

## Desequilibrios globales y su financiación por las economías emergentes: ¿un antes y un después?

*Enrique Alberola y José María Serena \**

**Tema:** La actual crisis ha llevado a que el déficit americano se haya reducido notablemente y a que los países emergentes hayan frenado o suavizado la acumulación de activos exteriores<sup>1</sup>.

**Resumen:** La acumulación de grandes desequilibrios globales ha sido uno de los rasgos característicos de la economía global en los años previos a la crisis. La facilidad con la que se financió un creciente déficit por cuenta corriente en EEUU, gracias a los también crecientes recursos de carácter público de las economías emergentes –los activos soberanos externos–, ha sido señalada como uno de los elementos que contribuyeron a alimentar los excesos financieros de los últimos años. Con la crisis, las tornas han cambiado: el déficit americano se está reduciendo notablemente y los países emergentes han frenado o suavizado la acumulación de activos exteriores, tras haber sufrido, en algunos casos, notables pérdidas de capital. En este contexto, como en muchos otros ámbitos, las perspectivas respecto a los desequilibrios globales y su financiación futura son inciertas, pero seguirán siendo un factor que configurará las características de la economía mundial en la salida de la crisis.

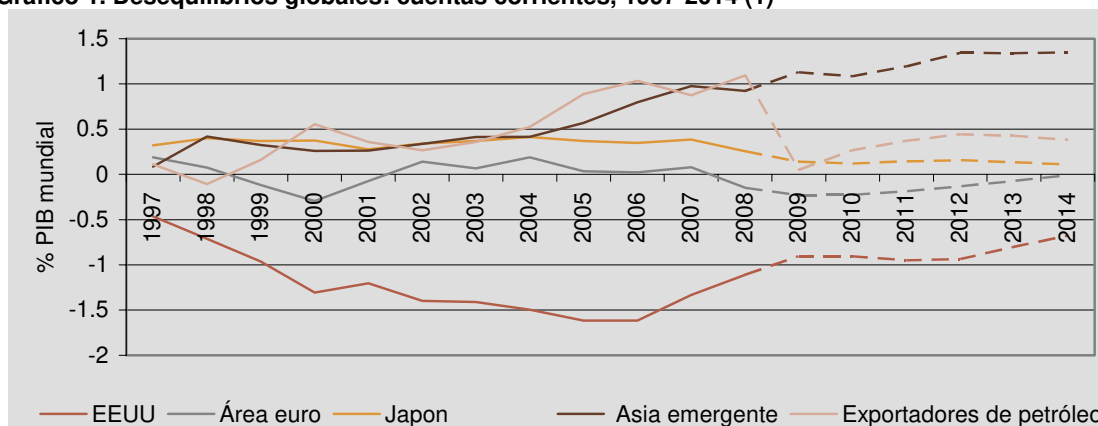
**Análisis:** La economía internacional se había caracterizado en los últimos años por la acumulación de fuertes desequilibrios globales y los cuantiosos flujos financieros hacia economías emergentes. El concepto de desequilibrios globales suele referirse a la persistencia de elevados déficit por cuenta corriente en determinados países (principalmente EEUU), financiados por los superávits, en algunos casos también muy elevados y persistentes también, de un amplio número de economías emergentes (véase el Gráfico 1). Por otro lado, el creciente flujo de capitales a emergentes se fundamentó en una fase de bonanza económica y financiera que se ha quebrado abruptamente en los dos últimos años.

---

\* *Banco de España*

<sup>1</sup> La opinión reflejada en este artículo es la de los autores y no la del Banco de España. Los principales documentos de referencia son dos: "Global Financial Integration, Monetary Policy and Reserve Accumulation. Assessing the Limits in Emerging Economies", *Moneda y Crédito*, 224, pp.105-149, y *BE DT*, 0706; y "Sovereign External Assets and Global Imbalances", *Economic Notes*, 3-08, pp 315-343, y *BE DT*, 0834.

