

# Desequilibrios globales y pandemia. Impacto y perspectivas\*

## *Global imbalances and the pandemic. Impact and perspectives*

Enrique Alberola  
Banco de Pagos Internacionales (BIS)

Ángel Estrada  
Ivan Kataryniuk  
Francesca Viani  
Banco de España

### **Resumen**

*El impacto económico de la COVID-19 ha supuesto la ampliación de los desequilibrios globales, revirtiendo el proceso de corrección parcial de la década anterior en los saldos por cuenta corriente (o desequilibrios de flujo). De igual forma, los desequilibrios de las posiciones de inversión internacional (o desequilibrios de stock), que seguían creciendo, han experimentado un incremento adicional. En este artículo se analizan los principales factores que han afectado a los desequilibrios globales como consecuencia de la pandemia. La desigual recuperación global contribuye a que los desequilibrios sigan ampliándose en el corto plazo. Además, la pandemia está provocando o acelerando cambios de fondo en la economía global en ámbitos tales como la digitalización productiva y financiera, la organización del trabajo o, de un modo más indirecto, en la fiscalidad internacional y en la transición hacia una economía verde. Estos cambios estructurales afectarán a los desequilibrios globales en el largo plazo, aunque el signo y la magnitud de su impacto sean aún inciertos.*

**Palabras clave:** desequilibrios globales, cuenta corriente, COVID-19, cambio estructural.

**Clasificación JEL:** F32; F41.

### **Abstract**

*The economic fallout from COVID-19 has widened global imbalances, partially reverting the correction of current account balances (flow imbalances) in the last decade. Similarly, net foreign assets (stock imbalances), that continued to widen, have experienced an additional increase. We analyse in this article the main factors impacting on global imbalances during the pandemic. The uneven recovery supports an additional widening in the short run. Moreover, the pandemic is inducing or accelerating deep changes in the world economy in areas such as economic and financial digitalisation, the organisation of work or, more indirectly, international taxation and the green transition. These structural changes will affect global imbalances in the long run, although its sign and magnitude are still uncertain.*

**Keywords:** global imbalances, current account, COVID-19, structural change.

---

\* Las opiniones de este artículo reflejan la visión de los autores y no necesariamente la de las instituciones que representan.

## 1. Introducción

Antes de la crisis financiera global (CFG) de 2008, la ampliación de los desequilibrios globales era percibida como uno de los grandes riesgos de la economía mundial. Aunque los desequilibrios globales no desencadenaron la CFG, constituían un síntoma evidente de un patrón insostenible del crecimiento global (Blanchard y Milesi-Ferretti, 2009). La CFG, a su vez, marcó fuertemente la evolución de los desequilibrios. Los desequilibrios de flujo *-i.e.*, los registrados por las balanzas por cuenta corriente de las economías— se redujeron, pero los desequilibrios de *stock -i.e.*, los reflejados en las posiciones de inversión neta internacional (PIIN)—, siguieron aumentando. Estos últimos son los que determinan las vulnerabilidades y las necesidades de ajuste de las economías.

La crisis inducida por la pandemia supone un *shock* a nivel macroeconómico de mayor alcance y de distinta naturaleza que la CFG, pero con un impacto comparable. El *shock* debido a la crisis sanitaria es exógeno, más global, pero previsiblemente mucho más transitorio. De hecho, la economía global se está recuperando rápidamente, sobre todo en los países avanzados. No obstante, en algunos sectores, relacionados con la movilidad, los efectos negativos pueden perdurar bastante tiempo.

La pandemia podría tener un impacto persistente sobre los desequilibrios globales. Esto se debe no solo a que la recuperación está siendo desigual entre regiones, sino también a que la crisis sanitaria está provocando o acelerando cambios de fondo en la economía global, con posibles consecuencias de largo alcance sobre la evolución de los desequilibrios, tanto de flujo como de *stock*. Este sería el caso de la digitalización productiva y financiera o de la organización del trabajo en las empresas. De un modo más indirecto y hasta cierto punto inesperado, la pandemia, junto con otros desarrollos en la escena internacional, está generando cambios rápidos y de profundo calado en la economía mundial, en ámbitos tan dispares como la fiscalidad internacional y la economía verde.

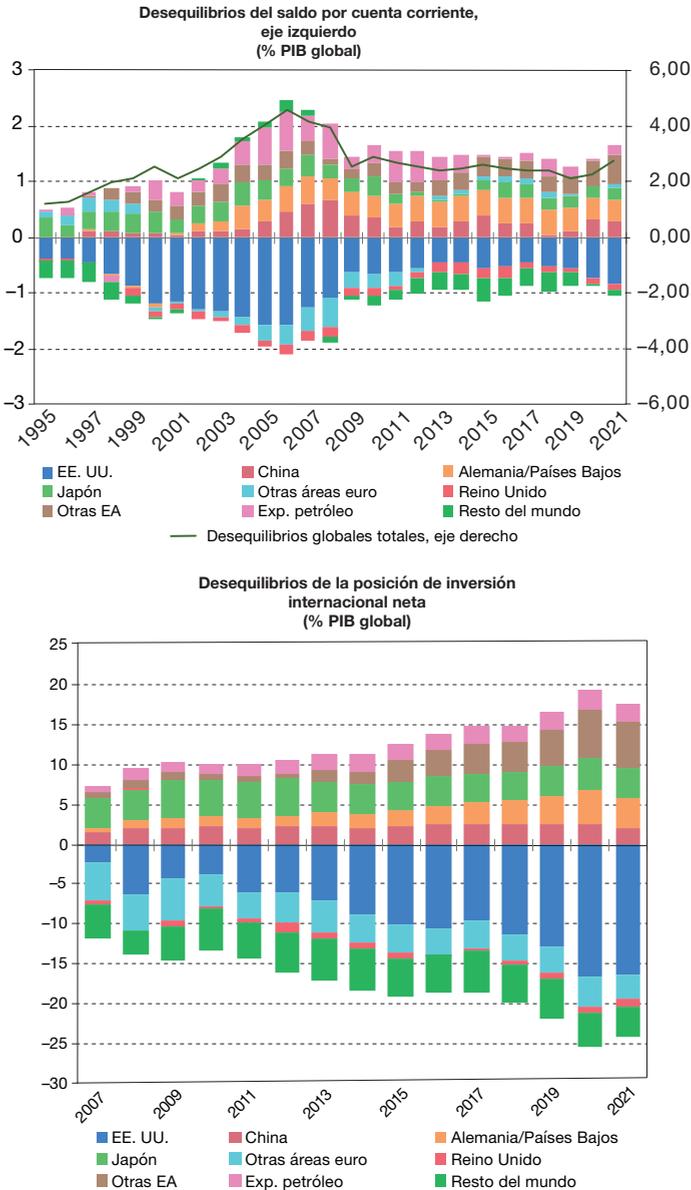
En este artículo se analiza el impacto de la pandemia sobre los desequilibrios globales. En la primera parte se evalúa el efecto observado hasta la actualidad y la trayectoria que se espera que tengan dichos desequilibrios durante la fase de recuperación. En la segunda parte se exploran las implicaciones para los desequilibrios globales de los cambios económicos estructurales inducidos, directa o indirectamente, por la pandemia.

## 2. El estado de los desequilibrios globales. Tendencias previas e impacto de la pandemia

### 2.1. La evolución de los desequilibrios antes de la pandemia

La CFG impactó significativamente en la evolución de los desequilibrios globales. Los desequilibrios del saldo por cuenta corriente, que se habían expandido exponencialmente en la primera mitad de los años 2000 hasta situarse en 2007 por encima del 2% del PIB mundial, se redujeron marcadamente y de forma persistente como consecuencia de la CFG (Figura 1, panel superior).

**FIGURA 1**  
**EVOLUCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES DE FLUJO**  
**(CUENTA CORRIENTE) Y DE STOCK (PIIN)**



NOTAS: Otras EA incluye Corea del Sur, Canadá, Australia, Taiwan, Suiza, Singapur, Suecia, Hong Kong SAR, República Checa, Israel, Dinamarca, Nueva Zelanda e Islandia. Exp. petróleo incluye Arabia Saudí, Rusia, Emiratos Árabes Unidos, Nigeria, Angola, Venezuela, Kazajistán y Noruega. Panel superior: los datos de 2020 son estimaciones para 7 economías y observaciones para las demás; los datos de 2021 son estimaciones para la totalidad de la muestra. Panel inferior: los datos de 2021 se refieren a observaciones de los dos primeros trimestres para todos los países menos 11, cuyos datos se refieren únicamente al primer trimestre.

FUENTE: FMI.

La razón de esta reducción radica en las características de la CFG y en su relación con los desequilibrios externos de las economías. La CFG fue una crisis «endógena» a los desequilibrios de la época: los factores que la causaron –según muchos analistas, políticas monetaria y regulatorias laxas en los EE. UU., combinadas con un exceso de ahorro en los países asiáticos<sup>1</sup>– habrían determinado también la expansión de los desequilibrios globales en los años anteriores a 2008. Estos desequilibrios acabaron siendo un síntoma de fallas financieras y económicas estructurales, como la proliferación de flujos de financiación en los que el riesgo estaba enmascarado por una creciente complejidad de los productos financieros, que implosionaron entre 2007 y 2008 llevando a la quiebra a múltiples entidades financieras proveedoras o detentoras de estos productos, provocando un pánico financiero. Los desequilibrios se redujeron con un coste elevado: una fuerte y persistente caída del PIB y de las rentas de los agentes. Una vez llevado a cabo el ajuste, los desequilibrios han oscilado ligeramente por encima del 1 % del PIB mundial, destacando la corrección de los saldos deficitarios de Estados Unidos y algunos países de la zona euro.

