

Bernanke, los desequilibrios globales y el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos

Jesús Paúl Gutiérrez*

Estados Unidos registra un elevado y creciente déficit por cuenta corriente difícilmente sostenible. Ben Bernanke, recientemente nombrado Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, ha propuesto una explicación del déficit estadounidense según la cual éste responde a la existencia de un exceso global de ahorro y, en consecuencia, no es tanto un problema de Estados Unidos, sino de aquellos países que están registrando superávit en cuenta corriente.

Palabras clave: balanza por cuenta corriente, sostenibilidad, Estados Unidos.

Clasificación JEL: E61, F32, F41.



COLABORACIONES

1. Introducción

El 1 de febrero Ben Bernanke tomó las riendas de la política monetaria de Estados Unidos, al asumir la presidencia de la Reserva Federal, y recogió el relevo a Alan Greenspan, el cual durante su mandato de dieciocho años contribuyó a que la economía norteamericana mantuviera una senda de moderada inflación y elevado crecimiento económico, que permitió la creación de 20 millones de empleos.

Parece existir una ley no escrita según la cual los presidentes de la Reserva Federal reciben su bautizo de fuego teniendo que enfrentarse a los pocos meses de su nombramiento a graves perturbaciones económicas. Así, Alan Greenspan

tuvo que hacer frente dos meses después de su nombramiento al crash bursátil de octubre de 1987, en el que Wall Street perdió el 22,5 por 100 de su cotización en un solo día. Su predecesor, Paul Volcker asistió a una grave crisis en el mercado de bonos tres meses después de que fuera nombrado presidente en agosto de 1979. G. William Miller, durante su corto mandato, vio cómo el dólar se desplomaba en la primavera de 1978. Y Arthur Burns vio cómo se disparaba la inflación, como consecuencia de la primera crisis energética.

Es improbable que Bernanke tenga de forma inmediata que enfrentarse a perturbaciones tan dramáticas como sus predecesores. No obstante, sí tendrá que adoptar una decisión importante: si mantiene las repetidas subidas de tipos de interés que se han producido en el último año y

* Facultad de CC. EE. y EE. Universidad San Pablo-CEU. Madrid.

medio, o si por el contrario da por concluido este ciclo alcista.

Por tanto, evaluar la coyuntura de la economía estadounidense y, en concreto, la evolución futura de las tensiones inflacionistas, con el fin de determinar la conveniencia o no de un punto de inflexión en la política monetaria será el primer desafío al que tendrá que hacer frente Bernanke.

Sin embargo, la subida de precios probablemente no sea el principal problema de la economía estadounidense al que tendrá que hacer frente Bernanke, sino los posibles efectos derivados del elevado y creciente déficit por cuenta corriente, que según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional superó en 2005 los 750 mil millones de dólares (6,1 por 100 del PIB).

Estados Unidos precisa diariamente de 2 mil millones de dólares de entradas netas de capital para cubrir sus necesidades de financiación y, a pesar de la magnitud del desequilibrio, hasta ahora los inversores internacionales no han tenido ningún problema en seguir aportando recursos financieros a la economía norteamericana. De hecho, en el último año el dólar ha seguido una tendencia apreciativa, especialmente frente al euro. Ahora bien, la financiación de un déficit de tal cuantía exige una confianza extraordinaria de los inversores internacionales en la solidez de los activos denominados en dólares, ya que en caso contrario podría producirse un fuerte y brusco ajuste en la moneda norteamericana y/o una subida de los tipos de interés, con el consiguiente efecto sobre el crecimiento de Estados Unidos y sobre el resto del mundo.

La cuantía del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y su financiación debe analizarse en el marco de los actuales desequilibrios globales en cuenta corriente, que se caracterizan por:

1. El país con mayor PIB, Estados Unidos, registra un elevado y creciente déficit por cuenta corriente, de tal forma que ha pasado de ser un importante inversor neto internacional en los años 70 a ser el mayor deudor mundial, con unos pasivos netos cercanos al 25 por 100 de su PIB.

2. Los países asiáticos emergentes (China, Taiwan, Hong Kong y Malasia), los países exportadores de petróleo (Rusia, Arabia Saudí, Venezuela), algunos países industrializados (Japón, Alemania, Suiza, Noruega, Suecia) y un número importante de países en desarrollo, están registrando superávit en cuenta corriente, que están permitiendo la financiación del déficit de Estados Unidos.

La cuestión relevante es si esta configuración de los desequilibrios globales en cuenta corriente es sostenible o si por el contrario exige un ajuste y, lo que es más importante, si este ajuste puede producirse de forma brusca.