Gráfico 1. Desequilibrios globales: cuentas corrientes, 1997-2014 (1)



(1) A partir de 2008, previsiones del WEO (línea discontinua).

Fuente: *World Economic Outlook*, FMI (2009).

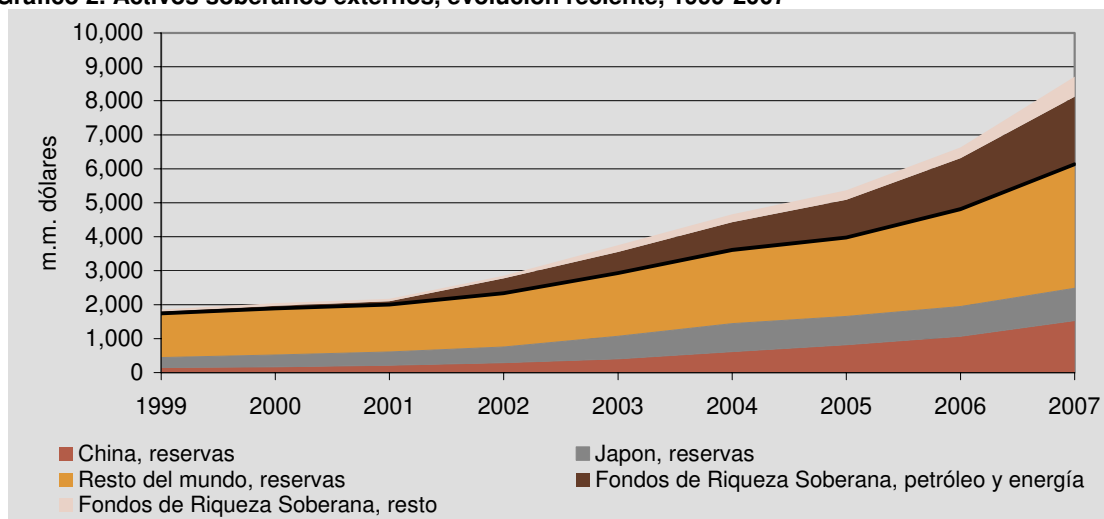
Estas tendencias recientes esconden dos características, entre anómalas y paradójicas. La primera es que, a pesar de los crecientes inlfujos de capitales en los últimos años, las economías emergentes, en términos netos, han financiado a las economías desarrolladas. Esto solo puede ser así porque las salidas de capitales han sido aún mayores que las entradas.

La segunda –a la que el premio Nobel Robert Lucas, bautizó como paradoja hace ya dos décadas– es, precisamente, esta configuración de los flujos globales de capitales, pues, según la teoría económica, el capital debería fluir de los países desarrollados a los emergentes, donde este factor es relativamente escaso y su rentabilidad esperada es, en principio, mayor.

Ambas características se explican por el modo en que los capitales son exportados o, más precisamente, reciclados, de los países emergentes al resto del mundo a través de instituciones públicas; en gran parte mediante acumulación de reservas internacionales por parte de los bancos centrales, y, de un modo creciente, también mediante los fondos de riqueza soberana. Dadas su característica de activos de propiedad pública se pueden englobar a ambos bajo el concepto de activos soberanos externos.

Los activos soberanos externos han crecido exponencialmente en los últimos años, como muestra el Gráfico 2. Las reservas han pasado de 3 a 9 billones de dólares entre 2003 y 2008, mientras que, de acuerdo con nuestras estimaciones, los fondos de riqueza habrían pasado de gestionar 500.000 millones de dólares a cerca de 3 billones de dólares. Tomados en su conjunto, los activos soberanos externos habrían pasado desde los 4 billones de 2004 hasta más de 12 billones en 2008, cifra equivalente a más del 20% del PIB mundial. Las razones para este extraordinario crecimiento cabe buscarlas en las opciones de política económica de los países emergentes y a la propia evolución de la economía mundial.