Por el contrario, los desequilibrios relacionados con la PIIN continuaron aumentando en la década pasada (Figura 1, panel inferior). La suma de saldos acreedores, que era de apenas el 10 % del PIB global antes de la CFG, casi se ha duplicado en la última década. Los desequilibrios de *stock* tienen un grado de persistencia muy elevado, ya que se retroalimentan con los saldos por cuenta corriente a los que contribuyen a través de la balanza de rentas. Como se detalla en el Apéndice, cuando la PIIN tiene el mismo signo que el saldo por cuenta corriente, tenderá a aumentar en valor absoluto, salvo que el diferencial de rendimiento entre activos y pasivos sea tal que el saldo de la balanza de rentas presente un signo distinto al de la PIIN. Esta situación no es habitual, con la notable excepción de Estados Unidos, por las razones que se explican en el Apéndice. En el periodo anterior a la pandemia, los desequilibrios más relevantes estaban concentrados en cinco grupos de economías, como se observa en la Figura 2. Un primer grupo se compone de los países con saldos externos fuertemente positivos y PIIN mayormente acreedoras:

1. Países asiáticos: China, Japón, Corea y otros países asiáticos. Sus desequilibrios son cuantitativamente relevantes a nivel global, pues China y Japón explicaban conjuntamente el 22 % del ahorro externo mundial en 2019 y el 31 % de las tenencias globales netas positivas de activos externos en el mismo año.
2. Países europeos: Alemania, Países Bajos y varios países nórdicos. Además de explicar una cuota relevante del ahorro y de las PIIN positivas globales –alrededor del 20 %–, las tenencias de activos externos de estas economías se han ido expandiendo exponencialmente en los últimos años, registrando, conjuntamente, un incremento de más del 200 % en la última década.

---

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, Obstfeld y Rogoff (2009).

3. Países exportadores de petróleo: es un conjunto heterogéneo de economías –las mayores de las cuales son Arabia Saudí, Rusia y Noruega– que explicaban conjuntamente alrededor del 10 % del ahorro externo y de las PIIN positivas globales en 2019.

En el grupo de economías con saldos fuertemente negativos y habitualmente deudoras (en rojo en la Figura 2) destacan:

1. Estados Unidos, una gran economía deficitaria y deudora que, por su tamaño y por varios factores políticos y estructurales –estabilidad económica, potencial de crecimiento, centro financiero global, principal productor de activos seguros, etc.–, ha sido receptora de gran parte del ahorro mundial en las últimas décadas. En 2019, los desequilibrios externos estadounidenses explicaban el 46 % y el 56 % de los déficits por cuenta corriente negativos globales y el *stock* de deuda neta mundial, respectivamente.
2. Economías con un *stock* de deuda externa neta importante, pero en proceso de corrección antes de la pandemia. Entre estos países están tanto economías emergentes como Turquía –con una deuda externa neta por encima del 45 % del PIB en 2019– como economías avanzadas –Grecia, Portugal y España–, cuyos pasivos externos netos superaban el 70 % de su PIB en 2019. Los desequilibrios externos de estos países son menos relevantes desde un punto de vista cuantitativo debido a su menor tamaño, aunque comparten la necesidad de generar superávits del saldo por cuenta corriente en los próximos años para garantizar un ajuste sostenible de su endeudamiento externo.

La diferente naturaleza del *shock* de la pandemia se puede observar también en la Figura 1. A diferencia de la CFG, no se produjo un aumento de los desequilibrios previo a la crisis. Al contrario, en los años previos se había producido un descenso del superávit de algunas de las regiones previamente analizadas, como las economías asiáticas y los exportadores de petróleo, y se habían reducido los déficits de Estados Unidos y de las economías de la zona euro con un elevado *stock* de deuda externa. Mayores resistencias al ajuste mostraron, por otro lado, Alemania y Países Bajos, que siguieron manteniendo elevados superávits en los años previos a la pandemia.

## 2.2. El impacto de la pandemia sobre los desequilibrios globales en el corto plazo

¿Cuál fue el impacto de la crisis sanitaria sobre los desequilibrios externos más relevantes? *A priori*, la pandemia puede afectar a los desequilibrios a través de diferentes canales –algunos operantes de forma temporal y otros activos en el más largo plazo–, tanto en el caso de los flujos como de los *stocks*. En concreto, como se especifica en la parte derecha de la Figura 2, en el corto plazo, la crisis sanitaria ha incidido a través de cuatro canales en los saldos por cuenta corriente de las economías. Primero, modificando los balances sectoriales del turismo y la energía; segundo, a través de su impacto sobre la demanda interna de los distintos países; tercero, debido

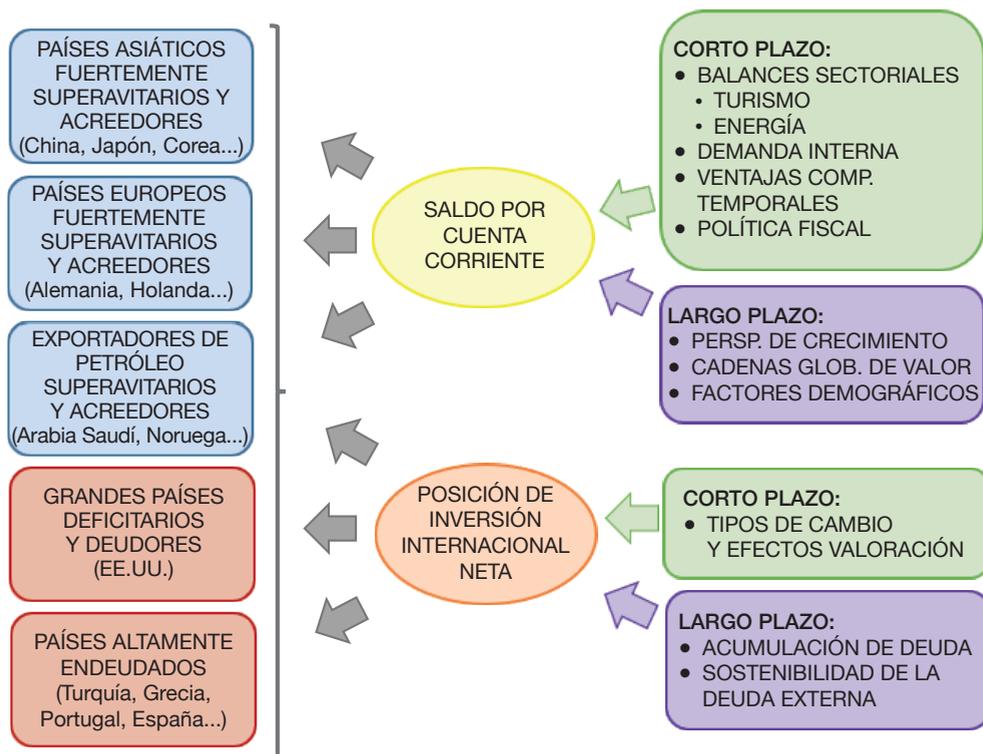
a ciertas ventajas comparativas temporales resultantes de la propia crisis sanitaria; y cuarto, finalmente, a través de las medidas fiscales adoptadas en respuesta a la pandemia por los distintos Gobiernos.

A más largo plazo, los saldos por cuenta corriente podrían verse afectados por otros factores relacionados con la pandemia, tales como modificaciones en las perspectivas de crecimiento de las distintas economías, una posible reestructuración de las cadenas globales de valor o alteraciones de los factores demográficos.

Por su parte, las PIIN de las principales economías se podrían ver influenciadas en el corto y medio plazo por fluctuaciones en los tipos de cambio relacionadas con la pandemia y por los consiguientes efectos valoración que modifican el valor de activos y pasivos externos, así como por la acumulación de riqueza o deuda externa debida a las tendencias de los saldos por cuenta corriente.

Los próximos epígrafes analizan en detalle cómo la pandemia podría afectar a los desequilibrios externos a través de todos estos canales, empezando, en esta sección,

**FIGURA 2**  
**IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE LOS PRINCIPALES DESEQUILIBRIOS GLOBALES**



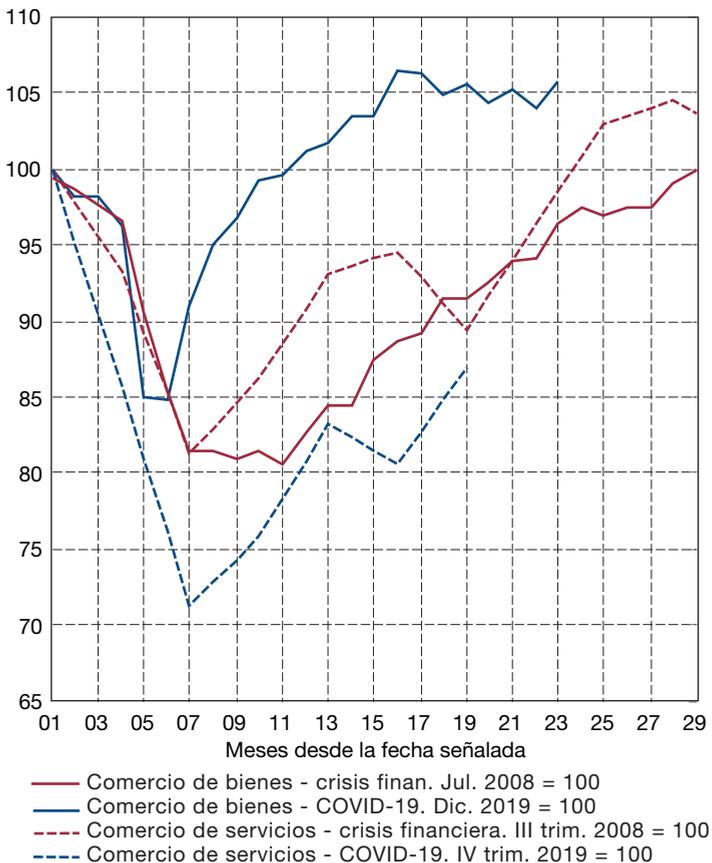
NOTA: En azul, grupos de países superavitarios. En rojo, grupos de países deficitarios.

