

III. Los riesgos de los desequilibrios internacionales: más allá de las cuentas corrientes

La globalización genera beneficios económicos sustanciales y mensurables. Incrementa los flujos comerciales y permite a los consumidores acceder a una gama de bienes y servicios significativamente más amplia que la producida por sus respectivas economías nacionales. Asimismo, comporta flujos financieros internacionales que liberan a las empresas de las restricciones que, en otro caso, impondría el ahorro interno a sus decisiones de inversión, permitiendo a los inversores reducir riesgos y optimizar la rentabilidad con la diversificación de activos a escala mundial. Con ello, estos flujos mejoran la eficiencia en la asignación de capital y de conocimientos prácticos (*know-how*).

Ahora bien, al ampliar de este modo el alcance de la actividad económica, la globalización también amplía su potencial exposición a la inestabilidad. Los mismos vínculos internacionales que acrecentaron el bienestar y la eficiencia en las últimas décadas actuaron como un potente canal de propagación de las perturbaciones económicas y financieras durante la crisis de 2007–09. En las etapas iniciales, la rápida caída de los precios de los activos causó estragos en las posiciones patrimoniales de los inversores internacionales; en las fases posteriores, el desmoronamiento del comercio mundial castigó a numerosas economías orientadas a la exportación.

Antes de la crisis financiera se pensaba que el principal riesgo para la economía mundial radicaba en la existencia de importantes superávits y déficits en las balanzas por cuenta corriente. Después, en el punto álgido de la crisis, las amenazas para la solvencia de destacadas instituciones financieras fueron el centro de atención. Ahora que la crisis remite, el debate retorna a los riesgos implícitos en unos saldos por cuenta corriente internacionales cuyos desequilibrios, pese a disminuir durante la crisis, aún son importantes.

Sin duda, uno de los riesgos de los persistentes desequilibrios por cuenta corriente es que lleven a las autoridades a recurrir a políticas proteccionistas. Además, los flujos financieros netos, que se dirigen desde economías con superávit por cuenta corriente hacia otras con déficit, generan riesgos. Una economía con voluminosos flujos financieros entrantes netos podría sufrir la depreciación brusca y desordenada de su moneda si estos flujos revirtieran de súbito. Asimismo, el sector financiero puede ser incapaz de absorber de forma eficiente estos flujos entrantes, lo que podría traducirse en inestabilidad financiera.

Los desequilibrios por cuenta corriente están corrigiéndose, si bien con lentitud. Los países con abultados superávits o déficits están aplicando ajustes estructurales en el ahorro y la inversión tendentes a reducir los desequilibrios en el largo plazo. A esta reducción contribuye también el ajuste de los tipos de cambio reales, cuya aceleración en el corto plazo exigiría mayor flexibilidad de los precios internos, de los tipos de cambio nominales o de ambos. Dado

que los responsables de las políticas deben mantener la estabilidad de precios, el peso del ajuste de los tipos de cambio reales debería recaer sobre los tipos de cambio nominales.

La coordinación internacional podría ayudar a repartir esta carga entre los países con mayores superávits y déficits, sacando a las políticas del atolladero en que actualmente se encuentran. Por ejemplo, dado que los costes de una mayor flexibilidad de los tipos de cambio correrían por cuenta de China, Estados Unidos podría compartir la carga con la adopción de políticas monetarias y fiscales más restrictivas. Además, en las economías emergentes con superávit el primer país que permitiese la apreciación de su moneda perdería competitividad frente a los demás. La desventaja de ser el primero en actuar podría paliarse con una política coordinada.

Los peligros que plantean los desequilibrios por cuenta corriente y en los flujos netos de capital son importantes, pero la crisis financiera puso de relieve asimismo la necesidad de ver más allá. Para una comprensión cabal de los crecientes riesgos que suponen los desequilibrios financieros es preciso tener en cuenta también los flujos financieros brutos. Estos flujos financieros de entrada y de salida son significativamente mayores que los flujos netos que se reflejan en el saldo por cuenta corriente, y a menudo son cuantiosos aun en aquellos casos en los que ese saldo es ínfimo. Son pues los flujos brutos, y no los netos, los que debe acomodar el sector financiero receptor, y su brusca interrupción puede exponer a la economía receptora a una crisis económica.

Los flujos brutos también suponen una amenaza por cuanto contribuyen a generar vulnerabilidades en los balances interconectados de instituciones financieras, empresas y hogares de todo el mundo. En concreto, pueden dar lugar a descalces de monedas, de plazos y crediticios, ya que es difícil que las características de los activos obtenidos mediante los flujos de salida coincidan exactamente con las de los pasivos obtenidos mediante los flujos de entrada, tanto a nivel individual de los participantes en el mercado como en términos agregados. Además, aun cuando las posiciones del balance se compensaran, siguen existiendo riesgos de contraparte. Durante la crisis financiera, el súbito deterioro de las posiciones patrimoniales provocó una fuerte reducción de la actividad económica, poniendo de manifiesto que incluso diferencias menores en apariencia en las características de activos y pasivos —junto con los riesgos de contraparte— pueden constituir un potente canal de propagación de las perturbaciones.

La primera línea de defensa en la gestión de los riesgos asociados a los flujos financieros brutos y a los desequilibrios financieros es la aplicación de políticas macroeconómicas que mantengan la estabilidad monetaria y la sostenibilidad fiscal. La política monetaria puede servir también para actuar en contra de la tendencia, oponiendo resistencia a incrementos desproporcionados del crédito y de los precios de los activos. Las políticas que refuerzan la solidez de los marcos macroprudenciales y la infraestructura financiera constituyen una útil segunda línea de defensa, capaz de contener los desequilibrios financieros y minimizar las secuelas negativas en caso de crisis. En última instancia, y en circunstancias extraordinarias, pueden aplicarse

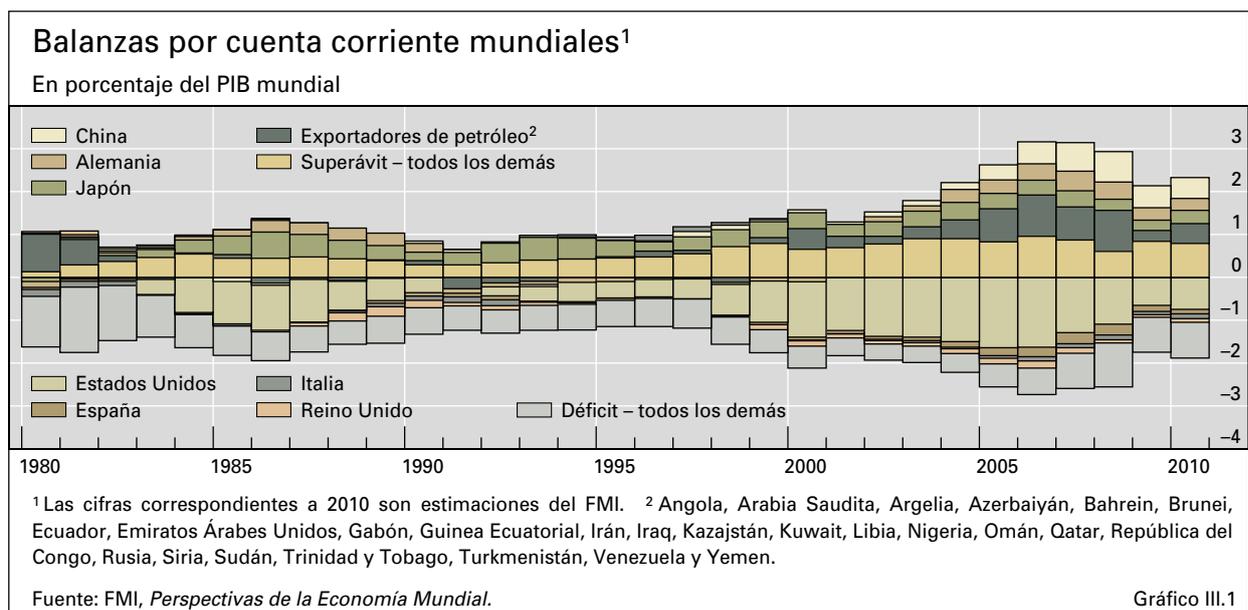
controles de capital como medida provisional para contener temporalmente algunos riesgos relacionados con grandes entradas de capital. Asimismo, los pasos que se están dando para solventar las actuales carencias en los datos permitirán evaluar mejor las vulnerabilidades que pudieran aparecer en los balances internacionales.

Por último, existe un vínculo entre los desequilibrios por cuenta corriente y los financieros. La crisis financiera puso de manifiesto que la gestión eficaz de los riesgos que conllevan ambos tipos de desequilibrio es fundamental para el crecimiento mundial sostenible y la estabilidad financiera. Además, algunos de los riesgos derivados de los desequilibrios por cuenta corriente son parecidos a los generados por los flujos brutos. Según se ha señalado, un repentino cambio de tendencia en cualquiera de ellos puede desencadenar crisis económicas y financieras a escala nacional, y algunas de las medidas dirigidas a minorar una clase de desequilibrio también servirían para mitigar la otra. Por ejemplo, una mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal no solo aceleraría el ajuste de desequilibrios por cuenta corriente, sino que también contribuiría a la estabilidad financiera en las economías emergentes con superávit, al aliviar las presiones inflacionistas.