Gráfico 2. Activos soberanos externos, evolución reciente, 1999-2007



Fuente: Alberola y Serena (2008).

Así, la extraordinaria acumulación de reservas puede justificarse por el deseo de los países de construir una barrera de defensa frente a las posibles turbulencias financieras externas, dada la experiencia de las últimas décadas, en particular de las crisis (Asia, Rusia, América Latina, etc) en la segunda mitad de los años 90. Hay un motivo adicional y más controvertido: la política de intervención de los tipos de cambio llevada a cabo por algunos países con el objetivo de mantener una posición comercial competitiva. En un contexto en el que hay presiones persistentes a la apreciación, esta política tiene como consecuencia una acumulación continua de reservas en forma de bonos u otros activos exteriores, que significan, *de facto*, una exportación de capitales al resto del mundo. China, que además concentra ya en torno a un cuarto de las reservas mundiales, es el caso paradigmático de esta política.

Los fondos de riqueza soberana (FRS) se han conformado, sobre todo, en torno a los ingresos derivados de la exportación de materias primas, en los países donde su explotación tiene titularidad pública. A diferencia de las reservas internacionales, se materializan en un conjunto heterogéneo de fondos de inversión, que se invierten en activos exteriores, y que suelen tener un perfil menos líquido y conservador que las reservas. El objetivo de los fondos soberanos es acomodar a lo largo del tiempo y del ciclo de las materias primas –muchos de ellas no renovables– los recursos derivados de su explotación y exportación, invirtiéndolo en distintos tipos de activos financieros o reales, bien para suavizar el ciclo económico, bien para hacer extensivos sus beneficios a generaciones futuras y diversificar la estructura productiva. También hay una incipiente tendencia hacia la transferencia de recursos desde las reservas internacionales hacia los FRS.

Los FRS son la principal fuente de reciclaje de recursos financieros en economías exportadoras de petróleo y materias primas (economías del Golfo y otros exportadores de materias primas), mientras que los bancos centrales y la acumulación de reservas internacionales generan el grueso de las salidas de flujos financieros en China, como hemos visto, y otras economías asiáticas.

La evolución económica de los últimos años favoreció que este proceso ganara intensidad: respecto a las reservas, el fuerte crecimiento de China y otras economías asiáticas, basado en sus exportaciones, generó unos amplios superávits comerciales que

la falta de flexibilidad de sus tipos de cambio contribuyó a ampliar. Los países desarrollados sostenían esta demanda de exportaciones y muchos de ellos acumulaban –en particular, EEUU– crecientes déficit comerciales y por cuenta corriente. El reciclaje de las reservas hacia estos países facilitaba la financiación de estos déficit y que este proceso fuera, en cierta medida, autosostenido. Por otro lado, la bonanza de las materias primas inundó a los países exportadores de recursos financieros, que también fueron reciclados hacia el exterior.

Si bien las motivaciones para acumular activos externos son diferentes en el caso de las reservas y los fondos de riqueza (más justificables desde el punto de vista económico las de estos últimos), lo cierto es que su efecto sobre la persistencia de los desequilibrios globales es análogo: ambos contribuyen a cubrir las necesidades de financiación de los países con déficit por cuenta corriente a la vez que evitan el ajuste interno de los países con superávit corriente donde se acumulan estos activos soberanos externos.

Un enfoque controvertido en la valoración de los desequilibrios globales es el apuntado por Dooley, Garber y Folkerts-Landau, quienes sostienen que se trata de un equilibrio de colusión, que concilia bien los objetivos del principal financiador de los desequilibrios globales, China, con los del principal prestatario, EEUU. China puede permitir mantener una política de tipo de cambio rígido –que es, por cierto, un instrumento fundamental en su estrategia de gradual integración en la economía mundial– porque, al mismo tiempo, permite que EEUU financie su exceso de gasto a un coste reducido, pues las reservas que sostienen el tipo de cambio del renminbi son invertidas en bonos del Tesoro, aumentando la demanda de éstos y reduciendo los tipos de interés de largo plazo.