FUENTE: Elaboración propia.

por el impacto sobre las cuentas corrientes. Las posibles repercusiones de más largo plazo de la crisis sanitaria se tratarán en el tercer epígrafe.

Un primer canal por el que la pandemia de la COVID-19 afecta a los desequilibrios globales es su impacto sobre los flujos comerciales. Como se muestra en la Figura 3, la crisis sanitaria ha conllevado una caída temporal en el comercio de bienes, relacionada en parte con las interrupciones en las cadenas globales de producción que se observaron en la primera mitad de 2020. Dicha contracción, sin embargo, fue seguida por una recuperación posterior muy rápida. Para el comercio de servicios, por el contrario, la caída, debida principalmente a la contracción del turismo y los viajes, es muy superior a la registrada en 2008, y la recuperación más lenta. En gran parte, esto refleja la continuidad de las medidas restrictivas en varias áreas del mundo.

**FIGURA 3**  
**EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL.**  
**COMPARACIÓN ENTRE EL EPISODIO ACTUAL Y LA CRISIS DE 2008**



FUENTE: CPB, Eurostat, FMI y OECD.

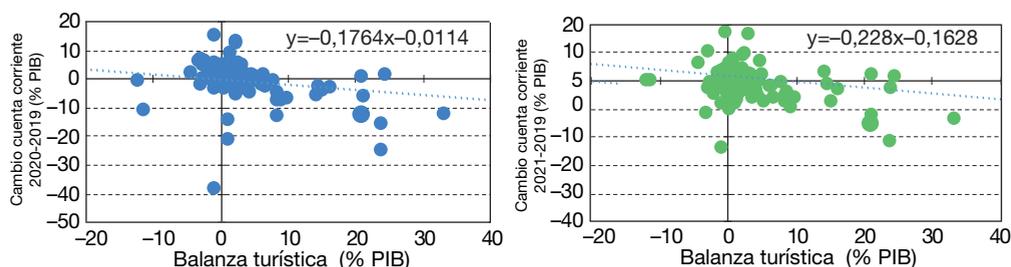
Una de las principales características de la pandemia es su diferente impacto sectorial. Así, aquellos sectores más relacionados con la movilidad o el contacto interpersonal –como los servicios de ocio o el turismo– han experimentado una mayor caída. Por el contrario, los servicios a las empresas o los productos sanitarios relacionados con la pandemia han observado un fuerte incremento de la demanda y producción. A su vez, el fuerte impacto sobre la actividad y la movilidad, así como la súbita recuperación posterior, generó grandes oscilaciones en los precios de las materias primas, en un primer instante a la baja y más tarde al alza.

Esta dimensión fuertemente sectorial constituye un elemento de novedad con respecto a las crisis anteriores. La pandemia ha paralizado casi totalmente la industria turística durante meses. Para varios países, el turismo internacional constituye una parte importante de los ingresos procedentes del exterior. En la Figura 4 se relaciona la balanza turística previa a la pandemia con el cambio en el saldo por cuenta corriente observado entre 2019 y 2020 (panel izquierdo) y entre 2019 y 2021 (panel derecho), ambos en porcentaje del PIB. Como se puede observar, la relación negativa entre ambas es marcada. Para algunas economías superavitarias, de hecho, este cambio ha significado la desaparición parcial o total de su superávit comercial, como es el caso de Tailandia, Turquía, Grecia, Portugal o España.

Este factor, en todo caso, se vio parcialmente compensado por la caída de los precios energéticos en 2020. Toda vez que una buena parte de los principales países exportadores de servicios turísticos –como los comentados anteriormente– son también países deficitarios en la balanza energética, esto contuvo el efecto de la pandemia sobre las balanzas por cuenta corriente.

En cualquier caso, la caída del precio de las materias primas energéticas tuvo un efecto positivo sobre los desequilibrios globales, al reducirse, e incluso revertirse en algunos casos, los elevados superávits registrados por los países exportadores de petróleo, como se ilustra en la Figura 5.

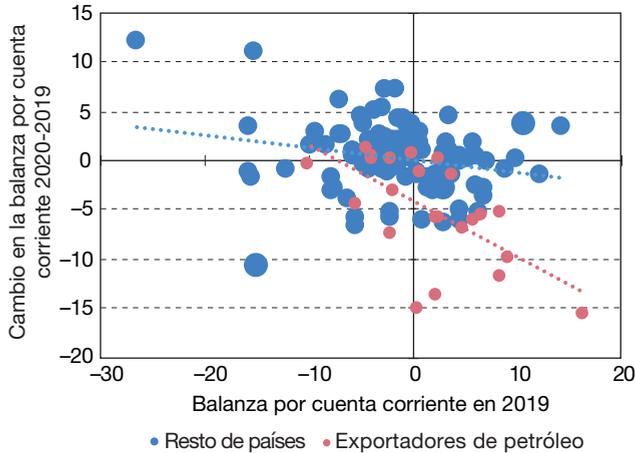
**FIGURA 4**  
**BALANZA TURÍSTICA Y SALDO POR CUENTA CORRIENTE.**  
**AÑOS 2020 Y 2021**



NOTAS: Incluye 145 países con datos disponibles en el World Economic Outlook del FMI y en la base de datos del UNWTO. Para 2020, los datos de 39 economías son estimaciones. En 2021, los datos son estimaciones para la totalidad de la muestra.

FUENTE: FMI y UNWTO.

**FIGURA 5**  
**EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE Y EXPORTADORES**  
**DE PETRÓLEO**  
**(En % PIB)**



FUENTE: FMI.

Un caso particular que debe analizarse es el de aquellas economías que, por su tamaño, marcan en gran medida la evolución de los desequilibrios globales. Así, en Estados Unidos se ha producido un fuerte aumento del déficit por cuenta corriente, como consecuencia, entre otros, del impulso fiscal, como se explica en la siguiente sección. Por su parte, China se ha visto beneficiada por una evolución más favorable de la pandemia a pesar de su impacto más temprano, que ha permitido una reactivación de sus exportaciones y un aumento del superávit por cuenta corriente.

El *shock* también dio lugar a un periodo de volatilidad financiera y un fuerte parón de los flujos de capitales (*sudden stop*). Como estos flujos contribuyen a financiar los déficits por cuenta corriente y su ausencia fuerza su corrección, en particular, en las economías emergentes que dependen más de un flujo continuado de capitales exteriores (Edwards, 2004), un parón súbito de los flujos puede llevar a una reversión del saldo por cuenta corriente, al no haber financiación disponible (De Mello y Padoan, 2010). Estos frenazos también contribuyeron a acentuar el impacto de la pandemia sobre la actividad en los países afectados, al tener que ajustarse la demanda interna.

### 3. Perspectivas sobre los desequilibrios globales

#### 3.1. Desequilibrios en la recuperación

En conjunto, el efecto neto de todos los factores mencionados anteriormente fue una ampliación de los desequilibrios globales en términos de flujo –saldo por cuenta corriente– en el primer año de la pandemia (Figura 1, superior). Las previsiones son que estos continúen aumentando en el corto plazo.

La actividad ha recuperado los niveles previos a la crisis sanitaria en numerosos países, principalmente entre las economías avanzadas. Los precios de las materias primas también han recuperado e incluso superado los niveles prepandemia. Esta evolución favorable puede contribuir a reducir los desequilibrios, pero también a aumentarlos. Así, se espera que los grandes países exportadores de petróleo retomen su tradicional y elevado superávit por cuenta corriente.

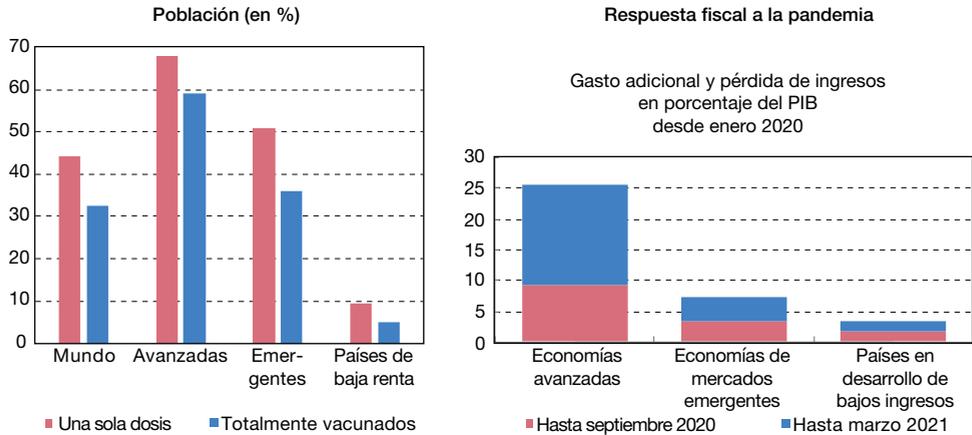
No obstante, la recuperación es incompleta y desigual. Pueden distinguirse dos dimensiones: la sectorial, dado que los efectos de la pandemia en algunos sectores son muy persistentes; y la geográfica, pues la recuperación va a velocidades muy diferentes entre países, a un ritmo que está marcado por el avance de la vacunación, la magnitud y continuidad de los estímulos fiscales y el aumento de la inflación.

Por lo que se refiere a la evolución sectorial, los servicios de cara al público han ido rezagados en la recuperación. La mayoría de ellos afectan a la demanda interna pero no a la exterior; la principal excepción son los flujos turísticos, que apenas se han recuperado, debido a las nuevas olas pandémicas y a la extensión de las restricciones. Las llegadas de turistas internacionales aún se encuentran un 82 % por debajo de los niveles precrisis, lo cual supone mil millones menos de turistas (UNWTO, 2021). Además, se espera que los efectos sobre el sector turístico sean los últimos en desaparecer. En la medida en que la población mundial no esté completamente inmunizada y la pandemia no sea residual, la reducción del turismo y de los desplazamientos internacionales persistirá.