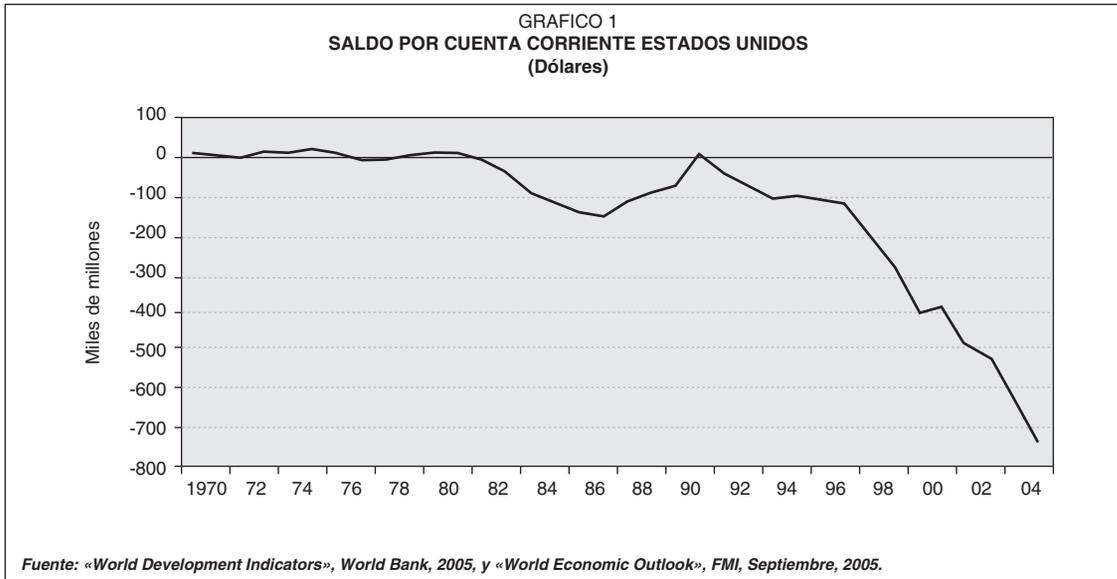
Bernanke ha propuesto una explicación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos que ha tenido una gran repercusión tanto en los medios de comunicación, como entre las autoridades económicas, según la cual el déficit exterior norteamericano responde a la existencia de un «exceso global de ahorro» (global saving glut) y, en consecuencia, no es tanto un problema de Estados Unidos, sino de aquellos países que están registrando elevados superávits en cuenta corriente.

El hecho de que el futuro Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos defienda una postura tan poco convencional sobre el déficit por cuenta corriente de su país y sobre en qué medida es un factor de riesgo para su economía y, por tanto, para el resto de la economía mundial, constituye sin duda una cuestión de relevancia.

En el presente artículo analizaremos, en primer lugar, cuál es la configuración actual de los desequilibrios en cuenta co-



COLABORACIONES



riente. Posteriormente, analizaremos en detalle la hipótesis de Bernanke respecto al «exceso global de ahorro», para finalizar estableciendo algunos de los puntos de crítica que se pueden plantear a esta hipótesis.

2. El déficit de Estados Unidos y los desequilibrios globales en cuenta corriente

A partir de 1997 el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha registrado una tendencia de continuo deterioro hasta superar en 2005 los 750 mil millones de dólares (6,1 por 100 del PIB) y las previsiones del FMI para el 2006 son que se aproxime a los 800 mil millones de dólares (6,1 por 100 del PIB).

La existencia de un déficit en la cuenta corriente de Estados Unidos no es algo nuevo, sino que por el contrario ha sido una constante desde inicios de los años 80 (1). No obstante, lo que sí resulta inu-

(1) De hecho, en el período 1980-2004 tan sólo en los años 1980, 1981 y 1991 la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos registró un ligero superávit.

sual es el nivel alcanzado por el desequilibrio externo norteamericano en los últimos años y en este sentido resulta conveniente destacar que:

1. El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos supera el nivel que según la evidencia empírica constituye el umbral típico a partir del cual es probable que se desencadene un proceso de corrección del desequilibrio externo (Freund, 2000).

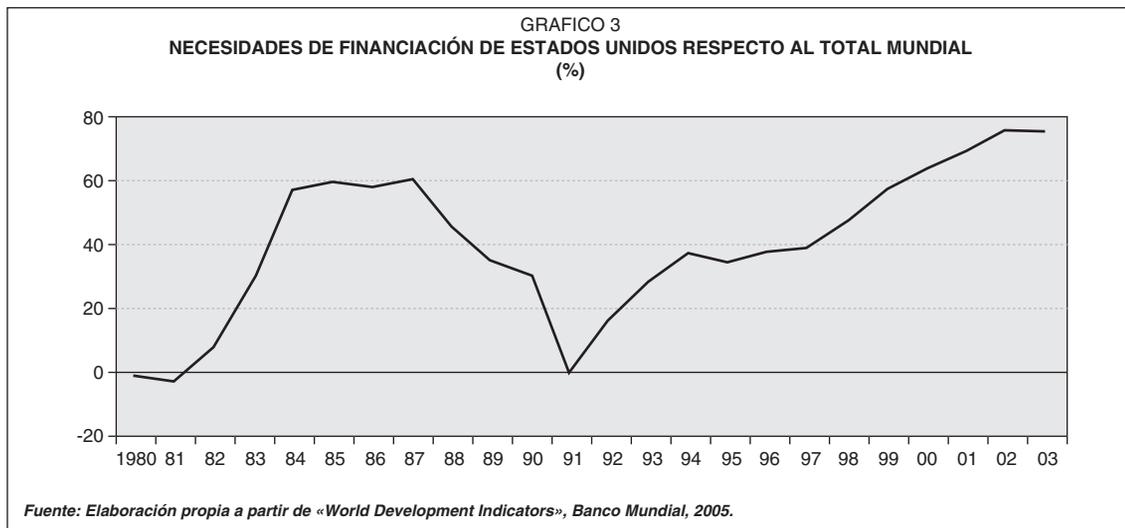
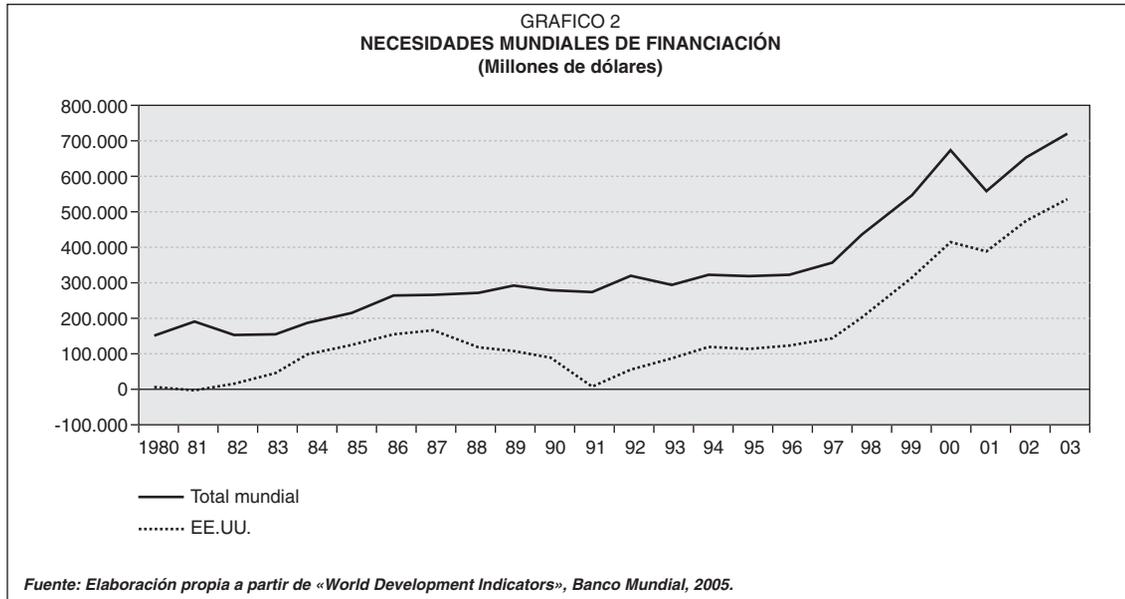
2. El nivel de déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y su persistencia a lo largo del tiempo no es propio de un país desarrollado. De hecho, dentro del conjunto de países desarrollados en los últimos veinticinco años tan sólo Nueva Zelanda, Grecia y Portugal han registrado períodos prolongados de déficit por cuenta corriente similares a los de Estados Unidos (2).