Pudiendo estar más o menos de acuerdo con esta visión, lo cierto es que los desequilibrios globales han tendido a incrementarse hasta este año y que, a pesar de la retórica de los distintos foros (G-7 y FMI, en particular) al respecto, las políticas económicas de los países implicados no reaccionaron para corregirlos.

También puede argumentarse que la gran transferencia de fondos a las economías desarrolladas contribuyó a la abundancia de liquidez global y, hasta cierto punto, a la existencia de unos costes de financiación y tipos de interés globales muy reducidos. En la medida en que estas condiciones tan holgadas de financiación fomentaron la descontrolada expansión de los instrumentos y la falta de diligencia en la valoración, control e identificación del riesgo, que han estado en la base de la grave crisis que enfrentamos, los activos soberanos externos han tenido un papel relevante en su generación, aunque no se puede afirmar que haya sido su causa. Además, la propia crisis financiera y económica puede suponer notables cambios en estas tendencias y llevar a la propia reconfiguración de los flujos financieros globales.

Por ello, tiene interés analizar el papel concreto de los activos soberanos externos en los desequilibrios globales, y, más concretamente, sobre la financiación del déficit exterior de EEUU y cómo la crisis ha afectado estas tendencias.

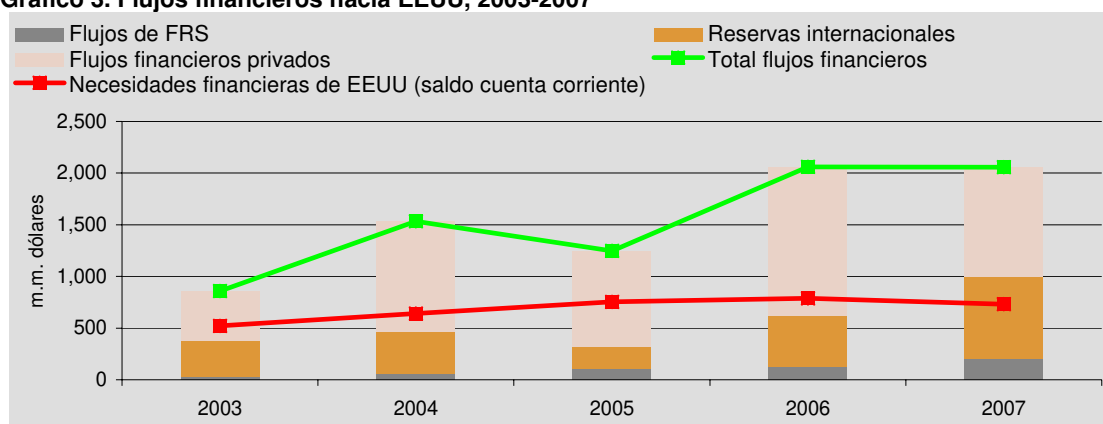
#### *Papel de las reservas y FRS en la financiación del déficit exterior de EEUU en los últimos años y el impacto de la crisis económica*

El elevado déficit por cuenta corriente de EEUU es probablemente el elemento más característico de los desequilibrios globales. Este déficit por cuenta corriente alcanzó su máximo en 2006 tanto en términos nominales como en porcentaje del PIB (790.000 millones de dólares, un 6% del PIB). El ajuste de la cuenta corriente habría sido mucho más importante en el caso de que los precios del petróleo no hubieran registrado el

extraordinario incremento desde 2002 que culminó en el primer semestre de 2008. Si no fuera por la creciente factura petrolífera, el déficit por cuenta corriente del año 2007 se habría mantenido *ceteris paribus* en torno al 4% del PIB.