Las diferencias geográficas en la recuperación también están relacionadas con la exposición a este tipo de sectores rezagados. Los países con una elevada dependencia del turismo no solo tuvieron una caída mayor de la actividad, sino que se están recuperando más lentamente. Este rezago tiene consecuencias directas sobre los desequilibrios por cuenta corriente. Las balanzas de servicios, superavitarias en estos países, siguen estando lastradas por la reducción de ingresos turísticos, como se observa en el panel derecho de la Figura 4. La recuperación de los precios de las materias primas energéticas también tiende a afectar negativamente a los países turísticos. La mayor pendiente que refleja la relación entre la balanza turística y el deterioro de la cuenta corriente en 2021 viene explicada en parte por la evolución de la balanza energética. La recuperación más débil de la actividad también puede limitar la recuperación de las importaciones, pero el balance agregado en este grupo de países debe ser un persistente deterioro de los saldos de la balanza comercial y por cuenta corriente.

La vacunación está procediendo a ritmos muy heterogéneos entre países (Figura 6, izquierda). Así, mientras que en el conjunto de las economías avanzadas la población vacunada con dos dosis se acercaba al 60 % en octubre de 2021, la proporción se reducía al 35 % en las economías emergentes, y en los países de renta baja apenas superaba el 5 %.

**FIGURA 6**  
**FACTORES DETERMINANTES DEL RITMO DE RECUPERACIÓN:**  
**VACUNACIÓN Y ESTÍMULO FISCAL**



FUENTE: FMI y Banco de España.

El retraso en la vacunación aumenta la probabilidad de que se generen nuevas oleadas de contagios, mantiene la presión hospitalaria y puede llevar a una reactivación de las restricciones. El velo de incertidumbre que todo ello genera lastra la recuperación e impide la normalización de la actividad de ciertos sectores. Además, el mantenimiento de la incertidumbre también frena la recuperación de los flujos de financiación hacia estos países, lo que limita la recuperación de la demanda interna.

Por lo que respecta al apoyo fiscal, este ha sido mucho más elevado en las economías avanzadas como respuesta a la pandemia. Además, muchas economías avanzadas han adoptado cuantiosos paquetes fiscales para facilitar la recuperación. Como se observa en el panel derecho de la Figura 6, las economías avanzadas han añadido entre septiembre de 2020 y marzo de 2021 más de siete puntos porcentuales de su PIB en apoyos fiscales.

Durante la crisis, también se ha producido un elevado incremento del ahorro privado en las economías avanzadas debido a la incertidumbre, a la reducción de gasto en productos y servicios impactados por la pandemia y, también, a que algunos de los apoyos fiscales tenían como objetivo mantener la renta disponible de los trabajadores. En algunos casos, como lo ocurrido en Estados Unidos con los cheques a las familias en el segmento de rentas bajas, la renta disponible incluso aumentó. Una vez pasada la fase más aguda de la pandemia, se prevé que el ahorro acumulado suponga un impulso adicional a la demanda de consumo e inversión privada –inmobiliaria, por ejemplo–, prolongando el efecto de los estímulos fiscales. El incremento de la demanda tiende a tener un impacto negativo sobre las balanzas comerciales y a generar externalidades positivas sobre las exportaciones del resto de países.

La combinación de ambos elementos supone un aumento significativo de la presión de la demanda sobre el aparato productivo. Esta demanda confronta una oferta cuyos factores productivos no se han reactivado completamente y tienen que gestionar restricciones parciales a la actividad en las economías donde aparecen nuevas olas de contagios. Si a ello se une el aumento de los precios energéticos, donde también se producen cuellos de botella en la oferta, no resulta sorprendente que la inflación esté aumentando de forma significativa en muchas economías. Aunque el grado de persistencia del fenómeno es incierto, está reduciendo el poder adquisitivo de los agentes y está empezando a afectar a los tipos de interés en los mercados financieros, lo cual puede terminar ralentizando la recuperación global.

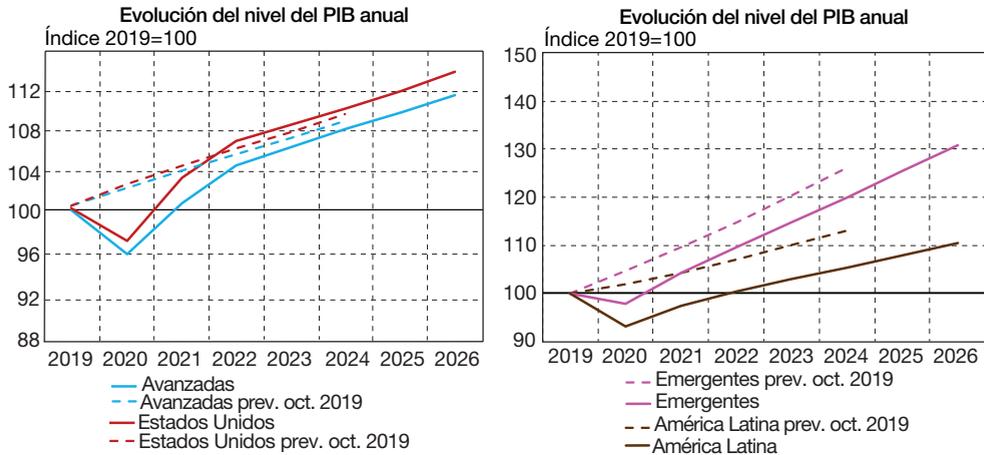
Por el contrario, las economías emergentes y en desarrollo, después de desplegar un notable impulso fiscal en los primeros trimestres de la pandemia (3,6 puntos de su PIB), apenas han añadido cuatro décimas desde septiembre de 2020, debido, en muchos casos, a su escaso espacio fiscal tras el incremento de déficit y deuda observado con la crisis. Los países de bajos ingresos no han podido incrementar el ya escaso apoyo fiscal que implementaron al inicio de la crisis.

También la acumulación de ahorro privado ha sido menos relevante en estos países, donde solo la población en la parte alta de la distribución de ingresos puede ahorrar; además, la incertidumbre que rodea la evolución de la pandemia es mayor, debido a los retrasos en la vacunación en muchas de las economías en desarrollo, por lo que la acumulación de ahorro por motivo precautorio puede prolongarse en el tiempo. Finalmente, las economías emergentes, sobre todo aquellas con mayores vulnerabilidades fiscales y financieras, pueden tardar en recuperar los flujos de financiación del pasado, lo que puede limitar la recuperación de la demanda interna. Este retraso en los flujos de financiación exteriores se puede acentuar en mayor medida si las políticas monetarias de las economías avanzadas cambian su orientación de forma más rápida de lo anticipado. No obstante, la mejora de las exportaciones que se está observando puede mitigar estos efectos.

Por tanto, los dos factores que más afectan la recuperación, ritmo de vacunación y estímulos fiscales, se alinean conforme a la división entre economías avanzadas y emergentes, lo que determina que las perspectivas de crecimiento de medio y largo plazo diverjan entre estos dos grupos de países.

Como se observa en la Figura 7, se espera que las economías avanzadas retomen la senda de evolución del PIB prevista antes de la crisis hacia finales del año 2022, es decir, que no solo se recuperen los niveles de producto previos a la crisis, sino también la totalidad de las pérdidas asociadas a la crisis en un periodo inferior a tres años. Por el contrario, las economías emergentes, que recuperaron los niveles de PIB previos a la crisis bastante antes –gracias sobre todo a la rápida reactivación de China–, no alcanzarán la senda anteriormente prevista en el horizonte de predicción, a pesar de la mejora reciente de sus perspectivas económicas.

**FIGURA 7**  
**NIVELES DEL PIB PROYECTADOS ANTES Y DESPUÉS**  
**DE LA PANDEMIA**



FUENTE: FMI.

Esta diferente evolución económica tiene un correlato en la evolución esperada de los desequilibrios de flujo. Las balanzas comerciales y por cuenta corriente de las economías avanzadas tenderán a deteriorarse debido a la mayor recuperación de la demanda interna. En las economías lastradas por una recuperación más lenta, en cambio, los saldos comerciales y, probablemente, por cuenta corriente tenderán a mejorar, facilitando asimismo la recuperación. Por su parte, el aumento de los tipos de interés a nivel global tendería a elevar, a través de la balanza de rentas (véase Apéndice) los déficits de las economías deudoras y a aumentar los superávits de las acreedoras, aunque se espera que los efectos se vean mitigados por dos factores: el aumento generalizado de los vencimientos de la deuda durante el largo periodo de bajos o incluso negativos tipos de interés y el aumento de las exposiciones en activos más seguros.

El efecto de todas estas divergencias sobre los desequilibrios globales es un incremento esperado de los mismos en el año 2021 (Figura 1, superior). Los principales contribuidores a la ampliación son: Estados Unidos, cuyo déficit por cuenta corriente se prevé aumente un punto porcentual del PIB; y los países exportadores de petróleo, los cuales mejorarán sus saldos corrientes, volviendo a ampliar su contribución a los superávits globales. Por el contrario, los países emergentes con tradicionales saldos deficitarios por cuenta corriente los mantendrán más reducidos que antes de la crisis –Brasil, Turquía– y algunos de ellos mantendrán el saldo superavitario –México, Argentina–. Las posiciones de inversión internacional (PIIN) han corregido parcialmente la ampliación observada en 2020 (Figura 1, inferior) durante el primer semestre de 2021, debido principalmente a la reversión de los efectos de valoración.