En primer lugar, analizaremos los importantes desequilibrios actuales por cuenta corriente y las posibilidades que ofrece la coordinación de políticas de reducir los riesgos que plantean. A continuación, evaluaremos los riesgos asociados a los grandes flujos financieros brutos y las respuestas de política más eficaces. Para concluir, mostraremos la forma en que están relacionados los desequilibrios por cuenta corriente y los financieros.

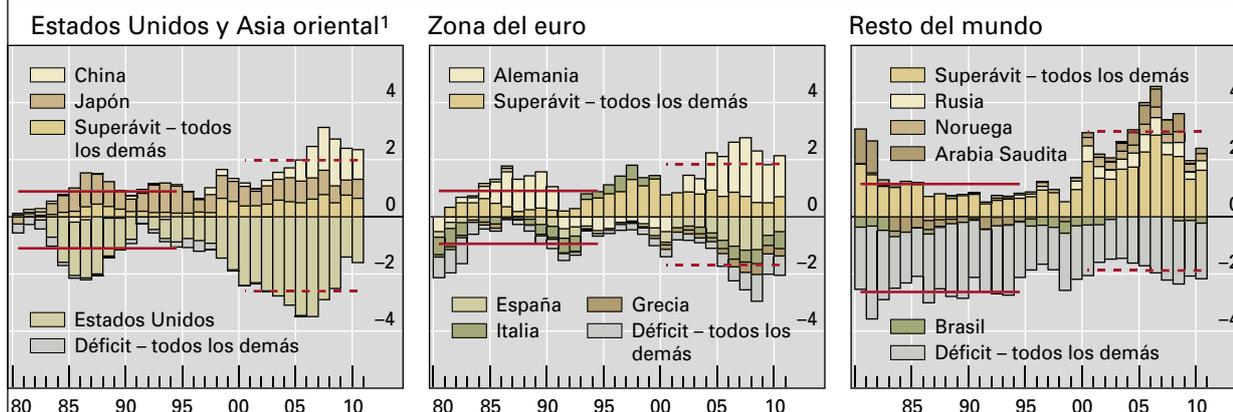
Balanzas por cuenta corriente: riesgos y respuestas

Los desequilibrios por cuenta corriente aún son considerables (Gráfico III.1). Estados Unidos, Italia, España y el Reino Unido registran déficits abultados y persistentes, mientras que China, Japón y Alemania exhiben superávits



Balanzas por cuenta corriente regionales

En porcentaje del PIB



Las líneas rojas indican los superávits y déficits promedios para las economías enumeradas para los periodos 1980-94 (líneas continuas) y 2000-10 (discontinuas).

¹ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Japón, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Gráfico III.2

igualmente abultados y persistentes. Sumados en términos absolutos, los superávits y los déficits por cuenta corriente representaban alrededor del 2% del PIB mundial en la década de los 80 y principios de los 90, cuando empezaron a crecer a ritmo constante hasta situarse aproximadamente en el 6% en la antesala de la crisis financiera. Aunque desde entonces han descendido al 4%, la suma de déficits y superávits aún es elevada en comparación con el pasado.

Los saldos por cuenta corriente están concentrados. Desde 1994, la mayor parte del crecimiento de sus posiciones se ha registrado en Estados Unidos y Asia oriental (Gráfico III.2, panel izquierdo) y en la zona del euro (panel central). Si comparamos el periodo 1980-94 con el periodo 2000-10, el promedio de la balanza regional en porcentaje del PIB regional se incrementó en unos 2,6 puntos porcentuales en Estados Unidos y Asia oriental, y en 1,7 puntos porcentuales en la zona del euro, pero solo en torno a 1,1 puntos porcentuales en el resto del mundo. Esta concentración explica que los debates sobre políticas se centren a menudo en los países con los mayores saldos, entre ellos, China y Estados Unidos.

Dado que gran parte de la reducción de los saldos por cuenta corriente observada durante la crisis fue un fenómeno más cíclico que estructural, es probable que en el futuro se registren incrementos. Por ejemplo, numerosas economías avanzadas con déficits por cuenta corriente, incluido Estados Unidos, experimentaron una intensa contracción de la demanda interna privada. A medida que esas economías se recuperen, y consumo e inversión privados empiecen a repuntar, es probable que su demanda interna aumente. Sin una consolidación fiscal sustancial, ese aumento de la demanda probablemente ampliará aun más los déficits por cuenta corriente. A la inversa, los estímulos macroeconómicos alentaron la actividad económica en economías emergentes con superávits por cuenta corriente, en especial China.

La retirada progresiva de estímulos probablemente reducirá la demanda interna y podría incrementar los superávits por cuenta corriente.

Riesgos

La persistencia de grandes déficits por cuenta corriente resulta insostenible y, por tanto, tarde o temprano habrá de ponerles fin. La cuestión, pues, no es si los desequilibrios se corregirán, sino cómo se producirá dicha corrección. El principal riesgo es que el ajuste sea desordenado y vaya en detrimento de la estabilidad macroeconómica y financiera mundial.

Los desequilibrios por cuenta corriente pueden provocar el ajuste desordenado de los tipos de cambio...

En caso de que los flujos financieros que alimentan los déficits por cuenta corriente invirtiesen de repente su curso, las economías con déficits abultados experimentarían una depreciación desordenada de su moneda. Antes de la crisis financiera, se consideraba que el amplio déficit por cuenta corriente de Estados Unidos constituía una seria amenaza para la estabilidad financiera mundial por el riesgo de depreciación desordenada del dólar que comportaba. El hecho de que a día de hoy Estados Unidos pueda financiar con facilidad su déficit no significa que vaya a ser así siempre. La experiencia de distintas economías más pequeñas con déficits sugiere que la confianza de los mercados puede esfumarse de súbito, imponiendo ajustes imprevistos y costosos. Un reajuste brusco de la demanda mundial provocado por una depreciación acusada del dólar estadounidense tendría repercusiones de gran alcance en la economía mundial.

El sector financiero interno podría además tener dificultades para absorber eficazmente los flujos financieros de entrada que son la contrapartida del déficit por cuenta corriente. La probabilidad de que estos flujos entrantes no se asignen a usos productivos es especialmente alta cuando no existe una buena regulación de las instituciones financieras. La deficiente asignación de capital resultante —por ejemplo, en forma de crédito al sector inmobiliario— podría provocar ciclos alcistas y bajistas muy acusados y, con el tiempo, inestabilidad financiera. De hecho, algunos economistas atribuyen en parte el auge del sector de la vivienda registrado en Estados Unidos antes de la crisis a los grandes flujos de entrada de capital, que son la contrapartida de los déficits por cuenta corriente. La persistencia de los desequilibrios mundiales implica que perdurarán también riesgos similares para la estabilidad financiera.

Por último, aunque no menos importante, los desequilibrios por cuenta corriente podrían llevar a países con déficit a adoptar medidas proteccionistas. El riesgo es especialmente alto si se interpreta que las políticas de los países con superávit ocasionan una desventaja competitiva a los países con déficit. Una escalada del proteccionismo podría desembocar en guerras comerciales. Los responsables de las políticas se muestran reacios a aplicar este enfoque, aunque parece aumentar el riesgo de que se produzca un giro en ese sentido.

... y proteccionismo

Políticas en el atolladero

La reducción de los desequilibrios por cuenta corriente pasa por un reajuste de la demanda mundial. Los países deficitarios deben sustituir fuentes internas de demanda por fuentes externas, mientras que aquellos con superávit deben hacer lo contrario. Analizando los cambios necesarios en términos de volumen,

los países con déficit combinarían el aumento del ahorro interno con un menor consumo o inversión, y lo opuesto harían las economías con superávit. En cuanto a los precios, una depreciación en términos reales de las monedas de los países con déficit aumentaría su competitividad internacional y contribuiría a materializar los cambios deseados en los volúmenes. La apreciación en términos reales de las monedas de los países con superávit, por su parte, conduciría al mismo resultado. Para lograr estos ajustes del tipo de cambio real es necesaria la flexibilidad de los precios y los salarios internos, de los tipos de cambio nominales, o de ambos.