La cuantía del déficit de Estados Unidos unido a la importancia relativa que la economía norteamericana tiene en la eco-

(2) El tamaño del desequilibrio exterior de Estados Unidos se acrecienta cuando tenemos en cuenta el carácter cerrado de la economía norteamericana. Estados Unidos exporta alrededor del 11 por 100 de su PIB e importa algo menos del 17 por 100 del PIB, el nivel de déficit por cuenta corriente supone que los norteamericanos compran del exterior aproximadamente un 50 por 100 más de lo que venden al exterior.



COLABORACIONES



COLABORACIONES

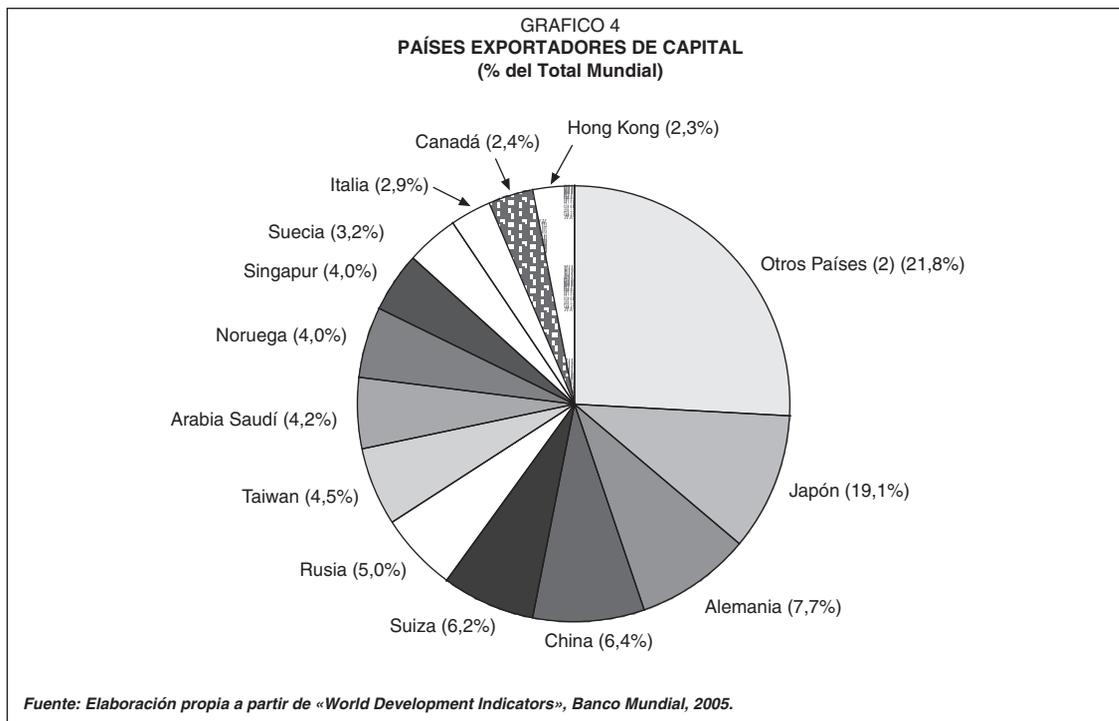
nomía mundial (aproximadamente el 20 por 100 del PIB mundial) ha tenido una elevada repercusión sobre las necesidades mundiales de financiación (3). Tal y como puede comprobarse en los Gráficos 2 y 3, el continuo crecimiento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos experimentado desde inicios de los noventa ha provocado un importante aumento en las necesidades mundiales de financiación, hasta alcanzar en el año 2003 los

700.000 millones de dólares y de ellos el 75 por 100 son necesidades de financiación de Estados Unidos.

La ampliación del desequilibrio exterior de Estados Unidos ha hecho que las necesidades mundiales de financiación que a mediados de los noventa representaban aproximadamente el 1 por 100 del PIB Mundial, en el momento presente se aproximen al 2 por 100 del PIB.