### 3.2. *Implicaciones de medio y largo plazo*

Esta sección se centra en los cambios estructurales generados o catalizados por la pandemia que pueden tener implicaciones de medio y largo plazo sobre los desequilibrios globales: impacto demográfico y sobre el proceso de globalización de la producción, un mayor recurso al teletrabajo y un renovado impulso a la digitalización económica y financiera, modificaciones en la fiscalidad internacional, y una aceleración en la transición hacia una economía verde.

#### 3.2.1. Demografía

Un primer canal por el que la pandemia podría afectar a las cuentas corrientes en el largo plazo es modificando los factores demográficos. Las variables demográficas son un determinante relevante del saldo por cuenta corriente de las economías. Un alto crecimiento de la población tiende a incentivar el déficit externo; una elevada proporción de ahorradores de mediana edad aumentaría el ahorro agregado y el superávit exterior; un alto porcentaje de personas mayores reduciría los ahorros empujando el saldo por cuenta corriente hacia el déficit (Cubeddu *et al.*, 2019). Según lo estimado por Gerigk *et al.* (2018), las trayectorias demográficas preexistentes a la pandemia hacían prever un impacto negativo de los factores demográficos sobre los saldos por cuenta corriente de los países con mayor edad promedio a partir de 2035. Entre estos países estaría también España.

Estas tendencias se podrían ver agravadas por el impacto de la pandemia sobre la fertilidad. Según estudios recientes, la crisis sanitaria podría reducir la tasa de fertilidad en las economías avanzadas debido, en parte, a las dificultades de conciliar el cuidado a la familia con la actividad laboral, en parte, a la incertidumbre y a las dificultades de acceder a la fecundación artificial (Aassve *et al.*, 2020). En este sentido, la crisis originada por la COVID-19 podría aumentar el envejecimiento poblacional en las economías avanzadas en los próximos años, dificultando alcanzar superávits externos. Por otra parte, aunque la incertidumbre sobre los efectos a largo plazo en la salud de la COVID-19 es alta, en la medida en la que las altas tasas de mortalidad en los años de la pandemia no se correspondan con un descenso persistente de la esperanza de vida, este efecto tendría una menor relevancia en el largo plazo (Harper, 2021).

#### 3.2.2. Globalización y cadenas de producción

Uno de los efectos más visibles del impacto económico de la pandemia en sus inicios fue la interrupción de las cadenas globales de valor (WTO, 2021). En efecto, el país en que se originó la pandemia, China, es también la economía principal proveedora de bienes intermedios para el aparato productivo mundial –junto con otras economías asiáticas–. Por lo tanto, las restricciones a la actividad para contener los

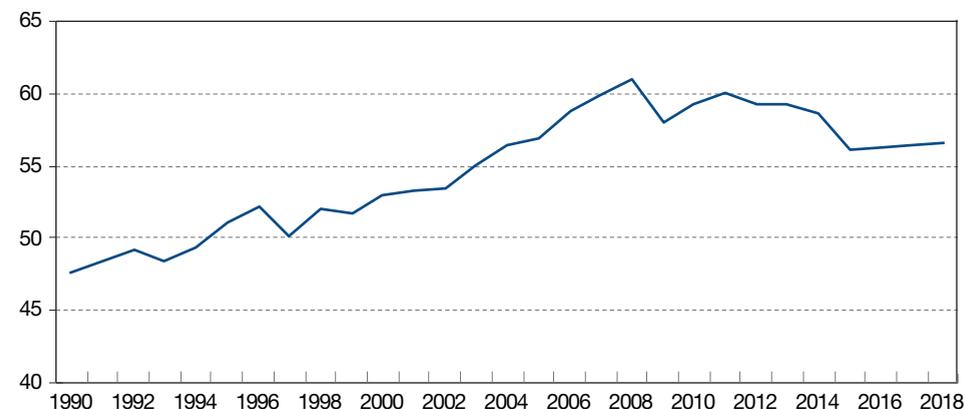
contagios en ese país tuvieron un efecto inmediato en la producción global de bienes industriales. Esto, conjuntamente con la escasez de suministros de material sanitario y farmacéuticos durante la crisis, ha llevado a algunos analistas y responsables políticos a replantearse el proceso de globalización que había caracterizado la economía global en las dos décadas precedentes.

La globalización comercial de las últimas décadas tuvo como efecto la segmentación de la actividad productiva a través de las cadenas globales de valor. Esta segmentación tuvo un gran impacto, por un lado, en la dirección de los flujos globales de capital y, por otro, en los desequilibrios externos de los países. Hasta entonces, lo habitual era que el capital fluyera desde los países con tecnologías más avanzadas hasta los que se encontraban dentro de la frontera tecnológica, generando superávits exteriores en los primeros y déficits en los segundos. El proceso de globalización alteró significativamente este comportamiento y los países receptores de la tecnología se convirtieron rápidamente en importantes exportadores de bienes, experimentando significativos superávits en sus cuentas comerciales, que invertían en los activos seguros que se producen en los países avanzados, al no contar con unos mercados financieros suficientemente desarrollados. De esta forma, pasaron a ser en pocos años emisores exteriores netos de flujos de capital.

Parece existir un cierto consenso académico en que fueron principalmente dos los factores que determinaron la expansión de la globalización comercial: la tecnología y las políticas (Antràs, 2020). En efecto, los avances tecnológicos en información y las comunicaciones supusieron una clara revolución en la organización de la producción en las empresas. Estas innovaciones permitieron que cada parte del proceso productivo se pudiera localizar en el país en que resultaran más baratos los recursos en que eran intensivos. Además, se instauró el principio de *just in time*, que implica que se produce bajo demanda, reduciendo sustancialmente la necesidad de mantener existencias de productos terminados e intermedios. De esta forma, las ganancias de eficiencia y los ahorros de costes fueron muy significativos a nivel agregado, beneficiando a los consumidores a nivel global. Por su parte, las políticas también contribuyeron significativamente a este proceso, mediante la multiplicación de los acuerdos comerciales tanto bilaterales como multilaterales.

Sin embargo, ya antes de la pandemia se observaba un cierto agotamiento en este proceso (Figura 8). Este freno a la ya intensa internacionalización estaba relacionado tanto con cuestiones tecnológicas como de política. Parece claro que la tasa de innovación tecnológica en los aspectos sustantivos de las comunicaciones y la información sigue siendo muy elevada, pero los costes marginales son cada vez mayores (Bloom *et al.*, 2020). Por lo que respecta a las políticas, el apoyo social a este proceso se debilitó significativamente, ya que era claro que la conjunción de globalización y avance tecnológico sesgado hacia el ahorro del factor trabajo se traducían en un incremento de la desigualdad dentro de cada país –aunque a corto plazo redujera las desigualdades entre países–, sin que las políticas hubieran previsto que una parte de esos beneficios agregados se utilizaran para compensar a los perjudicados por estas dinámicas (Antràs, 2020).

**FIGURA 8**  
**VALOR AÑADIDO POR LAS CADENAS GLOBALES DE VALOR COMO**  
**PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES TOTALES**



FUENTE: UNCTAD (Eora-MRIO).

La crisis ocasionada por la pandemia ha tenido dos efectos de signo contrario sobre la globalización. Por un lado, ha supuesto un impulso adicional a la digitalización de la economía y la sociedad, como se detalla en uno de los epígrafes siguientes, pero, por otro lado, ha hecho más aparentes las negativas implicaciones sociales que puede tener el aumento de la desigualdad.

Además de las dislocaciones de las cadenas globales de valor observadas en las fases iniciales de la pandemia y solucionadas una vez que se avanzó en la vacunación de la población, más recientemente se han empezado a observar «cuellos de botella» en la producción de los bienes más globalizados debido a la elevada demanda global, pero también a las disrupciones productivas que han ocurrido en algunos países que se enfrentaban a rebotes de los contagios. Estos acontecimientos ponen de manifiesto la vulnerabilidad que representa la dependencia de las políticas sanitarias e industriales aplicadas por otros países y llevan a plantearse la oportunidad de una reestructuración en las cadenas de producción existentes. Sin embargo, contribuciones recientes han mostrado que un abandono total del modelo productivo *just in time* conllevaría una mayor vulnerabilidad a *shocks* que afecten las cadenas globales de producción (Miroudot, 2020) y que, por lo tanto, empresas más integradas internacionalmente tienen una mayor capacidad de recuperarse de los *shocks* adversos. Por estas razones, eventuales modificaciones a la organización productiva actual deberían probablemente materializarse en mayores colchones en forma de existencias que amortigüen el potencial impacto de la dislocación de la producción en países concretos (Carreras-Valle, 2021), más que en una reducción de la integración internacional de los procesos productivos. Por otro lado, en el ámbito de las políticas, las medidas aplicadas para combatir el impacto de la pandemia han evitado que los niveles de desigualdad hayan aumentado mayormente, como solía ocurrir

en crisis pasadas. Sin embargo, estas medidas son transitorias, por lo que la presión social probablemente volverá a emerger si no se presta atención a los perdedores de este proceso.

En conjunto, será este equilibrio entre los beneficios y vulnerabilidades para las empresas y la capacidad y deseo de los Gobiernos para reducir las desigualdades lo que determinará si se produce o no un retroceso significativo en la globalización. No parece que, a pesar del debate suscitado al hilo de la pandemia, las grandes multinacionales que constituyen las cadenas globales de valor estén desmantelando esta forma organizativa.