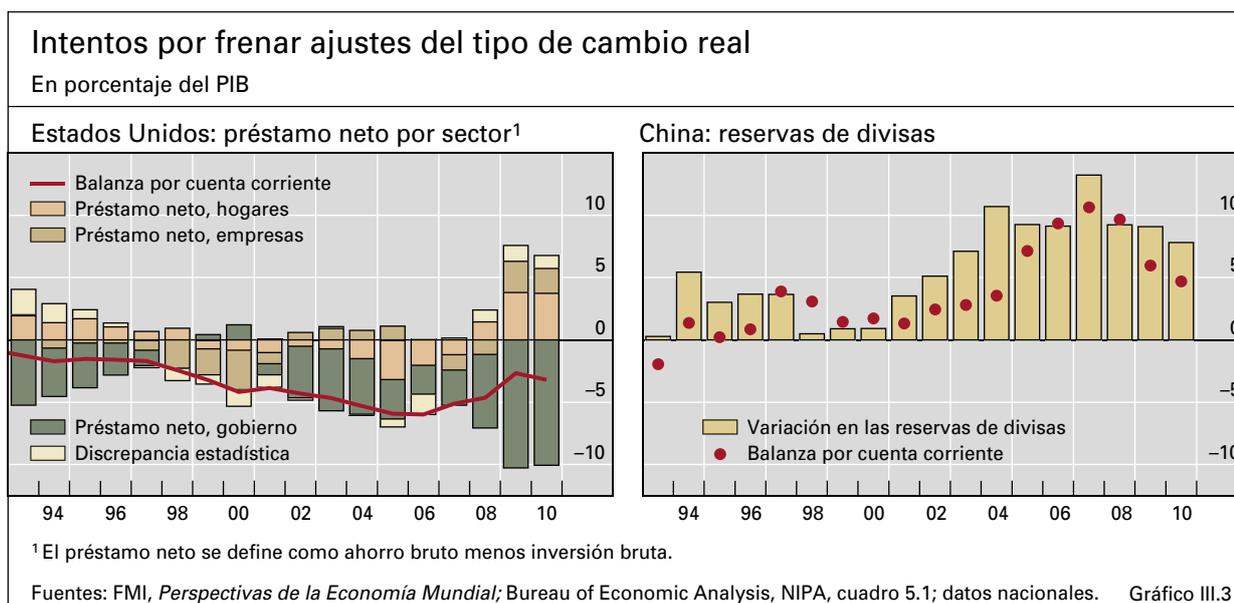
Sin embargo, el ajuste lleva tiempo...

Aunque los desequilibrios por cuenta corriente son algo menores que los registrados justo antes de la crisis (Recuadro III.A), el ritmo de ajuste actual parece lento y, en las presentes circunstancias, no parece probable que se produzcan ajustes deliberados adicionales a una escala significativa. Probablemente un país con un gran déficit o superávit siga resistiéndose a los ajustes de los precios relativos o de los tipos de cambio nominales ante la perspectiva de tener que asumir en solitario la totalidad del coste del ajuste.

En concreto, temiendo los elevados costes que comporta la inestabilidad monetaria, los países con déficit opondrán resistencia a las presiones deflacionistas generadas por sus saldos por cuenta corriente, mientras que los países con superávit harán lo propio frente a las correspondientes presiones inflacionistas. Esta resistencia desde ambos lados de la divisoria de la cuenta corriente cuadra con los objetivos de política interna, en especial si se da por hecha la resistencia del otro lado. El resultado es un atolladero sin salida.

... a causa de los objetivos de política interna de los países...

Por ejemplo, en Estados Unidos, las tasas de interés oficiales reducidas, unidas a un potente estímulo fiscal, sirvieron para corregir la fuerte caída de la demanda privada de hogares y empresas (Gráfico III.3, panel izquierdo). La capacidad de financiación neta de los hogares, definida como ahorro bruto menos inversión bruta, se incrementó desde el -3,2% del PIB en el año 2005 hasta el +3,7% en 2010, mientras que la necesidad de financiación neta del sector público aumentó del 3,2% al 10,1% en el mismo periodo. Durante un



Recuadro III.A: Evidencias de ajuste

La corrección de los desequilibrios mundiales en las balanzas por cuenta corriente requiere de ajustes compensatorios en el ahorro y la inversión (es decir, en su cuantía), y deslizamientos complementarios de los tipos de cambio reales que faciliten el ajuste de los precios relativos. Las primeras señales de ajuste en ahorro e inversión ya han aparecido. En Estados Unidos, el ahorro privado se ha incrementado tras el auge que tuvo en la crisis financiera. En China, los planes del gobierno para aumentar el consumo interno, junto con las reformas en curso en la estructura de gobierno de las principales empresas, podrían reducir el elevado nivel de ahorro actual.

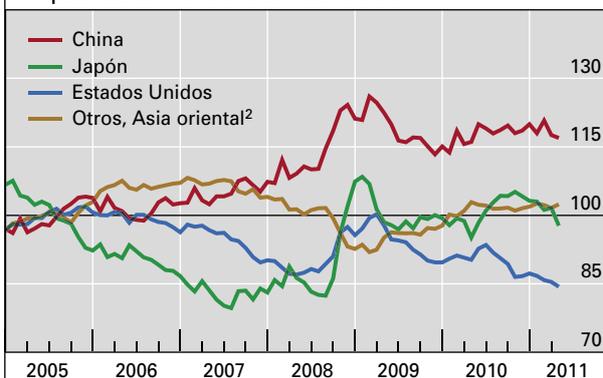
El ajuste de los precios relativos mediante variaciones del tipo de cambio real contribuye a reducir los desequilibrios por cuenta corriente. Es decir, en los países con déficit, los precios, expresados en la moneda de países con superávit, tienden a aumentar más lentamente que los precios en estos últimos países. Una de las medidas de competitividad internacional es el tipo de cambio efectivo real basado en los costes laborales unitarios. En el caso del dólar estadounidense, este tipo de cambio cayó un 10% aproximadamente entre 2004 y 2009, lo que debería contribuir a reducir el déficit por cuenta corriente. Aunque no se dispone de datos oficiales sobre los costes laborales unitarios en China, el rápido crecimiento de los salarios registrado recientemente apunta a que allí también se están produciendo ajustes. Este es en parte el resultado de una política de incremento de los salarios mínimos, aunque también podría ser indicativo de que China se está acercando al fin de su oferta de excedente de mano de obra, lo que a su vez implicaría un crecimiento todavía más rápido de los salarios en el futuro[Ⓞ].

Las medidas del tipo de cambio efectivo real disponibles basadas en la inflación de los precios de consumo también apuntan a que se están produciendo ajustes. El tipo de cambio efectivo real del renminbi se ha incrementado un 15% en los últimos cinco años (Gráfico III.A, panel izquierdo). Por su parte, el correspondiente al dólar estadounidense ha disminuido un 15% en el mismo periodo, a pesar de haber registrado importantes aumentos durante la crisis financiera. La apreciación en términos reales del renminbi frente al dólar se explica por la combinación de una inflación en China superior a la de Estados Unidos y la apreciación en términos nominales del renminbi frente al dólar (Gráfico III.A, panel derecho). Estas medidas podrían subestimar el grado de ajuste de China. Es probable que la repercusión de los recientes incrementos salariales eleve el precio de los servicios, infraponderados sistemáticamente en el índice de precios de consumo de China, que se utiliza para calcular el tipo de cambio real basado en la inflación.

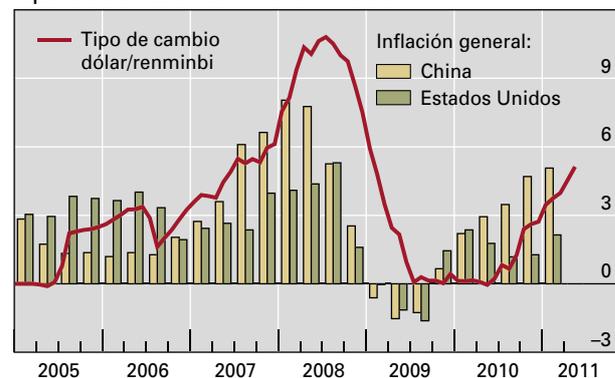
[Ⓞ] Según el argumento de la oferta de mano de obra, un aumento de la demanda en China no había provocado anteriormente un incremento sustancial de los salarios reales, porque la demanda se satisfacía con el superávit de oferta de trabajadores del campo. A medida que el exceso de oferta se agote, los nuevos incrementos de la demanda de mano de obra comportarán un aumento de los salarios reales, que seguramente provocará una aceleración de la apreciación en términos reales del renminbi.

Ajuste del tipo de cambio real

Tipos de cambio efectivos reales¹



Tipo de cambio nominal e inflación³



¹ En términos de precios de consumo relativos; subida = apreciación; índice amplio del BPI, promedio de 2005 = 100. ² Media ponderada de Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei chino basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. ³ Variación porcentual anual del tipo de cambio bilateral y de los precios de consumo.

Fuentes: datos nacionales; BPI.

Gráfico III.A

tiempo existió riesgo claro de deflación, que los estímulos fiscales ayudaron a contrarrestar.

... y de la resistencia de las economías emergentes con superávit a un tipo de cambio más flexible

En la misma línea, numerosas economías con superávit intentan contener el ritmo de apreciación en términos nominales de su moneda. Una apreciación rápida pondría punto final a su fructífera estrategia de crecimiento basada en las exportaciones y, probablemente, se traduciría en una reducción del empleo y del producto a corto plazo. Así pues, la resistencia a una rápida apreciación en esas economías es coherente con sus objetivos de política interna.