La contrapartida al aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y al consiguiente crecimiento en las necesidades mundiales de financiación ha sido

(3) Entendidas éstas como la suma de los superávits por cuenta corriente de los distintos países.



la expansión de los superávits en otras partes del mundo. Lógicamente, desde una perspectiva global, la suma de los desequilibrios en cuenta corriente de los distintos países debe ser cero. En otras palabras el aumento en las necesidades mundiales de financiación tiene que venir acompañado de un aumento en la capacidad mundial de financiación. En este sentido, si analizamos el Cuadro 1 comprobamos cómo la ampliación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha sido financiada principalmente por el resto de países de renta elevada, pero también por el resto de categorías de países. Especialmente destacable es el cambio que se ha registrado en los Países de Renta por Debajo de la Media y en los Países de Renta Baja, que han pasado de ser países que tradicionalmente han tenido necesida-

(4) El hecho de comparar la situación actual de los desequilibrios globales por cuenta corriente con 1991 tiene su justificación en que en ese año Estados Unidos registró un superávit, lo que nos permite ver claramente los cambios ocurridos.

des de financiación, a financiar el desequilibrio exterior de Estados Unidos (4).

Si descendemos a qué países están cubriendo las necesidades mundiales de financiación y, más en concreto, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos observamos que (ver Gráfico 4):

a) Dentro de los países de la OCDE destaca en primer lugar Japón, que registra el mayor superávit en cuenta corriente



COLABORACIONES

**CUADRO 1
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE**

	1991		2003	
	M.M. \$	% PIB	M.M. \$	% PIB
Estados Unidos	3.690	0,1	-530.665	-4,8
Países de Renta Elevada	-73.887	-0,4	313.916	1,5
Países de Renta por Encima de la Media.....	-48.648	-5,0	27.820	6,2
Países de Renta por Debajo de la Media	-849	-0,1	84.343	1,6
Países de Renta Baja ...	-18.070	-2,8	12.906	2,2
Residuo/Discrepancia Estadística.....	137.754	-0,6	91.680	1,2

*Nota: Un signo (+) indica superávit en cuenta corriente y un signo (-) indica un déficit.
Fuente: Elaboración propia a partir de «World Development Indicators», Banco Mundial, 2005.*

(136,2 miles de millones de dólares en el año 2003), aportando un volumen de financiación próximo al 20 por 100 del total mundial. Asimismo, otros países de la OCDE como Alemania, Suiza, Noruega y Suecia registran importantes superávits en cuenta corriente.

b) China, con un superávit en 2003 cercano a los 50 mil millones de dólares, desempeña también un papel destacado en la financiación del desequilibrio por cuenta corriente de Estados Unidos, cubriendo por encima del 6 por 100 del total de las necesidades mundiales de financiación.

c) Rusia y otros países exportadores de petróleo, en especial, Arabia Saudí y Venezuela, también registran elevados superávits en cuenta corriente, teniendo una aportación destacada como exportadores de capital.

d) Las economías asiáticas recientemente industrializadas (Hong Kong, Singapur, Taiwán y Korea) también tienen en su conjunto una aportación importante en la financiación de los desequilibrios externos (cubren alrededor del 12 por 100 de las necesidades mundiales de financiación).

Además de los países anteriormente señalados consideramos importante destacar el hecho de que haya en la actualidad países de renta baja que, aunque con una aportación reducida al total de financiación mundial, registran superávit en su cuenta corriente.

3. Bernanke y la hipótesis del exceso global de ahorro

El elevado y creciente déficit por cuenta corriente ha hecho que la economía más grande del mundo, Estados Unidos, se haya convertido en el mayor prestatario de los mercados financieros internacionales, en lugar de ser el mayor prestamista como parecería natural, al menos a

la luz de la teoría económica neoclásica.

Esta circunstancia da lugar a múltiples preguntas: ¿por qué se ha llegado a esta situación?, ¿qué relación existe entre el desequilibrio por cuenta corriente de Estados Unidos y el del resto de países?, ¿deben actuar las autoridades norteamericanas para corregir su desequilibrio externo?, entre otras.

Bernanke el 10 de marzo del 2005, en una conferencia pronunciada ante la Asociación de Economistas de Virginia dio respuesta a muchas de estas cuestiones, respuestas que como comprobaremos a continuación se alejan de lo que podríamos denominar una explicación convencional del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos (Bernanke, 2005).

3.1. ¿Por qué Estados Unidos ha registrado un continuo deterioro en el saldo en la balanza por cuenta corriente a partir de 1997?

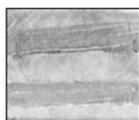
El saldo por cuenta corriente puede ser abordado de formas alternativas que, aunque derivan de identidades contables y, por tanto, son en última instancia distintas caras de una misma moneda, ofrecen visiones diferentes que resultan útiles (Mann, 2002, y Paúl, 2005). En concreto, podemos establecer dos formas alternativas de abordar el desequilibrio externo:

1. El saldo en cuenta corriente como diferencia entre exportaciones e importaciones de bienes y servicios, en cuyo caso el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos estaría relacionado básicamente con su patrón de comercio.

$$CA_{USA,t} = (X_{USA,t} - M_{USA,t}) + r_t A_{USA,t} \quad (5)$$

2. El saldo en cuenta corriente como

(5) Donde CA representa el saldo en la balanza por cuenta corriente; X , las exportaciones de bienes y servi-



COLABORACIONES

diferencia entre ahorro e inversión nacional, en cuyo caso el déficit estadounidense reflejaría las necesidades de financiación derivadas de la existencia de un nivel de ahorro insuficiente para cubrir la inversión nacional y que, por tanto, obligaría acudir a los mercados financieros internacionales para su financiación.

$$CA_{USA,t} = (S_{USA,t} - I_{USA,t}) + DP_{USA,t} \quad (6)$$

Desde la primera perspectiva, el aumento en el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos respondería a cambios en la calidad y composición de los productos estadounidense y de sus competidores, en las políticas comerciales o, como en ocasiones se ha señalado, a una competencia desleal del exterior.