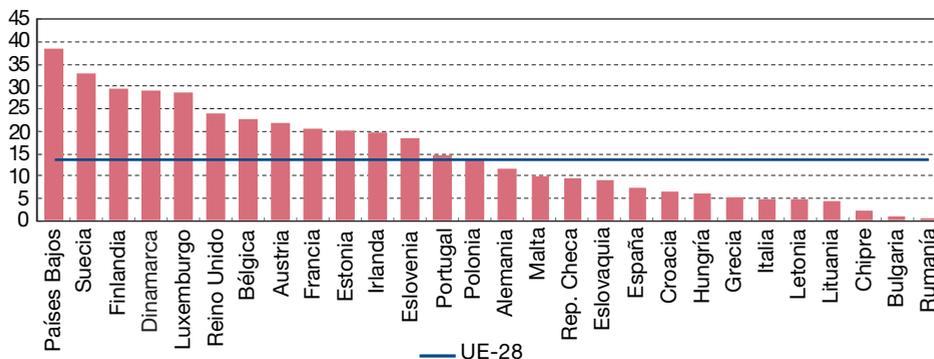
Lógicamente, la materialización de cualquiera de las dos tendencias tendrá implicaciones para los desequilibrios globales, no tanto en términos de su magnitud, pero sí de su localización. En concreto, si se produce un cambio de tendencia en la globalización, los países productores de bienes intermedios –y con moderado consumo de bienes finales–, que en su mayor parte presentan importantes superávits en su cuenta corriente –por ejemplo, algunos países asiáticos– verían corregirse sus saldos excedentarios. Esto reduciría su capacidad para ser emisores netos de flujos de capitales. Y los países productores –y mayores consumidores– de bienes finales verían mejorar sus saldos deficitarios por cuenta corriente –por ejemplo, Estados Unidos– o incrementarse sus saldos superavitarios –Alemania, Países Bajos, etc.–. En cualquier caso, dependiendo de cómo se lleve a cabo el proceso, esto podría resultar en un aumento de los precios de los productos y una disminución del bienestar medio.

### 3.2.3. Teletrabajo y digitalización económica

Uno de los factores que permitió mitigar el impacto económico de las restricciones a la movilidad adoptadas para contener los contagios de la pandemia fue el teletrabajo. El teletrabajo ya era una realidad antes de la pandemia, pero no estaba ni mucho menos generalizado entre los trabajadores (Figura 9). Los sectores de servicios, especialmente los más relacionados con las tecnologías de la información y las comunicaciones, las empresas de mayor tamaño y las profesiones con mayores niveles de cualificación eran los que mayor uso hacían de esta posibilidad.

La progresiva digitalización de las empresas y la disponibilidad de una infraestructura de comunicación para el ocio suficientemente desarrollada permitieron un rápido despliegue del mismo al estallar la crisis sanitaria. De hecho, en el promedio de la Unión Europea, el 40 % de los asalariados trabajó desde casa durante la pandemia. Esto plantea la posibilidad de que en el futuro se convierta en una práctica habitual, que podría permitir a los trabajadores incluso vivir en ciudades y países distintos a aquel en el que se encuentra la empresa que les contrata. Esto permitiría que la globalización, que hasta la fecha había afectado sobre todo a las actividades industriales, se extendiera también a las de servicios. Sin embargo, en este caso, la localización de la actividad no dependería tanto de las ventajas salariales del país de destino, sino, probablemente, de su atractivo como lugar de residencia. Sin duda, el

**FIGURA 9**  
**TELETRABAJO EN LA UNIÓN EUROPEA. EVOLUCIÓN ANTES**  
**DE LA PANDEMIA**  
**(En %)**



FUENTE: Eurostat (Labor Force Survey, 2018).

coste de la vida del país de residencia respecto al de la sede corporativa es un factor a considerar, pero otros factores como la climatología, la calidad de las infraestructuras de comunicaciones e información y de los servicios comunitarios también serían fundamentales en la atracción del teletrabajo<sup>2</sup>. Estos aspectos son, hasta cierto punto, comunes con los determinantes de los flujos turísticos.

Los países receptores de los trabajadores desplazados verían mejorar su saldo superavitario por cuenta corriente, en concreto, a través de la balanza de rentas, reduciéndose esta en los países emisores. Esto se vería parcialmente compensado por un mayor déficit de la balanza comercial en los primeros y por un superávit en los segundos. Asumiendo que los países receptores pueden ser los que ahora captan más turistas, que, como se ha mostrado, han tendido a experimentar déficits como consecuencia de la pandemia, estos verían corregir su desequilibrio exterior. Sin embargo, los países emisores pueden ser tanto deficitarios o superavitarios, por lo que la magnitud de reducción de los desequilibrios globales como consecuencia de este fenómeno dependerá crucialmente del peso de los superavitarios entre los emisores.

En todo caso, la magnitud de este efecto es incierta, hoy por hoy. A expensas de que se desarrolle una tecnología de comunicaciones que permita que las interacciones a distancia entre los trabajadores sean tan efectivas como en forma presencial,

<sup>2</sup> Para valorar adecuadamente si esta es una tendencia que se puede materializar en el futuro, es preciso analizar las implicaciones que conllevaría para las empresas y los trabajadores. Tanto para unos como para los otros se producen ahorros significativos en forma de tiempo de desplazamiento para el trabajador y gastos de administración para las empresas (alquileres, luz, etc.). De hecho, el teletrabajo podría permitir que el trabajador se desplazara a otra ciudad o país, con lo que podría mejorar el poder adquisitivo de su salario si el nivel de precios en esas áreas es más bajo que donde está localizada la empresa. Pero también tienen un coste, ya que existe evidencia empírica que muestra que las interacciones personales en el trabajo elevan la productividad de la empresa y esto, lógicamente, redundaría en mayores beneficios, pero también en mayores salarios.

no parece probable que el teletrabajo alcance una implantación de tal intensidad que permita de forma generalizada residir en un área distinta al que se encuentra la empresa. En este sentido, lo más probable es que el teletrabajo se limite a varios días a la semana, de forma que los trabajadores puedan alternar su residencia en varias localizaciones, que, necesariamente, no pueden estar muy alejadas del lugar donde se encuentra la empresa. Ya existen en Estados Unidos algunos ejemplos de empresas que permiten un teletrabajo con cambio de residencia a cambio de una reducción significativa del salario. Esta reducción sería una primera aproximación al coste de productividad que supone para las empresas que sus empleados no interactúen presencialmente. Tampoco debe olvidarse que, desde el punto de vista de la economía urbana, la concentración de actividades y personas en una ciudad concreta supone unas economías de red muy importantes, que es difícil que puedan ser compensadas con la tecnología en un corto espacio de tiempo. Esto es lo que explica que los precios y los salarios sean mucho mayores en determinadas ciudades y que la distribución de las mismas no haya variado excesivamente en el tiempo tras múltiples *shocks*, muchos de ellos más persistentes que la pandemia de la COVID-19. Muy probablemente, tanto las empresas como los trabajadores preferirán seguir viviendo en estas ciudades en el corto y medio plazo. Siempre a expensas de la evolución tecnológica, claro.

#### 3.2.4. Digitalización financiera

El impulso a la digitalización que ha supuesto la pandemia también está alcanzando al mundo financiero de forma muy significativa. Existen, de hecho, ya muchas y variadas iniciativas con potencial para afectar significativamente los flujos financieros globales. Las nuevas tecnologías de registros distribuidos están dando lugar a la aparición, entre otras, de monedas digitales. Su penetración es todavía reducida por ahora; sin embargo, las economías de red que suponen pueden hacer que crezcan de forma exponencial en un corto espacio de tiempo. Por el momento, la mayoría de estas monedas presenta unas oscilaciones muy significativas en su valor y no se ha generalizado su uso como medio de pago, por lo que no parece que tengan capacidad para sustituir a los medios más tradicionales de pago. Por eso, su uso se está restringiendo a inversores con perfil de riesgo alto y también como medio de pago en operaciones ilícitas (Foley *et al.*, 2019, estiman que el 40 % de bitcoins lo mantienen usuarios con actividades ilegales), dado el alto grado de anonimato que permite.

Sin embargo, algunas iniciativas privadas ya están trabajando en el lanzamiento de las llamadas *stable digital coins*. A diferencia de las anteriores, estas monedas digitales invertirían sus fondos en activos seguros, lo que permitiría que mantuvieran un valor de referencia muy estable. Esto les permitiría desempeñar en mayor medida las tres funciones que tiene el dinero: ser una unidad de cuenta, un medio de pago y un depósito de valor. Si, además, estas monedas digitales están ligadas a plataformas

de compras con dimensión global, su aceptación por el público puede ser bastante rápida. Esto podría tener un impacto muy significativo en los flujos de capitales globales, ya que permitiría que clientes minoristas pudieran llevar a cabo este tipo de transacciones sin la participación de ningún intermediario financiero.

Las economías más afectadas por estos desarrollos serían aquellas que cuenten con menos activos seguros denominados en su propia moneda y, de hecho, con monedas propensas a perder valor, como son las economías emergentes y de renta baja. Y los principales receptores, los países con sistemas financieros lo suficientemente desarrollados como para producir activos seguros. En este marco, las economías que registren salidas de capitales como consecuencia de estos desarrollos se verían obligadas a aumentar su superávit por cuenta corriente, y los países receptores de esos flujos verían aumentar su déficit. El impacto que este proceso podría tener sobre los desequilibrios globales es muy similar al periodo que precedió a la crisis financiera global: se produciría una importante ampliación de los mismos; la diferencia es que en este caso sería el sector privado el motor de este proceso.

Las implicaciones que dichas evoluciones podrían tener para la estabilidad financiera, la gestión de la política monetaria o los propios ingresos fiscales, son uno de los motivos que ha llevado a que la mayoría de los bancos centrales estén estudiando la creación de monedas digitales plenamente convertibles en monedas tradicionales. Aunque todavía no parece existir un consenso en la definición técnica de las monedas digitales de bancos centrales (en concreto, el grado de implicación del sector privado en el proceso), sí podría existir una ventaja para quien consiga implantarla en primer lugar.