Esta resistencia puede apreciarse en las reservas de divisas que han acumulado en la última década (Cuadro III.1). En China, los amplios superávits por cuenta corriente coinciden con un alto nivel de acumulación de reservas (Gráfico III.3, panel derecho). De hecho, en China, desde 1994, la acumulación de reservas exteriores por importe de 2,4 billones de dólares supera en un

Variación anual de las reservas oficiales de divisas					
	2006	2007	2008	2009	2010
	En miles de millones de dólares de EEUU, a tipos de cambio vigentes				
Mundial	915,9	1 445,2	654,6	1 131,7	1 102,5
Países industriales	164,7	177,2	71,6	483,9	320,0
Estados Unidos	0,8	4,7	7,1	53,1	1,7
Zona del euro	12,3	18,3	3,4	64,1	17,4
Japón	45,4	73,1	56,6	12,9	39,3
Asia ¹	395,2	694,5	412,0	747,4	653,7
China	247,0	461,8	419,0	466,8	450,0
Corea	28,6	23,3	-61,0	68,8	21,6
Filipinas	4,1	10,2	3,0	5,6	16,6
Hong Kong RAE	8,9	19,5	29,8	73,3	12,9
India	38,8	96,3	-19,6	17,8	10,1
Indonesia	8,0	13,9	-5,4	14,0	29,3
Malasia	12,3	18,9	-9,9	4,3	9,5
Singapur	20,1	26,7	11,2	13,6	37,9
Tailandia	14,6	19,9	23,4	26,8	32,0
Taipei Chino	12,9	4,2	21,4	56,5	33,8
América Latina ²	49,5	126,7	42,9	44,0	81,6
Argentina	3,7	13,8	0,2	1,2	3,6
Brasil	31,9	94,3	13,4	44,5	49,7
Chile	2,5	-2,6	6,2	2,2	2,5
México	2,2	10,8	8,0	4,5	20,7
Venezuela	5,5	-5,2	8,9	-11,4	-8,6
ECO ³	28,2	42,4	5,7	39,3	15,3
Oriente Medio ⁴	27,1	63,9	53,4	7,8	19,7
Rusia	119,7	171,2	-55,0	4,9	26,9
<i>Pro memoria:</i>					
<i>Exportadores netos de petróleo⁵</i>	<i>285,3</i>	<i>330,5</i>	<i>145,8</i>	<i>-22,2</i>	<i>106,4</i>

¹ Países enumerados. ² Países enumerados más Colombia y Perú. ³ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, la República Checa y Rumania. ⁴ Arabia Saudita, Kuwait, Libia y Qatar. Para Arabia Saudita, excluye la inversión en títulos extranjeros. ⁵ Angola, Argelia, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Rusia, Venezuela y Oriente Medio.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales. Cuadro III.1

30% su superávit por cuenta corriente. Como consecuencia de la acumulación de estas reservas, los incrementos del tipo de cambio nominal son inferiores a lo que en otro caso hubieran sido.

La acumulación de reservas de divisas complica la política monetaria. Sin la aplicación de medidas adicionales, el aumento de estas reservas ejercería una presión bajista sobre las tasas de interés. Para mantener la estabilidad monetaria y oponer resistencia a las presiones inflacionistas ejercidas por la intervención en los mercados de divisas, China esteriliza los efectos de su enorme acumulación de reservas. Por este mismo motivo, ha aumentado constantemente los requerimientos de encaje bancario y elevado las tasas de interés oficiales.

En conjunto, las políticas adoptadas en Estados Unidos, China y otros países con vistas a mantener la estabilidad monetaria y limitar las variaciones del tipo de cambio nominal han ralentizado el ajuste del tipo de cambio real.

Además, las políticas adoptadas en los países situados a un lado de la divisoria de la cuenta corriente hacen más difíciles los ajustes unilaterales para los países del otro lado. Por ejemplo, el amplio superávit por cuenta corriente de China refuerza los incentivos para adoptar políticas macroeconómicas que estimulen la demanda en Estados Unidos. A la inversa, el estímulo macroeconómico y, más en general, el exceso de demanda en Estados Unidos acrecientan la magnitud y el coste del ajuste cambiario precisos en China para reducir su superávit. Países situados a ambos lados podrían desear realizar los ajustes, pero ninguno considera que hacerlo de forma unilateral beneficie sus intereses. Los costes de los ajustes corren de forma desproporcionada por cuenta del país que los lleva a cabo y, en apariencia, superan a las ventajas internas resultantes en forma de mayor estabilidad financiera y menor inflación (en el caso de que los ajustes se introduzcan en economías emergentes con superávit) o de posiciones externas más sostenibles (en caso de introducirse en economías avanzadas con déficit). No obstante, los ajustes constituyen también una externalidad positiva para todos los demás países al salir reforzada la estabilidad macroeconómica mundial.

La resistencia hace que los ajustes unilaterales resulten más costosos a otros países

El papel de la coordinación de políticas

La coordinación podría ser clave para salir de este atolladero. El elevado coste de la inestabilidad financiera significa que el ajuste debería realizarse principalmente a través de tipos de cambio nominales más flexibles. En el caso de Estados Unidos y China, es probable que la mayor parte del coste recayera sobre este último, si bien el primero podría compartir la carga adoptando políticas monetarias y fiscales más restrictivas dirigidas a reducir su demanda interna. La aplicación de políticas macroeconómicas más restrictivas en el país con déficit podría también despejar el temor a que el valor de las reservas de divisas acumuladas por economías con superávit pudiera disminuir por efecto de la inflación.

La coordinación es necesaria para salir del presente atolladero

La puesta en práctica de esta coordinación dependería probablemente de que se diesen unas condiciones internas más favorables en ambos grupos de países. Lo que más necesitan los países con déficit es una recuperación económica suficientemente sólida como para permitir la adopción de políticas

La coordinación entre economías con superávit permitiría una mayor flexibilidad de los tipos de cambio

macroeconómicas más restrictivas. En los países con superávit, una mejora de la infraestructura de los mercados financieros a través del desarrollo de un mercado de derivados de divisas, por ejemplo, reduciría los costes reales generados por una mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal.

La coordinación permitiría también abordar el problema de la desventaja de ser el primero en actuar que afecta a las economías con superávit. En un país con superávit que optase unilateralmente por permitir que su moneda se apreciase en términos nominales, sus exportadores quedarían en desventaja frente a los exportadores de países con superávit que no ajustasen de forma simultánea sus tipos de cambio. La coordinación entre las economías con superávit, en especial las emergentes de Asia, podría ayudar a superar este obstáculo.

Además de la coordinación, adoptar políticas estructurales tanto en países superavitarios como deficitarios podría contribuir el ajuste a escala mundial de los desequilibrios por cuenta corriente. Por ejemplo, el régimen tributario de Estados Unidos favorece la deuda y penaliza el ahorro. Eliminar estas distorsiones podría contribuir al reajuste mundial. A la inversa, en China, seguir desarrollando programas de seguridad social sostenibles —sanidad pública y planes públicos de pensiones incluidos— reduciría las necesidades de ahorro de los hogares y fomentaría el consumo.

No obstante, la magnitud del problema hace pensar que, sin actuación coordinada, el atolladero que constituye la falta de definición de las políticas, así como los crecientes desequilibrios, podrían persistir durante muchos años. Las economías con superávit pueden resistirse a la apreciación de su moneda en términos nominales mientras estén dispuestas a seguir acumulando reservas de divisas y a asumir el coste que ello supone. Por ello, en general, son los países con déficit los que al final se ven forzados a realizar ajustes. Cuanto más tiempo dure la indefinición de políticas, mayores tendrán que ser los ajustes finales y mayor será el riesgo de que se produzcan de forma desordenada¹.

Flujos financieros brutos y desequilibrios financieros

La crisis financiera ha demostrado que los riesgos a escala internacional que entrañan los flujos de capital son tan importantes como los generados por los saldos por cuenta corriente. Los flujos financieros hacen que se acumulen grandes posiciones en los balances interconectados de instituciones financieras, empresas y hogares de todo el mundo. Las diferencias entre las características de estos flujos de entrada y de salida se acumulan en forma de desajustes entre los activos y pasivos de estos balances. Los descalces, de monedas o plazos, por ejemplo, podrían derivar en desequilibrios financieros. Comprender y gestionar los riesgos vinculados a estos desajustes resulta

¹ En Estados Unidos, las presiones para acometer ajustes son ligeramente más débiles que las que sufren otros países con déficit. Como el dólar es la principal moneda de reserva del mundo, Estados Unidos puede mantener un pequeño déficit por cuenta corriente, incluso a largo plazo, porque es probable que los no residentes deseen tener activos denominados en dólares. Sin embargo, la magnitud actual del déficit de Estados Unidos está claramente por encima de este nivel, lo que implica que su ajuste futuro es inevitable.