Sin embargo, según Bernanke esta perspectiva no es la más conveniente, ya que los factores estrictamente comerciales en sí mismos difícilmente pueden explicar un deterioro del déficit por cuenta corriente de la cuantía del registrado, y para hallar una explicación adecuada hay que considerar la incidencia que sobre la cuenta corriente tienen otras variables, entre las que destacan los tipos de interés y los tipos de cambio nacionales y extranjeros y los precios de los activos, la evolución de las cuales a su vez es el resultado de otras fuerzas fundamentales. Y para comprender la incidencia de estas variables resulta más conveniente adoptar la perspectiva de la cuenta corriente que se centra en los flujos financieros internacionales y en el hecho básico de que el ahorro y la inversión nacional de un país no

tienen por qué coincidir en cada año, de tal forma que si el ahorro nacional es inferior a la inversión se requerirá de ahorro externo, lo que se plasmará en un déficit en la cuenta corriente y viceversa.

Desde esta segunda perspectiva la explicación más común del deterioro en el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se ha centrado en el descenso registrado por el ahorro.

3.2. ¿Por qué se ha reducido el ahorro nacional en Estados Unidos?

El hecho de que el deterioro en el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se debe a un descenso en el nivel de ahorro es algo incuestionable, ya que responde a una identidad. Ahora bien, al relacionar la evolución de la cuenta corriente de Estados Unidos y la caída en su ahorro, hay que plantearse la pregunta de por qué se ha producido este descenso en el ahorro estadounidense y es precisamente aquí donde Bernanke formula una hipótesis que se aleja mucho de la convencional:

a) Hipótesis convencional: El descenso en la tasa de ahorro de Estados Unidos es el reflejo de cambios en el comportamiento de las economías domésticas estadounidenses y de la política económica adoptada por los gobiernos americanos, que han conducido a un descenso en el ahorro privado y a un marcado deterioro en las cuentas públicas. Por tanto, el déficit de Estados Unidos sería «made in USA», ya que respondería a factores internos y sería independiente de lo que ocurre en el exterior.

$$CA_{USA,t} = (S_{USA,t} - I_{USA,t}) + DP_{USA,t}$$

↓ ↓ ↓

b) Hipótesis de Bernanke: El descenso en la tasa de ahorro de Estados Unidos es una reacción a hechos externos a Es-

cios; M , las importaciones de bienes y servicios; A , el stock de activos netos en poder de los residentes y r , el tipo de intereses, por lo que rA , representa la renta neta de intereses procedentes del extranjero.

(6) Donde S representa el ahorro privado; I , la inversión privada y DP el saldo en el presupuesto público.



COLABORACIONES

tados Unidos. En concreto, según Bernanke: «en la pasada década una combinación de diversas fuerzas provocaron un aumento significativo en la oferta global de ahorro —global saving glut— que ayuda a explicar tanto el aumento en el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos como el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo que existe en el mundo en la actualidad» (Bernanke, 2005, página 2).

Para entender el planteamiento de Bernanke hemos de partir de una identidad contable básica en economía internacional según la cual a nivel mundial deberá cumplirse que la suma de los saldos en cuenta corriente del conjunto de países debe ser cero:

El saldo por cuenta corriente de los países superavitarios (que determina la capacidad de financiación a nivel mundial) deberá coincidir con la suma de los saldos en cuenta corriente de los países deficitarios (que determina la necesidad de financiación a nivel mundial):

$$\sum CA_i = 0$$

Si partimos de la anterior expresión resulta evidente que, aunque puede resultar de interés en ocasiones analizar de forma aislada el desequilibrio exterior de un país, sólo es posible conseguir una comprensión adecuada de los desequilibrios en cuenta corriente si adoptamos una perspectiva global, que reconozca la interdependencia existente entre los saldos de los distintos países. Y es precisamente esta perspectiva global de la que parte Bernanke a la hora de explicar el desequilibrio por cuenta corriente de Estados Unidos. En concreto, su explicación consiste en que ha aparecido en los últimos años un exceso global de ahorro que ha sido absorbido por los Estados Unidos, y que, en consecuencia, se ma-

terializa en un déficit en su cuenta corriente.

3.3. ¿Por qué se ha originado un exceso global de ahorro?

El exceso global de ahorro, a juicio de Bernanke, es el resultado de dos hechos:

1. Del superávit en cuenta corriente de una buena parte de los países desarrollados, excluido Estados Unidos, consecuencia de la existencia de un elevado nivel de ahorro deseado asociado a poblaciones envejecidas y de una aparente escasez de oportunidades de inversión. Elevado ahorro nacional unido a una baja inversión se plasma en que como grupo los países más desarrollados registren un superávit en cuenta corriente y, por tanto, presten al exterior.

2. Los países emergentes y en desarrollo han pasado de ser demandantes de fondos en los mercados internacionales de capital a ser oferentes netos de fondos.

Y de estas dos fuerzas que explican el aumento en el exceso global de ahorro la que ha jugado, según Bernanke, un papel más relevante es el cambio en el comportamiento de las cuentas corrientes de los países en desarrollo.

$$\begin{array}{c}
 CA_{USA} + CA_{\text{Resto Países Desarrollados}}^+ \\
 \downarrow \qquad \qquad \qquad \uparrow \\
 + CA_{\text{Países Emergentes}} = 0 \\
 \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \uparrow
 \end{array}$$

3.4. ¿Qué puede explicar un cambio tan acusado en las posiciones en cuenta corriente de los países en desarrollo?