Las estimaciones que hemos realizado acerca de las inversiones de los FRS y reservas de los bancos centrales en EEUU muestran que habrían aumentado desde los 320.000 millones de dólares de 2003 hasta los 997.000 millones de dólares de 2007 (véase el Gráfico 3). Esto supone que permitieron cubrir el 80% del déficit por cuenta corriente en 2003 y el 130% en 2007, es decir, que los activos soberanos externos se han bastado y sobrado para cubrir las necesidades netas de financiación de EEUU en los últimos años. En términos de los inlfujos totales a EEUU (es decir, de las necesidades brutas de financiación), la proporción pasó del 44% al 48%.

**Gráfico 3. Flujos financieros hacia EEUU, 2003-2007**



Fuente: Alberola y Serena (2009).

Además, en el período posterior al desencadenamiento de la turbulencia su importancia también aumentó desde un punto de vista cualitativo, pues aportaron importantes recursos para la capitalización de entidades financieras en problemas. No obstante, esta estrategia se frenó al hilo de las pérdidas derivadas de estas inversiones, debido al deterioro adicional de las condiciones financieras del sector. En definitiva, la importancia de los activos soberanos externos ha aumentado de manera muy notable en los últimos años, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, por el contexto de fragilidad financiera de EEUU, y la ausencia de otras fuentes de financiación alternativas.

### *Perspectivas*

Hasta hace apenas un año, la resistencia de las economías emergentes a la crisis permitía que la acumulación de reservas prosiguiera a un ritmo sólo ligeramente más pausado que en los años recientes. Por otro lado, la aparentemente imparable escalada de los precios de las materias primas permitía augurar que los fondos de riqueza soberana seguirían creciendo intensamente. Por último, el déficit comercial y por cuenta corriente en EEUU sólo se estaba corrigiendo muy gradualmente: la intensa desaceleración de la actividad y la notable depreciación del dólar eran parcialmente contrarrestada por la creciente factura energética.

En este contexto cabía esperar que, a pesar de la fragilidad del sistema financiero estadounidense, los activos soberanos externos siguieran siendo los pilares fundamentales de la financiación, con los FRS adquiriendo una creciente relevancia en la financiación de los desequilibrios globales, reforzada por la tendencia reciente a transferir reservas del banco central a fondos de riqueza soberana. En este escenario cabría

---

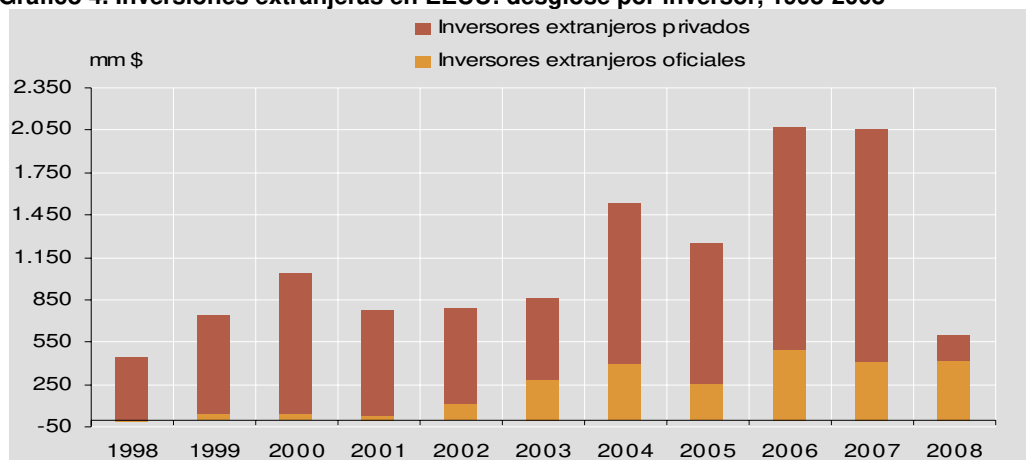
esperar que los FRS continuaran incrementando su contribución, tanto absoluta como en relación a las reservas, a la cobertura de las necesidades de financiación de EEUU.

Sin embargo, la evolución económica y financiera reciente ha cambiado drásticamente las perspectivas, tanto respecto a la evolución de los desequilibrios globales como respecto al papel de los activos soberanos externos en su financiación.