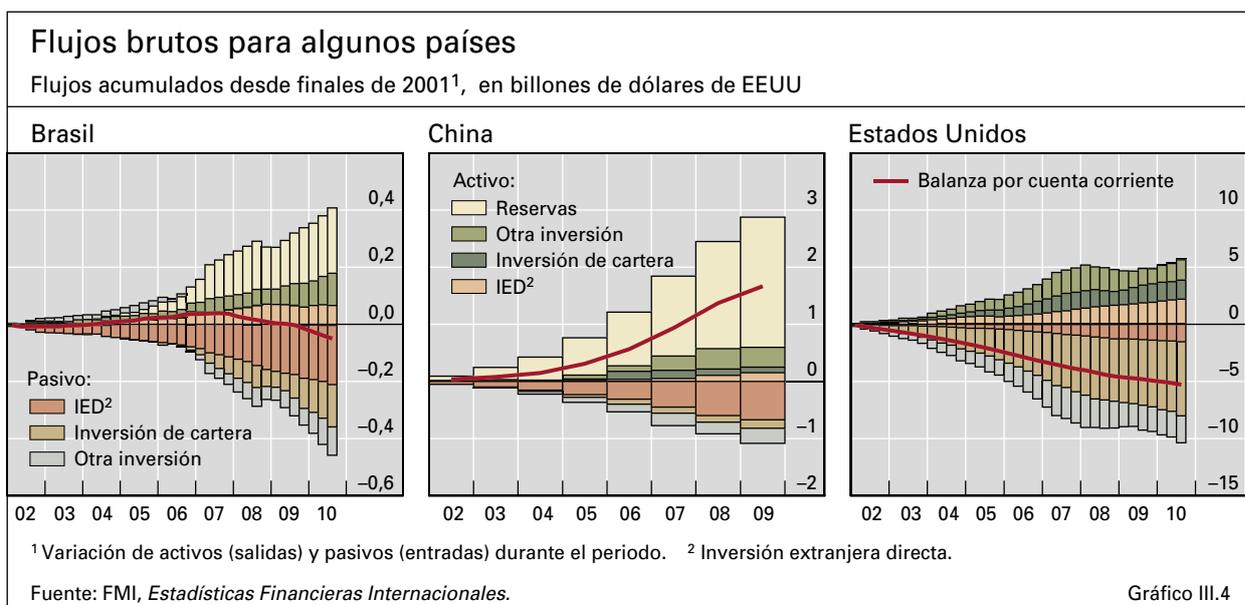
importante para un crecimiento económico mundial sostenible y para la estabilidad financiera.

La diferencia entre los flujos de entrada y de salida de capital de un país es igual al saldo de su balanza por cuenta corriente: en los países con déficit por cuenta corriente los flujos de entrada brutos son mayores que los de salida, mientras que en los países con superávit los flujos de salida brutos superan a los de entrada². Por separado, no obstante, la magnitud de los flujos entrantes y salientes brutos podría guardar poca relación con la de la cuenta corriente. Los inversores diversifican sus activos a escala internacional atendiendo al riesgo y rendimiento esperados, más que en función de los saldos de ahorro e inversión subyacentes de las economías nacionales. Las operaciones de los fondos de pensiones que crean carteras diversificadas a escala internacional comportan flujos de salida cuantiosos, tanto en países superavitarios como deficitarios. Del mismo modo, las empresas de gran tamaño que amplían su producción invirtiendo más allá de sus fronteras suelen hacerlo sea cual sea la balanza por cuenta corriente de su país.

Los flujos brutos son considerables y no están necesariamente relacionados con los flujos netos...

Brasil, por ejemplo, ha registrado grandes flujos de entrada y de salida de capital a pesar de su reducido saldo por cuenta corriente (Gráfico III.4, panel izquierdo). Los países con superávit por cuenta corriente pueden presentar importantes flujos financieros de entrada. En China (panel central), entre los años 2002 y 2009, los flujos de entrada brutos superaron el billón de dólares, pese a que el superávit por cuenta corriente acumulado fue de 1,7 billones de dólares. A la inversa, los flujos financieros de salida de los países con déficit pueden ser considerables, como ocurre en Estados Unidos (panel derecho). Aunque los déficits por cuenta corriente acumulados a lo largo de los últimos ocho años por Estados Unidos ascienden a unos 5 billones

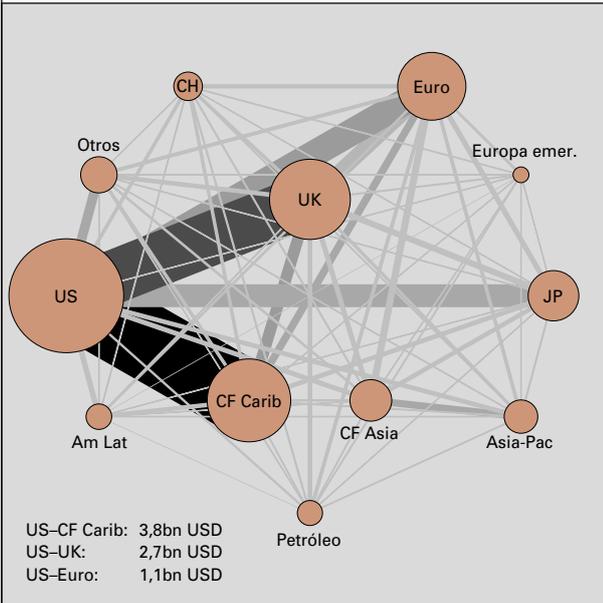
... y se acumulan en los balances interconectados...



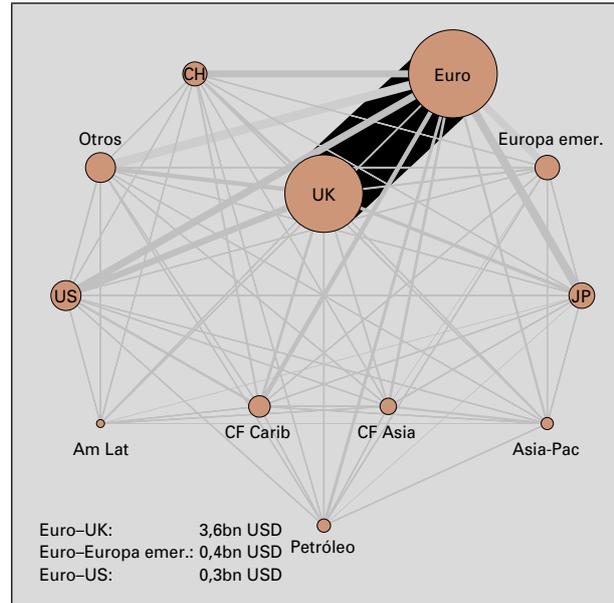
² Los flujos brutos son medidas consolidadas. Los flujos entrantes brutos se refieren a las adquisiciones de los no residentes menos las ventas de activos internos. De forma similar, los flujos salientes brutos miden las compras netas de activos exteriores por los residentes. En ambos casos, los flujos brutos son negativos si las ventas superan a las compras.

Enlaces bancarios internacionales a finales de 2010¹

Vínculos para valores en dólares de EEUU



Vínculos para valores en euros



CF Asia = centros financieros de Asia (Hong Kong RAE, Macao RAE y Singapur); Asia-Pac = China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Tailandia y Taipei chino; CF Carib = centros financieros del Caribe (Aruba, Bahamas, Bermuda, Curaçao, Islas Caimán y Panamá); CH = Suiza; Europa emer. = economías emergentes de Europa (Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, República Checa, Rumania, Turquía y Ucrania); Euro = zona del euro, excluidos Chipre, Eslovaquia, Eslovenia y Malta; JP = Japón; Am Lat = América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela); Petróleo = países miembros de la OPEP más Rusia; Otros = Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelandia y Suecia; UK = Reino Unido; US = Estados Unidos.

Véase I. Fender y P. McGuire, «Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2010, pp. 63-79.

¹ El tamaño de los círculos es proporcional al volumen de activos y pasivos transfronterizos de los bancos declarantes de esa región geográfica. Algunas regiones incluyen países no declarantes. El grosor de las líneas entre las regiones A y B es proporcional a la suma de los activos de bancos en A frente a todos los residentes de B, los pasivos de bancos en A frente a entidades no bancarias en B, los activos de bancos en B frente a todos los residentes de A y los pasivos de bancos en B frente a entidades no bancarias en A.

Fuentes: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia; cálculos del autor.

Gráfico III.5

de dólares, sus flujos de salida brutos fueron aún mayores, financiados por unos flujos de entrada que rondan los 10 billones de dólares.

... creando complejas redes de interdependencia

Asimismo, los saldos resultantes de los flujos financieros brutos están interconectados de forma compleja. Las estadísticas bancarias del BPI permiten analizar el subconjunto de estos vínculos bilaterales en los que al menos una de las partes de la operación es un banco que informa al BPI. En el Gráfico III.5, los círculos, o nodos, del gráfico representan países o regiones, cuyo tamaño es proporcional a la cuantía de los activos y pasivos bancarios transfronterizos contabilizados por las entidades de crédito ubicadas en ese país o región. El grosor de las líneas entre nodos es proporcional a la magnitud de las posiciones acreedoras o los vínculos financieros que existen entre ambos. Se muestran nodos y vínculos para valores denominados en dólares (panel izquierdo) y en euros (panel derecho).