Sin embargo, otros factores, como el grado de convertibilidad de las monedas, el desarrollo del sistema financiero y la capacidad para producir activos seguros seguirán jugando un papel clave en el grado de penetración de estas monedas digitales de bancos centrales fuera de sus fronteras. Esto es lo que determinará, en última instancia, si se produce un cambio significativo en la dirección de los flujos de capitales globales y en los desequilibrios exteriores. A nivel internacional, existe una asentada tradición de cooperación internacional en la regulación de las cuestiones financieras, que debe ser utilizada para minimizar los conflictos entre países. Esta vocación cooperativa debería limitar el impacto sobre los flujos internacionales de avances en las monedas digitales.

### 3.2.5. Fiscalidad

También merece la pena apuntar algunas reflexiones sobre otro factor con alcance global, la fiscalidad, que podría tener implicaciones relevantes para los flujos globales de financiación. A finales de 2021, las economías que forman parte del G20 y de la OECD alcanzaron un acuerdo en materia fiscal que incluye medidas vueltas a armonizar a nivel mundial la carga impositiva que recae sobre las empresas (OECD/G20, 2021). En concreto, el acuerdo prevé que las multinacionales más lucrativas

tributen no solo en los países en los que reside su sede legal, sino también en aquellos en los que desarrollan su actividad. Se prevé, además, la introducción de un impuesto mínimo empresarial del 15 % que se aplicará a las empresas más grandes. La adopción de estas medidas se debe a que existen múltiples estudios que ponen de manifiesto cómo las empresas multinacionales –que son las principales protagonistas tanto de los procesos de globalización como de la digitalización económica mundial– están explotando la falta de coordinación internacional en este ámbito para reducir sustancialmente su carga impositiva global (OECD, 2018; IMF, 2019).

En efecto, las empresas globales cuentan con mecanismos para hacer que los beneficios emerjan en aquellas jurisdicciones donde la carga impositiva sobre las ganancias es más baja. En ausencia de coordinación internacional para desincentivar estas prácticas, el resultado es la desviación de recursos hacia países con fiscalidad más baja. Esta situación genera una competencia impositiva a la baja y también guerras comerciales entre países, que perjudicarían a la economía global en su conjunto.

Los métodos utilizados para conseguir la relocalización de los beneficios empresariales son variados y pueden afectar a distintas partidas de la balanza de pagos y a los desequilibrios globales. Por ejemplo, dado que estas multinacionales intercambian bienes intermedios y finales entre sus distintas sedes nacionales, pueden ajustar los precios de esos productos para afectar a los ingresos y los gastos de las cuentas de resultados en cada jurisdicción. Otra posibilidad es conceder préstamos entre las distintas sedes de la multinacional a unos tipos de interés de conveniencia que permitan desgravarse o imputarse esos gastos/ingresos financieros donde resulte fiscalmente más conveniente. En general, esto lleva a que los países con baja fiscalidad empresarial registren importantes superávits comerciales y también importantes déficits en la cuenta de transferencias, cuando los beneficios son repatriados al país de origen de la multinacional. En conjunto, el resultado neto parece ser un superávit significativo por cuenta corriente para los países con baja carga impositiva, que se corresponde con un déficit en los países con mayor carga impositiva y con un efecto prácticamente neutral en los países de origen de las multinacionales. De acuerdo con Fischer *et al.* (2019), estos desequilibrios son en cierta medida un artificio contable debido a cómo se contabilizan las inversiones extranjeras en comparación con los beneficios retenidos de las filiales. Sin embargo, también existen efectos con implicaciones económicas para los desequilibrios, aunque sean indirectos (Coppola *et al.*, 2021). Por ejemplo, las filiales en países con bajos impuestos generarán algún tipo de empleo y producción que permitirán aumentar las exportaciones o reducir las importaciones. Por otro lado, los mayores ingresos fiscales permitirán tener una posición fiscal más saneada, que la evidencia empírica muestra ser muy relevante para contener el desequilibrio exterior.

En este sentido, es probable que el establecimiento de un tipo impositivo mínimo en todos los países, como el acordado por la práctica totalidad de los miembros de G20 y OECD, limitará el incentivo a realizar este tipo de operaciones, algo que se traduciría en salidas de capitales persistentes de los países con un tratamiento fiscal más favorable en favor de los países más exigentes en este sentido. Lógicamente,

este tipo de iniciativas también podría tener implicaciones para el avance de la globalización y la implantación del teletrabajo a nivel global.

### 3.2.6. Transición a la economía verde

El último gran efecto catalizador de la pandemia ha sido la aceleración de las políticas contra el cambio climático, que han alcanzado un amplio consenso internacional. A medida que el cambio climático se ha ido haciendo más visible y la evidencia científica ha ido acumulando pruebas y mejorado la medición de sus efectos actuales y futuros, la lucha contra el cambio climático ha escalado progresivamente posiciones en la escala de prioridades de los Gobiernos, sobre todo en los países más desarrollados. Como consecuencia de ello, en las últimas dos décadas se han ido incorporando en las políticas nacionales planes para alcanzar emisiones netas cero de gases de efecto invernadero en un horizonte determinado. No obstante, los objetivos de reducción de gases invernadero han sido hasta ahora poco más que una declaración de intenciones sin un plan respaldado con un músculo financiero o de incentivos que las hicieran suficientemente creíbles.

El movimiento telúrico provocado por la pandemia ha situado la lucha contra el cambio climático en la cúspide de las prioridades políticas globales en apenas un año. Las razones son variadas y algo especulativas. La analogía entre cambio climático y pandemia (Fuentes *et al.*, 2020; Hepburn *et al.*, 2020) habría contribuido a incrementar la sensibilidad a los riesgos asociados a la acción humana sobre el clima, ya que ambos subrayan la vulnerabilidad de la humanidad a las fuerzas naturales y, al mismo tiempo, la mayor concienciación de que la actividad humana tiene efectos globales. La reducción de emisiones asociadas al desplome de la actividad habría incrementado la concienciación respecto al esfuerzo necesario para mitigar el cambio climático. La coincidencia de la pandemia con el agravamiento de los eventos climáticos, como inundaciones, incendios, etc., ha podido reforzar este efecto. Además, la puesta en marcha de grandes estímulos fiscales dirigidos al medio plazo y a políticas de inversión y cambio estructural, está dotando de una base financiera a la lucha contra el cambio climático. Por último, los cambios de administración política en Estados Unidos y el acuerdo político en Europa para ligar el estímulo fiscal común con la lucha contra el cambio climático —el «Green Deal» de la UE se lanzó, con escasas expectativas de un acuerdo rápido en diciembre de 2019, justo cuando la pandemia estaba a punto de iniciarse— han propulsado la asignación de la inversión hacia objetivos climáticos.

En un breve espacio de tiempo, los objetivos se han vuelto más ambiciosos, globales y granulares: en todos los países el horizonte de emisiones cero se ha reducido en un orden de décadas. Pero probablemente más importante es el cambio cualitativo que se ha producido. Ahora, no solo hay una voluntad política y social más nítida para invertir recursos para la transformación productiva que genere una economía más verde, sino también los medios financieros para hacerlo. Otro cambio fundamental

es el escrutinio de la actividad económica de muy diversos sectores económicos a través del prisma del cambio climático. Estos sectores van más allá de aquellos con un impacto más evidente sobre el cambio climático, como la producción de energía, el transporte y la minería. Afecta también otros mucho más alejados en principio, como el sector financiero –donde se busca subordinar la financiación a las credenciales verdes de los clientes– e, incluso, la política monetaria.

La transición hacia una economía verde inducirá cambios estructurales profundos en la economía global y también en los desequilibrios globales. Habrá ganadores y perdedores, sectores emergentes y sectores en declive, cambios en las ventajas comparativas internacionales difíciles de predecir hoy en día, salvo en el sector energético.

A este respecto, se espera una reducción de la demanda de combustibles fósiles y quizás limitaciones a su extracción. Las balanzas energéticas pueden sufrir un vuelco radical, a medida que las energías renovables incrementen su dominio y las exportaciones de los países productores se reduzcan sustancialmente. De hecho, las economías productoras de petróleo son uno de los grandes acreedores globales, como se apuntaba en la sección 2, y esta posición se ve amenazada por la transición hacia una economía verde. La reducción o reversión del superávit por cuenta corriente tenderá a erosionar la PIIN de estas economías en el medio y largo plazo. Además, la reconversión económica en estos países puede desviar la riqueza acumulada a la inversión doméstica, acelerando la reducción de la PIIN acreedora.

#### 4. Conclusiones

La pandemia ha ampliado los desequilibrios globales. El impacto de corto plazo ha sido provocado, principalmente, por la caída de la actividad y las disrupciones en los flujos económicos y financieros. Una buena parte se corregirá con la recuperación, aunque en algunos sectores, como el turismo, el impacto será persistente.

El impacto más estructural está relacionado con los efectos de largo plazo que la pandemia o sus consecuencias profundas puedan tener sobre la economía global. La principal será el impacto de la pandemia sobre el patrón de recuperación en los próximos años, que puede divergir entre países. Las economías en desarrollo con ritmos lentos de vacunación pueden quedarse rezagadas y ver su demanda interna lastrada; ello redundaría en una mejora de su balanza comercial y por cuenta corriente.

Más interesantes son las consecuencias derivadas de los cambios de fondo generados o catalizados por la pandemia, tales como cambios en la forma de producir o trabajar, y en las prioridades de política económica a nivel global. Sus efectos se materializarán en el más largo plazo. Determinar su magnitud o, incluso, en algunos casos, su dirección, es un ejercicio altamente especulativo.

Aunque la parte final de este artículo presente varias reflexiones informadas sobre estas fuerzas, para aquilatar mejor sus efectos se requiere una exploración más amplia y un conocimiento más profundo de cuáles terminarán siendo las consecuencias

últimas y más profundas de la pandemia. En todo caso, la batería de efectos a todos los plazos subraya el impacto profundo que un *shock* como el de la COVID-19 puede tener sobre la economía global, en este caso sobre sus desequilibrios.