Bernanke considera que para entender la posición de los países emergentes en los mercados financieros internacionales hay que fijarse en los hechos ocurridos en



COLABORACIONES

la segunda mitad de los noventa.

A mediados de la década de los noventa la mayor parte de los países emergentes eran importadores netos de capital. La pérdida de confianza de los prestamistas internacionales, junto con otros factores como la existencia de tipos de cambio fijos sobrevaluados y una deuda externa a corto plazo y denominada en moneda extranjera, culminó en dolorosas crisis financieras.

La respuesta de las economías emergentes a las crisis financieras ha sido un cambio en su estrategia en la gestión de los flujos internacionales. Frente a su posición tradicional de importadores netos de capital pasaron a exportadores netos, y a acumular gran cantidad de reservas extranjeras. Y en algunos países, como es el caso de China, esta acumulación de reservas se ha producido en un contexto de intervenciones en los mercados cambiarios dirigidas a evitar la apreciación de la moneda nacional y con ello promover un crecimiento basado en las exportaciones.

Otro factor que también ha contribuido al cambio hacia el superávit entre los países no industrializados ha sido el fuerte aumento en el precio del petróleo ocurrido en los últimos años y que ha hecho que países exportadores de petróleo como Rusia, Venezuela o Nigeria, ampliasen de forma acusada sus superávits en cuenta corriente.

En definitiva, Bernanke sostiene que en la última década se han producido distintos acontecimientos que han provocado un cambio sustancial en el saldo en cuenta corriente del mundo en desarrollo, lo que ha hecho que muchos países emergentes y en desarrollo sean en la actualidad grandes prestamistas en los mercados financieros internacionales, en lugar de su tradicional posición como prestatarios.

3.5. ¿Cómo se han transmitido los cambios en las posiciones en cuenta corriente de los países en desarrollo a Estados Unidos?

Los países en desarrollo pueden aumentar su superávit en cuenta corriente sólo si los países desarrollados registran un deterioro en su saldo en cuenta corriente. Y éste, según Bernanke, se ha producido de forma endógena por los ajustes en los precios de los activos financieros e inmobiliarios y en los tipos de cambio.

Desde 1996 a principios del 2000, los principales mecanismos de transmisión que provocaron el cambio en el saldo exterior de Estados Unidos lo fueron el precio de las acciones y el tipo de cambio del dólar. En un contexto de exceso global de ahorro la economía de Estados Unidos gozó de un atractivo excepcional para los inversores internacionales, lo que se plasmó en elevadas entradas de capital que provocaron fuertes aumentos en el precio de las acciones y en el valor del dólar. En definitiva, la combinación del aumento en la inversión en capital y la caída en el ahorro, derivada del aumento en la riqueza de las familias y las expectativas de futuras ganancias, se plasmaron en una rápida ampliación en el desequilibrio en cuenta corriente de Estados Unidos.

Desde mediados de 2000, y como consecuencia de la caída bursátil registrada, las nuevas inversiones de capital se frenan, mientras que el ahorro global se mantuvo en los mismos niveles, lo que explica la existencia de un reducido nivel de tipos de interés reales a largo plazo. Y es precisamente en estos bajos tipos de interés reales donde se encuentra el nuevo mecanismo de transmisión, ya que han provocado un boom en el sector de la construcción, especialmente residencial, que se ha plasmado en un rápido crecimiento en el precio de la vivienda y,



COLABORACIONES

consecuencia de ello, se ha mantenido la tendencia de descenso en la tasa de ahorro privado, lo que unido al rápido deterioro de las cuentas públicas ha hecho que el déficit por cuenta corriente se amplíe aún más.

Por tanto, según Bernanke hechos ocurridos fuera de Estados Unidos, y que se han plasmado en la ampliación de superávit en cuenta corriente de los países en desarrollo, han jugado un papel clave en la ampliación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, con una transmisión que se produjo inicialmente a través del precio de las acciones y del tipo de cambio del dólar y, posteriormente, a través de los precios de los activos inmobiliarios y de los tipos de interés reales.

El efecto derivado del exceso global de ahorro no se ha limitado a Estados Unidos, sino que hay otra serie de países desarrollados que han visto cómo sus saldos en cuenta corriente se deterioraban sensiblemente en los últimos años (España, Francia, Italia, Australia y el Reino Unido), siendo la excepción Japón y Alemania y, en todos ellos se ha asistido a un mecanismo de transmisión similar, es decir, un sustancial aumento en el precio de la vivienda y un aumento en la riqueza inmobiliaria, con la consiguiente caída en el ahorro.

3.6. ¿Qué efectos se derivan de la actual configuración de los desequilibrios globales en cuenta corriente?

La actual configuración de los desequilibrios globales en cuenta corriente puede tener ciertos efectos beneficiosos a corto plazo, ya que ha permitido reducir el nivel de endeudamiento externo de los países en desarrollo, a la vez que ha contribuido a estabilizar sus

monedas. Sin embargo, Bernanke reconoce que puede tener una serie de efectos perjudiciales a largo plazo, entre los que destaca:

1. El actual patrón de flujos de capital es antinatural. La lógica económica sugiere que, en el largo plazo, los países industrializados como grupo deberían registrar un superávit por cuenta corriente y financiar a los países en desarrollo, y no al contrario.

2. El uso que los países desarrollados están realizando de las entradas de capital procedentes de los países en desarrollo es dudoso que sea eficiente a largo plazo, ya que buena parte de ellas se dirigen al sector de la construcción y están contribuyendo a la subida en el precio de la vivienda. El aumento en el precio de la vivienda, y el consiguiente incremento en la riqueza inmobiliaria, está potenciando el consumo y ambos hechos aunque no son negativos en sí, es improbable que contribuyan al crecimiento de la productividad necesario para asegurar el crecimiento económico a largo plazo.