En determinados casos, los vínculos financieros guardan una estrecha relación con los saldos por cuenta corriente, como ocurre con los flujos entre la zona del euro y Europa emergente. En cambio, los sólidos vínculos existentes

entre Estados Unidos y el Reino Unido (2,7 billones de dólares en valores denominados en dólares; Gráfico III.5, panel izquierdo) y entre el Reino Unido y la zona del euro (3,6 billones de dólares en valores denominados en euros; panel derecho) guardan poca relación con las balanzas por cuenta corriente subyacentes.

Riesgos

Los flujos financieros brutos originan una serie de riesgos muy parecidos a los generados por los flujos netos. Los grandes flujos de entrada brutos pueden interrumpirse —o incluso invertirse— de forma súbita y provocar una crisis. Además, pueden abrumar a los sectores financieros débiles o débilmente regulados; al fin y al cabo, el sector financiero actúa como intermediario de los flujos brutos, no de los netos.

Lo que es más importante, las grandes posiciones en los balances que son consecuencia de los flujos brutos pueden comportar riesgos, pues los activos (flujos de salida acumulados) y pasivos (flujos de entrada acumulados) no son intercambiables. Los activos exteriores de los que son titulares algunos residentes, como por ejemplo los fondos de pensiones, no pueden utilizarse de ordinario para responder de las deudas transfronterizas de otros residentes, como los promotores inmobiliarios. También es probable que los riesgos cambiario, de liquidez y de crédito asociados con la estructura de los activos y de los pasivos varíen de forma considerable: las características de riesgo de la cartera de inversiones de un fondo de pensiones son muy distintas de las del crédito otorgado a promotores inmobiliarios.

Evidentemente, los riesgos asociados a flujos brutos (operaciones entre residentes y no residentes) no deben considerarse de forma aislada, sino que deben contemplarse en un contexto más amplio, el de los balances internos (operaciones entre residentes). Por ejemplo, los flujos internacionales pueden facilitar el rápido crecimiento del crédito interno, puesto que representan una fuente de financiación adicional a la que se obtiene solo de residentes. De hecho, durante los auges del crédito, el componente externo a menudo aumenta más rápidamente que el interno (Recuadro III.B).

El desglose por categorías de los datos sobre flujos brutos —reservas, inversiones de cartera e inversión extranjera directa (IED)— pone de relieve las diferencias entre activos y pasivos descritas en el ejemplo anterior. Por país, los desajustes en los balances son claramente grandes incluso entre estas categorías principales, muy agregadas (Gráfico III.4). En Brasil, por ejemplo, la IED que recibe el país es muy superior a la que emite. Su cuenta corriente se equilibra con la acumulación de reservas y una pequeña aportación de otras inversiones. En China, el grueso de los flujos de salida son reservas, mientras que los flujos de entrada consisten principalmente en IED. En el caso de Estados Unidos, la emisión de IED es ligeramente superior a su recepción. Los grandes flujos de entrada de cartera, procedentes en parte de la acumulación de reservas de otros países, financian el déficit por cuenta corriente y ofrecen también financiación a una tasa de interés reducida para adquirir activos exteriores con mayores rendimientos. Los desajustes son incluso mayores entre los distintos agentes económicos individuales.

Algunos de los riesgos planteados por los flujos brutos son parecidos a los de los flujos netos: parálisis repentinas y una absorción ineficiente

Los grandes desajustes en los balances internacionales también generan riesgos

Recuadro III.B: Liquidez mundial

Las reducidas tasas de interés de las principales monedas internacionales han hecho temer por las condiciones del crédito a escala mundial. Este recuadro utiliza las estadísticas financieras internacionales del BPI, que recogen los patrones de crédito extraterritoriales y transfronterizos, para arrojar luz sobre los componentes internacionales del crecimiento del crédito. Las condiciones de crédito son uno de los elementos que configuran lo que se conoce con el nombre de «liquidez mundial».

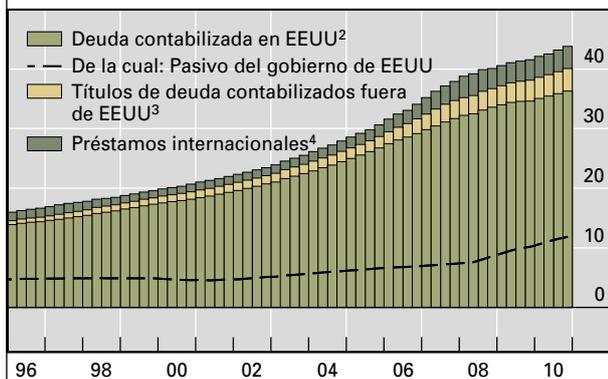
Hacia los agregados crediticios mundiales

Algunas monedas se utilizan mucho fuera de su jurisdicción de emisión. Las decisiones adoptadas por las autoridades monetarias correspondientes influyen directamente en las condiciones monetarias y financieras del resto del mundo. Por ejemplo, el uso exterior del dólar estadounidense es considerable y ha ido en aumento. A mediados de 2010, el crédito en dólares a no residentes en EEUU (Gráfico III.B.1, panel izquierdo, «Títulos de deuda contabilizados fuera de EEUU» y «Préstamos internacionales») supuso el 17% del crédito en dólares al sector no financiero en todo el mundo, en comparación con el 12% del año 2000. Si excluimos la categoría «Pasivo del gobierno de EEUU», el componente exterior es todavía mayor en proporción, situándose en el 23% (desde el 15% de 2000).

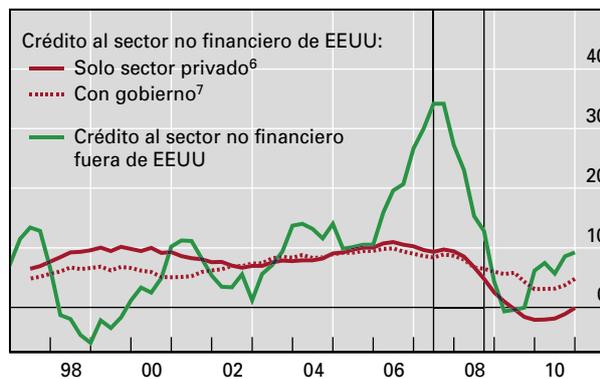
El crédito en dólares estadounidenses al resto del mundo ha tendido a crecer mucho más rápido que el crédito a residentes en EEUU, una brecha que se amplió significativamente con posterioridad a la crisis (Gráfico III.B.1, panel derecho). El crédito en dólares a los hogares y las sociedades no financieras de Estados Unidos creció aproximadamente un 9% interanual entre los años 2000 y 2007, hasta situarse en los 23 billones de dólares, el 166% del PIB, en vísperas de la crisis. Durante el mismo periodo, el crecimiento del crédito en dólares a prestatarios fuera de Estados Unidos fue más intenso y alcanzó el 30% interanual a mediados de 2007, con 5,8 billones de dólares, equivalentes al 15% del PIB del resto del mundo. En el periodo que siguió a la crisis, entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto de 2010, el crédito a residentes en EEUU pertenecientes al sector privado se redujo en 580 000 millones de dólares. En cambio, tras una breve caída, el crédito a prestatarios no residentes en EEUU

Liquidez en dólares de EEUU en todo el mundo

Crédito al sector no financiero¹



Crecimiento del crédito al sector no financiero⁵



¹ En billones de dólares de EEUU. ² Deuda del sector no financiero de residentes en Estados Unidos, que consiste en títulos de deuda, hipotecas, préstamos bancarios, pagarés de empresa, crédito a particulares, crédito oficial, y otros préstamos y anticipos; excluye la deuda comercial, préstamos para el mantenimiento de valores y fondos captados mediante acciones. ³ Títulos de deuda denominados en dólares de EEUU en circulación emitidos por entidades no estadounidenses fuera de Estados Unidos. ⁴ Préstamos transfronterizos y locales en dólares de EEUU a entidades no bancarias fuera de Estados Unidos. Para China, los datos sobre préstamos locales en dólares de EEUU a entidades no bancarias se basan en datos nacionales sobre el total de préstamos locales en monedas extranjeras y suponen que el 80% se denominan en dólares de EEUU. Para otros países no declarantes al BPI, los préstamos locales en dólares de EEUU a entidades no bancarias se aproximan por todos los préstamos transfronterizos en dólares de EEUU de los bancos declarantes al BPI a bancos dentro del país. ⁵ Crecimiento interanual, en porcentaje. Las líneas verticales indican el final de T2 2007 y el final de T3 2008. ⁶ Crédito total al sector no financiero de Estados Unidos menos crédito al gobierno de EEUU. ⁷ Crédito total al sector no financiero de Estados Unidos.

Fuentes: Banco Popular de China; Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; estadísticas del BPI sobre títulos de deuda internacionales y estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia. Gráfico III.B.1

aumentó, y lo hizo en 749 000 millones de dólares. La expansión ha sido especialmente intensa en los países que registran un auge del crédito en la moneda nacional, como China.