Respecto a los activos soberanos externos, se ha interrumpido su expansión acelerada. En el caso de los FRS, el desplome del precio del petróleo puede no sólo frenar la acumulación de activos, sino también llevarles a desinvertir recursos para cubrir caídas de ingresos en sus países de origen y mantener el gasto público, algo coherente con su carácter de vehículos de ahorro contracíclicos. Además, en algunos países sus recursos también están siendo empleados para financiar planes domésticos de estímulo de la economía. Por otra parte, la inestabilidad en los mercados financieros en los últimos meses ha afectado de modo muy acusado a las economías emergentes, y ha llevado a algunas a emplear reservas internacionales para estabilizar los tipos de cambio, circunstancia que avala una ralentización del ritmo de acumulación de reservas –o incluso una cierta corrección– por parte de estos países. En el contexto global actual, también se ha interrumpido la inundación de influjos de capitales a las economías emergentes, lo que pone menos presión a la apreciación de las divisas y, por tanto, al crecimiento de las reservas; aunque a medida que se normalice la situación económica y financiera, es probable que se reactiven los flujos, tampoco en este caso es previsible que retornen a las cuantías previas. Por último, la fuerte corrección de algunos activos financieros en los que eran invertidos los activos soberanos externos –en particular los FRS– suponen una merma de su valor y un posible replanteamiento de las estrategias de inversión en el exterior.

Pero esta menor capacidad de los activos soberanos para financiar los desequilibrios globales y, en particular, las necesidades de financiación de EEUU, hay que contraponerla a la contracción de tales necesidades: la crisis económica está provocando una intensa reducción de los desequilibrios globales. Desde un punto de vista de las grandes magnitudes macroeconómicas el déficit por cuenta corriente de un país es la diferencia entre la inversión y el ahorro. La crisis, que reduce la demanda privada, erosiona la riqueza de los agentes y está provocando una persistente incertidumbre implica un retraimiento masivo de la inversión y un fuerte incremento del ahorro. Es cierto que a este ajuste se le contraponen el fuerte incremento de la inversión y del déficit (desahorro) públicos, pero no de la magnitud suficiente para evitar que se esté produciendo una notable reducción de los déficit por cuenta corriente. Tal y como refleja el Gráfico 1, en los países que habían acumulado superávit en los últimos años, cabe distinguir entre aquellos exportadores de materias primas, donde están desapareciendo súbitamente, del resto, donde las situaciones son más diversas debido a que tanto las importaciones como las exportaciones se están reduciendo.

**Gráfico 4. Inversiones extranjeras en EEUU: desglose por inversor, 1998-2008**



Fuente: BEA, EEUU.

¿Cómo está afectando la crisis al déficit de EEUU y a su financiación? En los dos últimos años el déficit por cuenta corriente de EEUU ha comenzado a ajustarse, apoyado en la depreciación del dólar primero y después en la recesión económica y en el ajuste de las materias primas, hasta situarse en 2008 en torno a los 600.000 millones de dólares anuales (4,7% del PIB). Se espera, además, que el déficit se siga reduciendo (2,8% en 2009). Más interesante es la evolución de su financiación –véase el Gráfico 4– y, en particular, del papel de los activos soberanos externos. Aquí se han producido cambios radicales. El primero es que los flujos de capitales se han ido reduciendo, hasta ser nulos en el último trimestre de 2008. Los flujos privados han mostrado una trayectoria descendente muy aguda: desde más de 500.000 millones de dólares trimestrales en 2007 hasta registros negativos o nulos desde el primer trimestre de 2008. Los activos soberanos externos, que pueden ser asimilados –aunque solo aproximadamente– a los flujos de los inversores extranjeros oficiales han oscilado entre una caída en la segunda parte de 2007 a una recuperación en la primera mitad de 2008 (cuando los FRS apoyaron la recapitalización de entidades estadounidenses) a una nueva caída a final de año. También la composición de los flujos oficiales se ha transformado: mientras que antes de la crisis de septiembre se invertía en bonos del Tesoro, papel de agencia y otros préstamos y bonos, desde entonces las inversiones son exclusivamente en bonos del Tesoro, al tiempo que se deshacen posiciones en los otros dos, de tal modo que los flujos oficiales fueron prácticamente nulos en su conjunto. De este modo, la financiación del déficit se ha fundamentado en la repatriación de capitales exteriores (en particular, préstamos y depósitos), del orden de 400.000 millones de dólares a final de 2008, frente a los 400.000 millones de dólares que EEUU exportaba a principios de 2007.