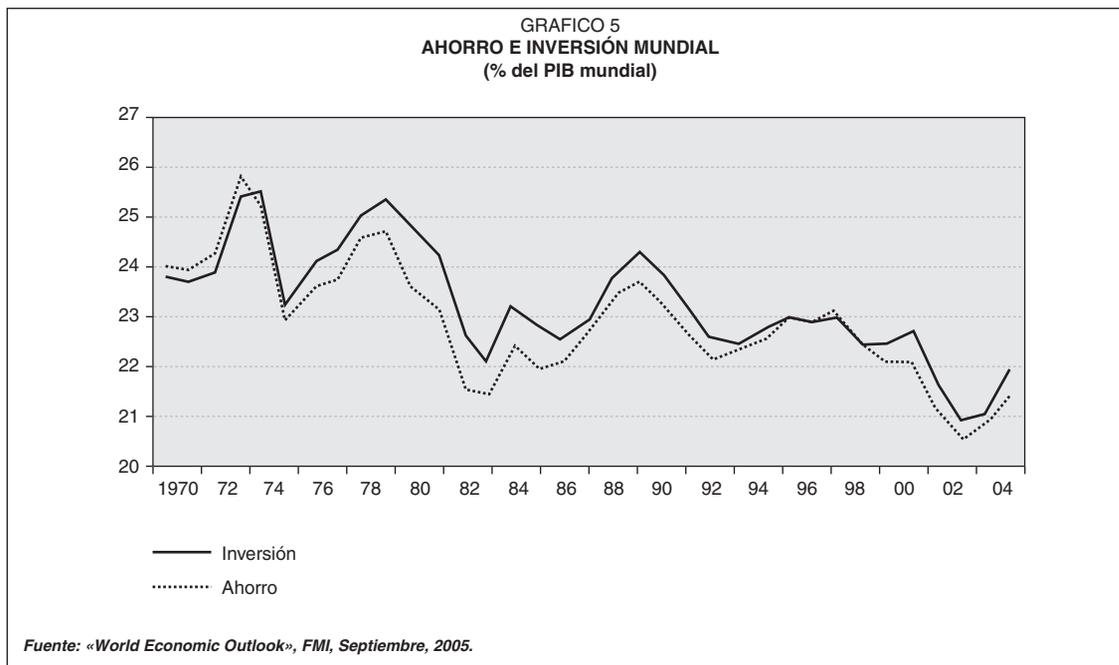
3. Las entradas de capital están teniendo un efecto indirecto pernicioso sobre la composición sectorial de las economías que las reciben. En concreto, el crecimiento de los sectores productivos orientados a la exportación, como las manufacturas, se ha visto restringido, mientras que los sectores productores de bienes y servicios no comercializables, como la inversión residencial, han crecido rápidamente.

3.7. ¿Qué opciones de política económica se plantean para corregir el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos?

Desde el punto de vista de las políticas internas, Bernanke está en desa-



COLABORACIONES



cuerdo con que la corrección del déficit fiscal contribuyera de forma sustancial a la corrección del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, ya que produciría una mayor reducción de los tipos de interés reales, con el consiguiente aumento del consumo y de la inversión, más que la reducción del déficit por cuenta corriente.

No obstante, a pesar de que la reducción del déficit fiscal tenga un efecto reducido sobre el déficit por cuenta corriente, Bernanke considera que podría tener otra serie de efectos beneficiosos para la economía de Estados Unidos, al igual que aquellas medidas que se dirijan a impulsar el ahorro privado.

Sin embargo, Bernanke, en la medida en que las principales razones del déficit de Estados Unidos son externas, considera que es improbable que las medidas internas por sí solas puedan contribuir de forma efectiva a su reducción sustancial. Por tanto, una forma más correcta para la corrección del desequilibrio externo norteamericano sería animar a los países en desarrollo a retor-

nar a los mercados financieros internacionales en su papel natural de prestatarios, en lugar del actual de prestamistas. Y para ello aconseja mejorar su clima inversor, para lo cual deben continuar mejorando su estabilidad macroeconómica, reforzando los derechos de propiedad, reduciendo la corrupción y eliminando las barreras a la libertad de flujos de capital.

4. Algunas críticas al planteamiento de Bernanke

La teoría del exceso de oferta global de ahorro propuesta por Bernanke puede ser una explicación al elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, así como al reducido nivel de tipos de interés reales a largo plazo que se registra en los últimos años. Sin embargo, la evolución del ahorro global no parece ratificar esta hipótesis. De hecho, tal y como se puede observar en el Gráfico 5, el nivel del ahorro mundial se sitúa en los niveles más bajos de las últimas déca-



COLABORACIONES

CUADRO 2
VARIACIONES EN AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO EN CUENTA CORRIENTE

	Ahorro	Inversión	Saldo cuenta corriente
Estados Unidos	-4,7	-0,2	-4,5
Japón	-3,2	-4,7	+1,4
Area euro	-0,9	+0,1	-0,9
Otros países desarrollados	-0,4	0	-0,4
China	+7,9	+7,6	+0,4
Otros países asiáticos	-1,3	-10,2	+8,9
Otros países emergentes	+2,7	-1,3	+4,0
Productores petróleo	+1,4	-3,5	+4,9
Total mundial	-1,7	-1,1	

das, habiendo alcanzado su mínimo histórico en el año 2002 (7).

Por tanto, analizando los datos de esta forma, no es posible afirmar que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es el resultado de un crecimiento en el ahorro mundial que es absorbido por Estados Unidos.

No obstante, para evaluar la teoría de Bernanke resulta más acertado analizar el comportamiento del ahorro en términos relativos, es decir, en comparación a la inversión, así como diferenciando entre los países desarrollados y los países emergentes y en desarrollo.