El componente internacional del auge del crédito interno

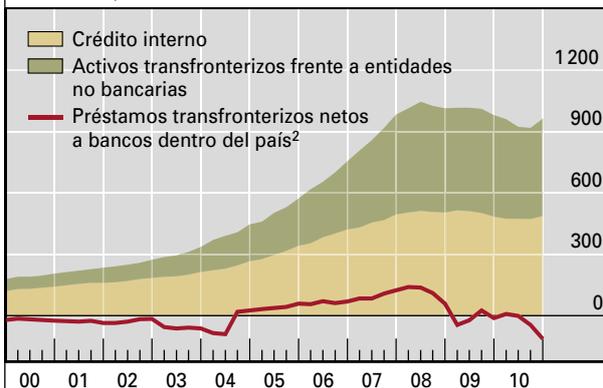
Durante los periodos de auge del crédito interno, el crecimiento del crédito al sector privado tiende a ser más rápido que el crecimiento monetario. Los canales de crédito no bancario suelen ser especialmente activos, como demuestra la experiencia del sistema financiero informal en Estados Unidos. Además, las fuentes de financiación internacionales —los préstamos directos transfronterizos («extraterritoriales») a instituciones no bancarias y el componente transfronterizo canalizado por las entidades de crédito residentes— han cobrado mayor importancia. Es decir, durante los periodos de auge, estos dos componentes internacionales suelen crecer a un ritmo más intenso que el crédito concedido por los bancos ubicados en el país.

El caso de Irlanda es un ejemplo más de esta regularidad. Los activos transfronterizos frente a entidades no bancarias del país crecieron aproximadamente un 40% interanual en los tres años previos a la crisis (2005–07), 10 puntos porcentuales por encima de la tasa de crecimiento del crédito interno (Gráfico III.B.2, panel derecho). Además, dado que el crédito bancario interno creció a mayor ritmo que los depósitos internos (no bancarios), las entidades de crédito de Irlanda recurrieron a fuentes de financiación transfronterizas para sostener el crecimiento del crédito a nivel nacional (panel izquierdo). En conjunto, los activos transfronterizos de las entidades de crédito frente a entidades no bancarias y su endeudamiento transfronterizo neto representaron más de la mitad del crédito bancario total a entidades no bancarias en el país en 2008.

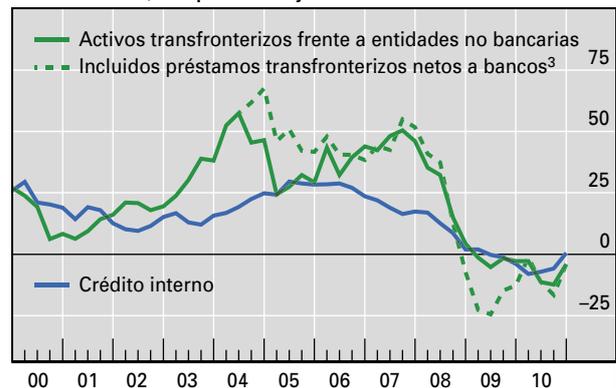
En comparación con el componente de financiación bancaria exterior, el préstamo transfronterizo directo al sector no bancario plantea retos particulares a las autoridades. En primer lugar, es capaz de sortear las medidas adoptadas para contener el crédito, como unos mayores requerimientos de reservas bancarias mínimas, herramientas prudenciales y macroprudenciales (p. ej., relaciones préstamo-valor más restrictivas) o la fijación de límites de crédito cuantitativos. En efecto, el funcionamiento de las reservas de capital anticíclicas de Basilea III prevé la aplicación de un mecanismo de coordinación concreto entre los supervisores de origen y de acogida basado en acuerdos de reciprocidad para evitar esta elusión. En segundo lugar, el seguimiento de los préstamos transfronterizos directos es más difícil que el del crédito interno: están excluidos de las estadísticas monetarias, la principal fuente de información sobre crecimiento del crédito, y las fuentes de los datos brutos, como las estadísticas de balanza de pagos, suelen ser comparativamente menos fiables en este ámbito.

Crédito bancario a entidades no bancarias en Irlanda

Niveles, en miles de millones de dólares de EEUU¹



Crecimiento, en porcentaje



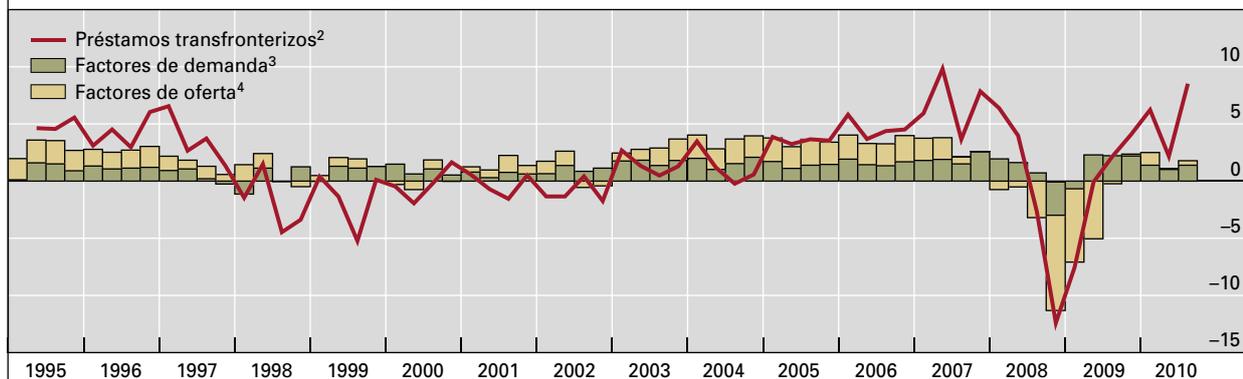
¹ Expresados a tipos de cambio constantes a finales de 2010. ² Préstamos transfronterizos netos (pasivos menos activos) de todos los sectores. ³ Incluye préstamos transfronterizos netos (si es positivo) a bancos situados en el país (panel izquierdo), suponiendo que este crédito transfronterizo acaba trasladándose a entidades no bancarias situadas en el país.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.

Gráfico III.B.2

Factores de oferta y demanda en la concesión de préstamos bancarios transfronterizos a algunos mercados emergentes¹

Variación intertrimestral media, en porcentaje



Para más detalles, véase E. Takáts, «Was it credit supply? Cross-border bank lending to emerging market economies during the financial crisis», *Informe Trimestral del BPI*, junio 2010, pp. 49–56.

¹ Previsión estimada para el conjunto de países de la muestra. Países de la muestra: Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ² Tasa de crecimiento intertrimestral (logarítmica) de los activos brutos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI frente a cada país; datos reales, en porcentaje. ³ Tasa de crecimiento intertrimestral (logarítmica) del PIB nominal desestacionalizado expresado en dólares de EEUU, multiplicada por su coeficiente de panel más un componente de efecto fijo por país y constante. ⁴ Volatilidad del índice financiero S&P multiplicada por el coeficiente de panel más un componente de efecto fijo por país y constante.

Fuentes: Datastream; cálculos del autor.

Gráfico III.6

Los vínculos financieros pueden propagar rápidamente las perturbaciones

Los importantes vínculos financieros entre balances repartidos por todo el mundo pueden propagar perturbaciones con rapidez y de formas inesperadas a puntos del globo difícilmente predecibles. Por ejemplo, las graves tensiones sufridas durante la crisis financiera limitaron la capacidad de conceder crédito de entidades bancarias con implantación internacional. Una consecuencia fue la disminución, mucho más pronunciada de lo que podrían explicar factores de demanda por sí solos, del préstamo bancario transfronterizo dirigido a distintas economías de mercado emergentes (Gráfico III.6). Durante esa misma crisis, algunas entidades bancarias de Europa continental inesperadamente revelaron una elevada exposición al mercado de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) de EEUU que entrañaba una amenaza para su liquidez y solvencia. Los retos que planteó esta exposición fueron especialmente difíciles en las economías cuyos balances también presentaban un alto grado de apalancamiento en lo relativo a activos y pasivos internos, lo que dejaba poco margen para la absorción de las pérdidas generadas en las posiciones internacionales.

Abordar los riesgos financieros

La crisis financiera ha puesto de manifiesto lo extremadamente oneroso que puede resultar no prestar atención a los desequilibrios financieros. Sin una regulación que genere los incentivos correctos, los grandes vínculos de los balances y los descalces exponen al sector financiero, y en último término a la economía en su conjunto, a riesgos sustanciales.

La principal línea de defensa ante los riesgos planteados por los desequilibrios financieros es adoptar políticas macroeconómicas contrastadas, que garanticen la estabilidad monetaria y unas estrategias fiscales sostenibles (Capítulo IV, sobre los retos que afronta la política monetaria). Si los mercados interpretan que se está descontrolando la inflación, o que las autoridades fiscales no ofrecen una protección adecuada contra el riesgo de impago de la deuda soberana, los inversores podrían forzar un proceso de reducción del endeudamiento. Tal desapalancamiento forzado podría transformar eventuales descalces en las posiciones de los balances en una grave contracción de la economía interna que afectaría a otros países. Además, la política monetaria puede desempeñar funciones que van más allá de promover la estabilidad de precios, como actuar en contra de la tendencia para moderar incrementos desproporcionados del crédito y de los precios de los activos.