Esta dinámica de financiación, en la que secuencialmente se reducen los flujos privados, luego los oficiales y al final el déficit se financia con repatriaciones de capitales, perfila unas perspectivas inciertas sobre la cuestión tanto a corto como a medio y largo plazo, incluso si se admite que el déficit las necesidades netas de financiación van a tender a reducirse y que los datos de los últimos trimestres están muy determinados por las dificultades de entidades financieras en EEUU y por la elevada incertidumbre y aversión al riesgo.

La cuestión es si, a medida que la situación económica y financiera se normalice, la financiación exterior puede ser una restricción que limite la capacidad de crecimiento. Necesariamente aquí la discusión es bastante especulativa, pero se pueden apuntar las siguientes consideraciones:

- (1) Los déficit por cuenta corriente en EEUU, aunque quizá menores –en términos del PIB al menos– que en los años recientes, probablemente seguirán siendo sustanciales y pueden volver a ampliarse cuando la economía vuelva a crecer en torno al potencial.
- (2) Es previsible que se reactive a medio plazo la acumulación de activos exteriores en las economías emergentes: es difícil pensar que se dejen de acumular reservas, sobre todo tras la magnitud de la crisis reciente, que ha revalorizado su utilidad efectiva, a no ser que cambien sustancialmente las estrategias cambiarias de los principales acumuladores; respecto a los FRS, mucho dependerá de si se recuperan los precios de las materias primas, pero la racionalidad de acumular en tiempos buenos para utilizar los activos en períodos malos sigue vigente; la crisis ha reducido los *stocks* de FRS, por lo que su reposición si las circunstancias lo permiten probablemente será una prioridad en los países afectados.

De la conjunción de ambas consideraciones no se inferirían especiales dificultades para la financiación del déficit de EEUU. Sin embargo, la principal incertidumbre radica en el atractivo de las inversiones en EEUU relativo a otras opciones. La crisis ha supuesto, como se ha dicho, pérdidas ingentes en algunos de los activos soberanos externos de algunos países –un caso paradigmático son las enormes pérdidas de valor de los bonos de las agencias hipotecarias (Fannie Mae y Freddie Mac)–, lo que podría propiciar estrategias de mayor diversificación (y, por lo tanto, fuera de EEUU, donde hasta ahora se invertían más de la mitad de los activos soberanos externos). Por otro lado, el hecho de que la crisis financiera haya expuesto las fragilidades del modelo financiero de EEUU (y de otros países) podría llegar a sembrar alguna duda sobre la capacidad de ese país de mantener su liderazgo financiero indiscutido y la de su divisa para mantener su estatus de única moneda de reserva. Ambos factores podrían interactuar para obstaculizar o/y encarecer la cobertura de las necesidades de financiación en EEUU y, eventualmente, suponer una restricción externa sobre la economía estadounidense.

**Conclusión:** En un contexto de bajos precios del petróleo, pérdidas notables de las inversiones y riesgos de prolongada recesión económica, el papel de los fondos de riqueza soberana y las reservas puede ser muy distinto al que han jugado en los últimos años en la financiación del déficit en EEUU, al tiempo que no puede descartarse –dadas las inciertas perspectivas financieras de este país– una reducción de la exposición de los activos soberanos externos a EEUU.

*Enrique Alberola y José María Serena*  
*Banco de España*