A nivel mundial, por definición y salvo las diferencias derivadas de errores estadísticos, el ahorro iguala a la inversión en términos «ex post». Ahora bien, esto no quiere decir que la oferta global de ahorro deseada coincida con la demanda de inversión planeada, siendo el tipo de interés real el que actúa como mecanismo equilibrador. Si los tipos de interés reales registran aumentos, serán un indicador de un exceso de demanda relativa de ahorro, mientras que si los tipos de interés reales registran reducciones constituirían un indicador de exceso de oferta relativa de ahorro.

El comportamiento que han registrado los tipos de interés reales a largo plazo en

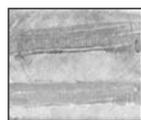
los últimos años son un indicador de que existe un exceso relativo de oferta global de ahorro en relación a la inversión planeada, pero este exceso de oferta de ahorro puede deberse tanto a un aumento en el ahorro deseado como a una reducción en la inversión planeada.

Tal y como puede observarse en el Cuadro 2, durante el período 1997-2004, en el cual se ha producido la ampliación del desequilibrio en cuenta corriente de Estados Unidos, se ha registrado una reducción en las tasas de inversión, especialmente acusada en Japón, consecuencia de la persistente recesión, y en los países asiáticos, como respuesta a las crisis financieras. Tan sólo China experimentó un importante crecimiento en su tasa de inversión, pero que no impidió que se produjera un descenso en la tasa de ahorro mundial.

Por su parte, la tasa de ahorro tan sólo aumentó en China, en Otros Países Emergentes y en los Países Productores de Petróleo. Sin embargo, este aumento fue más que compensado por las caídas registradas en el resto del mundo, por lo que el ahorro mundial descendió. Especialmente destacable fue la caída experimentada por el ahorro en Estados Unidos y Japón.

Por tanto, el análisis del comportamiento del ahorro y la inversión a nivel mundial y por zonas geográficas nos lleva a pensar que más que haberse registrado en los últimos años un exceso

(7) Para un análisis detallado del comportamiento del ahorro en la economía mundial en las últimas décadas y de sus implicaciones sobre los desequilibrios en cuenta corriente, véase FMI (2005, páginas 91-116).



COLABORACIONES

de oferta global de ahorro, lo que realmente se ha producido es una insuficiencia de demanda de inversión (Roubini, 2005), lo que supone una diferencia importante respecto al planteamiento de Bernanke.

Otro factor destacable es que en la mayor parte de los países, las variaciones experimentadas por el ahorro nacional se han debido a cambios en el ahorro público y no en el ahorro privado. Este hecho también introduce dudas importantes respecto al planteamiento de Bernanke, en el sentido de que, según él, el descenso en el ahorro de Estados Unidos sería la respuesta racional y endógena de los agentes económicos a los efectos derivados de un exceso de oferta global de ahorro, mientras que la evidencia empírica indica que es la ampliación del déficit público estadounidense la principal responsable del descenso en el ahorro nacional y, por tanto, más que hablar de un déficit por cuenta corriente impulsado por factores externos habría que considerar el carácter «made in USA» del déficit.

Por otro lado, y reforzando la crítica anterior, hay que destacar que la mayor parte de las entradas de capital a Estados Unidos proceden de las compras de títulos públicos que están realizando los bancos centrales asiáticos, para prevenir la apreciación de su moneda y para aislarse de futuras crisis financieras. Pero este hecho contradice la hipótesis de Bernanke según la cual el exceso de oferta global de ahorro es atraído hacia la economía norteamericana buscando su alta rentabilidad.

Estos puntos de crítica debilitan algunas de las conclusiones que se derivan del análisis de Bernanke. En concreto, si más que asistir a un exceso global de ahorro, lo que se está produciendo es una insuficiencia global de inversión,

cuando ésta se recupere, especialmente en los países emergentes, la financiación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos podría verse dificultada, además de registrarse un notable aumento en los tipos de interés reales. Por otro lado, parece razonable pensar que las autoridades económicas norteamericanas han tenido una responsabilidad importante en la ampliación del déficit exterior y, en consecuencia, también probablemente tendrán que asumirla para su corrección. En este sentido, Bernanke, como máximo responsable de la política monetaria de Estados Unidos puede verse obligado a continuar con la tendencia alcista de tipos de interés, si la corrección del desequilibrio externo obliga a una mayor moderación en el crecimiento de la demanda interna.

Bibliografía

1. BANCO MUNDIAL (2005): «World development indicators».
2. BERNANKE, B. S. (2005): «The global saving glut and the U.S. current account deficit», Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Virginia, (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>).
3. FMI (2005): «Global imbalances: a saving and investment perspective», World Economic Outlook, Septiembre, páginas 91-117.
4. FREUND, C. L. (2000): «Current account adjustment in industrialized countries», Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, número 692.
5. LABONTE, M. (2005): «Is the U.S. trade deficit caused by a global saving glut?», CRS Report for Congress, Order Code RL33140.
6. MANN, C. L. (2002): «Perspectives on the U.S. current account deficit and sustainabi-



COLABORACIONES

- lity», *Journal of Economic Perspectives*, volumen 16, número 3, páginas 131-152.
7. PAUL, J. (2005): El saldo en la balanza por cuenta corriente: ¿objetivo de política económica?, *Boletín Económico de ICE*, número 2855, páginas 41-57.
 8. ROUBINI, N. (2005): «Global imbalances: A contemporary Rashomon tale with five interpretations», mayo, (<http://roubiniglobal.com/cgi-bin/mt-tb.cgi/80>).
 9. THE ECONOMIST (2005): «The great thrift shift», 22 de septiembre.



COLABORACIONES