Primera línea de defensa: políticas macroeconómicas sólidas, estabilidad monetaria incluida

Una mejor regulación del sector financiero sería un buen complemento de unas políticas macroeconómicas contrastadas al ayudar a prevenir crisis o limitar sus secuelas negativas (Capítulo V). Ajustar los requerimientos de capital en función del riesgo de las distintas posiciones del balance reforzaría la solidez del sistema financiero. Y estos ajustes contribuirían indirectamente a debilitar los incentivos para acumular grandes descalces. Las reformas regulatorias de Basilea III representan un avance importante en este sentido.

Segunda línea de defensa: una mejor regulación financiera...

En particular, las herramientas macroprudenciales desempeñan un papel importante en limitar la acumulación de grandes descalces en los balances. Algunas economías de mercado emergentes han adquirido recientemente amplia experiencia con las herramientas macroprudenciales. En Europa central y oriental, las relaciones préstamo-valor o de servicio de la deuda se utilizaron incluso antes de la crisis financiera. Algunas economías emergentes de América Latina ganaron experiencia con las provisiones dinámicas aplicadas originariamente en España, y algunas economías emergentes de Asia han introducido distintas medidas macroprudenciales para proteger sus sistemas bancarios nacionales de unos mercados inmobiliarios recalentados y limitar el crecimiento del crédito. Esta clase de herramientas permite proteger los balances bancarios y mitigar el daño que una perturbación financiera puede infligir a la economía en su conjunto.

... en particular, el uso de herramientas macroprudenciales

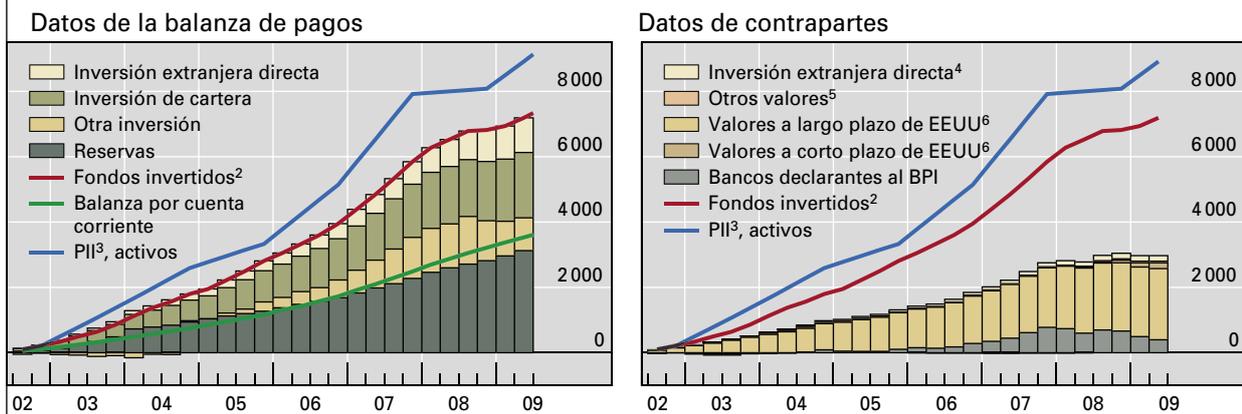
Los controles de capital siguen constituyendo el último recurso para hacer frente a los desequilibrios financieros en circunstancias extraordinarias. Podrían aplicarse como medida provisional para frenar los flujos de entrada de capital en el corto plazo. En horizontes temporales más amplios, la experiencia ha demostrado que los controles de capital tienden a modificar la composición de los flujos brutos y no tanto su tamaño, si bien hasta la fecha no ha revelado si el efecto composición contribuye a reducir los riesgos de descalces en los balances. Además, los controles de capital afectan solo a los flujos de capital transfronterizos (transacciones entre residentes y no residentes) y no permiten abordar las transacciones internas ni las condiciones monetarias, un componente a menudo mucho mayor de la acumulación de desequilibrios financieros.

Los controles de capital deberían aplicarse únicamente en circunstancias extraordinarias

La principal dificultad que plantean los controles de capital es que, con el tiempo, pueden llegar a distorsionar la asignación de capital y perjudicar las

Flujos brutos de economías de Asia oriental¹

Flujos acumulados desde finales de T2 2002, en miles de millones de dólares de EEUU



Véase «The international banking market», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2005, pp. 15-30; y junio 2006, pp. 11-25.

¹ De China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Japón, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei chino. ² Definidos como la suma de la oscilación de las reservas, la inversión extranjera directa (IED) en otros países e inversión bruta de cartera y otras salidas.

³ Variación acumulada de la posición de inversión internacional (PII). ⁴ Flujos acumulados de IED a Alemania y Estados Unidos.

⁵ Inversión en cartera acumulada en Alemania. ⁶ Datos sobre capital internacional facilitados por el Tesoro de EEUU.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, octubre 2010; Tesoro de EEUU; Datastream; BPI. Gráfico III.7

perspectivas de crecimiento a largo plazo. A corto plazo, por su parte, existe el riesgo de que provoquen una dinámica de desregulación competitiva, es decir, que los controles impuestos en un país causen un desplazamiento de capitales hacia otros países, que a su vez se verían sometidos a mayores presiones para adoptar también controles de capital. Estas externalidades podrían hacer necesaria la coordinación internacional para evitar el recurso abusivo a los controles de capital.

Habría que mejorar la información disponible actualmente sobre flujos brutos y posiciones del balance para permitir algo más que un rudimentario análisis de riesgos (Capítulo VI). Fijémonos en las acumulaciones de activos en las economías de Asia oriental (Gráfico III.7). Entre los años 2002 y 2009, estas economías acumularon 3,5 billones de dólares en superávits por cuenta corriente (panel izquierdo). En el mismo periodo, registraron flujos financieros de salida brutos superiores a 7 billones de dólares, mientras que el efecto de plusvalías y otros cambios de valoración aumentó aun más el valor de las posiciones de activos, en casi 9 billones de dólares (panel derecho). En la actualidad, sin embargo, con los datos de contraparte disponibles solo puede seguirse el rastro de aproximadamente 3 de estos 9 billones de dólares. Estas carencias en los datos y otras similares deben subsanarse para poder evaluar mejor los riesgos que pueden derivarse de la interconexión de los balances a escala internacional.

También es necesario mejorar la información para una comprensión cabal de los riesgos

Resumen

La globalización ha mejorado considerablemente el nivel de vida tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. El aumento del flujo de bienes y servicios entre países ha ampliado las opciones para los consumidores y ha permitido a los productores intensificar la especialización basada en ventajas comparativas. La globalización financiera ha contribuido a una asignación más eficiente del capital entre países y ha permitido la diversificación internacional de las carteras de inversión. Ahora bien, estos beneficios comportan también una serie de riesgos.

Gestionar los riesgos implícitos en los desequilibrios por cuenta corriente exige realizar ajustes estructurales para reequilibrar la demanda a largo plazo. A corto plazo, la coordinación internacional para incrementar la flexibilidad en materia de tipos de cambio podría acelerar el proceso de ajuste en curso.

La gestión eficaz de los riesgos asociados a los desequilibrios financieros provocados por los grandes flujos financieros brutos exige adoptar políticas macroeconómicas contrastadas que cuenten con el respaldo de políticas que refuercen los marcos prudenciales y la infraestructura financiera. Los controles de capital deberían ser una medida provisional y de última instancia.

Una política que surte efectos sobre uno de estos desequilibrios suele actuar en el mismo sentido sobre el otro. Por ejemplo, una política monetaria más restrictiva en países deficitarios puede reducir ambos tipos de desequilibrio al disminuir el exceso de demanda interna y de forma simultánea debilitar los incentivos para que el sector financiero asuma riesgo. En cambio, una política excesivamente laxa («demasiado baja durante demasiado tiempo») puede agravar ambos desequilibrios. Asimismo, las medidas de orden regulatorio y macroprudenciales pueden limitar la magnitud de los desequilibrios financieros, así como ayudar al sistema financiero a absorber de forma eficaz los flujos de entrada asociados a los desequilibrios por cuenta corriente. Del mismo modo, el endurecimiento de las políticas fiscales en las economías avanzadas con déficits por cuenta corriente insostenibles contribuirá a reducir tanto el déficit por cuenta corriente como los riesgos financieros derivados de la inquietud que pueda suscitar la sostenibilidad de su endeudamiento. Por último, una mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal no solo ayuda a ajustar el tipo de cambio real, fundamental para reducir los desequilibrios por cuenta corriente, sino que también reduce las presiones inflacionistas en las economías emergentes con superávit, que es crucial para la gestión de los riesgos asociados a los desequilibrios financieros.

Adoptar medidas como las mencionadas es necesario para gestionar de forma adecuada las vulnerabilidades derivadas de la globalización y garantizar que esta siga mejorando el bienestar económico y el nivel de vida en todo el mundo.