterales sobre los desequilibrios globales de 2006-2007, lideradas por el FMI, entre China, la zona del euro, Japón, Estados Unidos y Arabia Saudí, así como en posteriores análisis del FMI (véase, por ejemplo, O. Blanchard, «Sustentar la recuperación mundial» Finanzas & Desarrollo, volumen 46, número 3, septiembre de 2009, y «Más allá de 2010: ¿Cómo se reequilibrará la economía mundial?», Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, octubre de 2009).

rés común para progresar en los compromisos suscritos mantengan el impulso necesario a medida que se aproxime el final de la crisis. Además, no será fácil desarrollar una perspectiva coherente a escala mundial a partir de las contribuciones individuales de los países miembros del G 20. A este respecto, el FMI no escatimará esfuerzos para detectar incoherencias en los supuestos nacionales que presente el G 20 y analizar la compatibilidad multilateral de las respectivas presentaciones.

Otro desafío clave es evaluar la forma de mejorar las perspectivas mundiales a medio plazo mediante la adopción de medidas de política adicionales, así como de determinar qué recomendaciones, en materia de políticas, son necesarias para los grupos de países y cómo pueden esas recomendaciones traducirse en medidas específicas para cada país y aplicarse de manera sostenida. En cuanto a los compromisos de la zona del euro en materia de política económica, la mejor contribución que puede hacer la zona para reducir de forma ordenada los desequilibrios globales sigue siendo la misma que se acordó en las consultas multilaterales de 2006-2007, a saber, seguir adelante con las reformas estructurales encaminadas a aumentar la productividad y el crecimiento potencial. Esa contribución sería coherente con los objetivos del programa de reforma estructural de la UE, tanto pasado como futuro, incluidas la agenda de Lisboa y la estrategia de la UE 2020.

5 CONCLUSIÓN

En la presente coyuntura, los desequilibrios globales siguen representando un riesgo importante para la estabilidad macroeconómica y financiera mundial. La reducción de los desequilibrios durante la crisis ha sido parcial y es probable que, en gran medida, solo sea transitoria, suponiendo que no se produzcan cambios de política fundamentales. Es mucho lo que está en juego para evitar un ajuste desordenado en el futuro, que sería costoso para todas las economías. Por consiguiente, todas las economías deben desempeñar el papel que les corresponde para resolver esos desequilibrios de manera compatible con una recuperación mundial sostenida. Reequilibrar la economía mundial es una tarea compleja que exige un gran esfuerzo, debido principalmente a la dificultad de poner en práctica las reformas necesarias o al tiempo que las medidas estructurales pertinentes tardan en surtir efecto. No obstante, es preciso dar una respuesta importante y de alcance mundial. El compromiso adquirido por los miembros del G 20 de cumplir efectivamente lo acordado seguirá siendo la clave del éxito para lograr una corrección ordenada de los desequilibrios y una recuperación sostenible de la economía mundial. Las externalidades internacionales de las políticas económicas están aumentando en un mundo cada vez más globalizado. Por consiguiente, reviste crucial importancia fortalecer la supervisión de las políticas de las principales economías superavitarias o deficitarias, a fin de fomentar una mayor disciplina en consonancia con el proceso del G 20.