## Referencias bibliográficas

- Aassve, A., Cavalli, N., Mencarini, L., Plach, S., & Livi Bacci, M. (2020). The COVID-19 pandemic and human fertility. *Science*, 369(6502), 370-371.
- Alberola, E., Estrada, Á., & Viani, F. (2020). Global imbalances from a stock perspective: The asymmetry between creditors and debtors. *Journal of International Money and Finance*, 107.
- Antràs, P. (2020). De-Globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age. *ECB Forum on Central Banking: Central Banks in a Shifting World. Conference Proceedings*.
- Blanchard, O., & Milesi-Ferretti, G. M. (2009). *Global imbalances: In midstream?* (IMF Staff Position Note n.º 09/29). Fondo Monetario Internacional.
- Bloom, N., Jones, C. I., Van Reenen, J., & Webb, M. (2020). Are Ideas Getting Harder to Find? *American Economic Review*, 110(4), 1104-1144.
- Carreras-Valle, M. J. (2021). Increasing Inventories: The Role of Sourcing Inputs from China. Mimeo. University of Minnesota.
- Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B., & Schreger, J. (2021). Redrawing the map of global capital flows: The role of cross-border financing and tax havens. *The Quarterly Journal of Economics*, 136(3), 1499-1556.
- Cubeddu, L. M., Krogstrup, S., Adler, G., Rabanal, M. P., Dao, M. C., Hannan, S. A., Juvenal, L., Li, N., Osorio, C., Rebillard, C., Garcia-Macia, D., Jones, C., Rodriguez, J., Chang, K. S., Guatam, D., & Wang, Z. (2019). *The External Balance Assessment Methodology: 2018 Update* (IMF Working Papers n.º 19/65). Fondo Monetario Internacional.
- De Mello, L., & Padoan, P. C. (2010). Global imbalances: Lessons from historical reversals. *Vox EU, CEPR's Policy Portal*.
- Edwards, S. (2004). Financial openness, sudden stops, and current-account reversals. *American Economic Review*, 94(2), 59-64.
- Fischer, A. M., Groeger, H., Sauré, P., & Yeşin, P. (2019). Current account adjustment and retained earnings. *Journal of International Money and Finance*, 94, 246-259.
- Foley, S., Karlsen, J. R., & Putniņš, T. J. (2019). Sex, Drugs, and Bitcoin: How Much Illegal Activity Is Financed through Cryptocurrencies? *The Review of Financial Studies*, 32(5), 1798-1853.
- IMF. (2019). *Corporate taxation in the global economy* (IMF Policy Paper). Fondo Monetario Internacional.
- Fuentes, R., Galeotti, M., Lanza, A., & Manzano, B. (2020). COVID-19 and climate change: A tale of two global problems. *Sustainability*, 12(20), 8560.
- Gerigk, J., Rinawi, M., & Wicht, A. (2018). Demographics and the current account. *Aussenwirtschaft*, 69(1), 45-75.
- Gourinchas, P.-O., & Rey, H. (2007). From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege. In R. Clarida (Ed.), *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (pp. 11-66). University of Chicago Press.

- Harper, S. (2021). The Impact of the Covid-19 Pandemic on Global Population Ageing. *Journal of Population Ageing*, 14(2), 137-142.
- Hepburn, C., O'Callaghan, B., Stern, N., Stiglitz, J., & Zenghelis, D. (2020). Will COVID-19 fiscal recovery packages accelerate or retard progress on climate change? *Oxford Review of Economic Policy*, 36(Supplement 1), S359-S351.
- Miroudot, S. (2020). Resilience versus robustness in global value chains: Some policy implications. In R. E. Baldwin, & S. J. Evenett (Eds.) *COVID-19 and trade policy: Why turning inward won't work* (pp. 117-130). Vox EU, CEPR Press.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2009). *Global imbalances and the financial crisis: products of common causes* (CEPR Discussion Paper No. DP7606). Center for Economic Policy Research.
- OECD. (2018). *Revised guidance on the application of the transactional profit split method: Inclusive Framework on BEPS: Action 10*, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD/G20. (2021). *Statement on a Two-Pillar Solution to Address the Tax Challenges Arising from the Digitalization of the Economy*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- UNWTO. (2021). *UNWTO Tourism Data Dashboard*. UN World Tourism Organization.
- WTO. (2021). *Global Value Chains Development Report 2021. Beyond Production*. World Trade Organization.

## APÉNDICE

### La relación entre desequilibrios de flujo y de *stock*. Evidencia empírica

Para entender la relación entre saldos por cuenta corriente ( $CC_t$ ) y la posición de inversión internacional neta ( $PIIN_t$ ) es conveniente recordar algunas definiciones.

La  $PIIN_t$  se define como la diferencia entre activos ( $A_t$ ) y pasivos financieros ( $P_t$ ) en el periodo  $t$ . Los cambios en la posición de inversión internacional neta están determinados por esta identidad contable:

$$\Delta PIIN_t \equiv CC_t + VAL_t + EyO_t$$

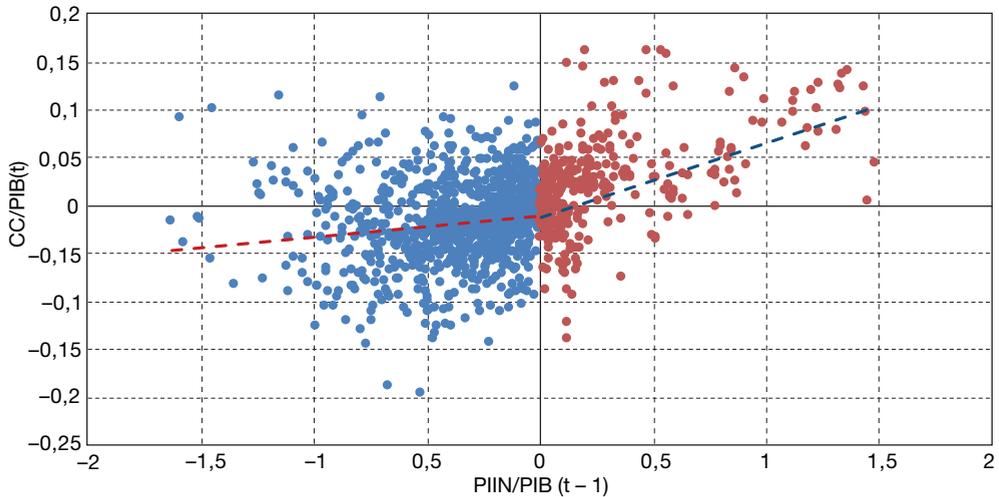
Donde  $VAL_t$  recoge los efectos valoración relacionados con las variaciones del tipo de cambio y del precio de los activos y  $EyO_t$  se refiere a errores y omisiones en las estadísticas de balanza de pagos. Por simplicidad, podemos centrarnos en lo que sigue en el saldo por cuenta corriente. La balanza por cuenta corriente se compone de la balanza comercial (bienes y servicios), la balanza de rentas y la balanza de capital. A su vez, la balanza de rentas está compuesta por las rentas del capital y del trabajo. Las rentas del capital están determinadas por los ingresos derivados de los activos financieros menos los pagos por pasivos financieros de la economía.

Estas definiciones establecen la relación entre desequilibrios de flujo y de *stock*. La identidad contable muestra que los saldos por cuenta corriente retroalimentan a la PIIN, mientras que la PIIN retroalimenta a la cuenta corriente a través de la balanza de rentas del capital. Una PIIN positiva o acreedora conllevará una balanza de renta de capital superavitaria y viceversa, salvo que la diferencia en el retorno entre los activos y los pasivos financieros sea lo suficientemente elevada como para cambiar esta relación. Es bien conocido el caso de Estados Unidos, que presenta la mayor posición deudora global, pero su balanza de rentas es persistentemente positiva. Esta paradoja se debe a que la tasa de retorno de sus activos es mucho mayor que la de sus pasivos internacionales, una posición de privilegio exorbitante –como la definieron Gourinchas y Rey (2007)–, gracias al papel dominante del dólar en el sistema financiero internacional. No obstante, el caso estadounidense es una excepción: *ceteris paribus*, PIIN positivas contribuyen a mejorar el saldo por cuenta corriente.

La interacción entre ambas también explica la persistencia de las posiciones de flujo y de *stock*. Un cambio de tendencia de la PIIN requiere un cambio de signo en la cuenta corriente, salvo que se produzcan efectos valoración de gran magnitud. En un trabajo reciente de los autores (Alberola *et al.*, 2020), utilizando un amplio panel de países entre 1980 y 2015, se muestra que la PIIN es extremadamente persistente –la probabilidad de cambio de signo de la PIIN es inferior al 5%– y que los saldos de cuenta corriente están positiva y muy estrechamente correlacionados con el signo de la PIIN. La Figura A1 muestra la relación entre PIIN y saldos por cuenta corriente.

Se observa que la mayoría de las posiciones deudoras se corresponden con saldos negativos de la cuenta corriente, y viceversa. La línea de regresión, que es altamente significativa en ambos casos, confirma la correlación positiva entre PIIN y saldos por cuenta corriente. No obstante, la línea de regresión presenta una pendiente menor y la nube de puntos es más dispersa en el caso de los países deudores (PIIN), es decir, el comportamiento de los déficits por cuenta corriente depende menos de si la PIIN es deudora, y los déficits tienden a corregirse más que los superávits. De hecho, en el trabajo empírico se demuestra que las PIIN acreedoras tienden a retroalimentar los superávits por cuenta corriente, mientras que las PIIN deudoras tienden a reducir los déficits por cuenta corriente.

**FIGURA A1**  
**SALDOS POR CUENTA CORRIENTE Y PIIN. DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES DEUDORES Y ACREEDORES**



FUENTE: Alberola, Estrada y Viani (2020).