

EL AHORRO MUNDIAL: CAMBIOS RECIENTES Y PERSPECTIVAS

David Martínez y David Roldán (*)

La situación de la economía ha girado en los últimos meses hacia unas perspectivas más favorables de recuperación, principalmente por la aparición de señales positivas en Estados Unidos y el firme crecimiento de gran parte de Asia, mientras que el Área Euro y Latinoamérica ofrecen a estas alturas una lectura menos halagüeña, aunque también con mejores previsiones para 2004. En este contexto, la atención se centra ahora en la consecución de un modelo de dinamismo más equilibrado, que permitiría atenuar la vulnerabilidad en un proceso de reactivación todavía lastrado por determinados desajustes. Los fuertes desequilibrios corriente y público de Estados Unidos son buena prueba de ello, y su incidencia no se ha limitado a la economía doméstica, sino que se ha extendido de manera significativa a sus principales socios comerciales. Las necesidades de financiación estadounidenses han sido crecientes, condicionadas por la ralentización del ciclo económico y favorecidas por unos tipos de interés en niveles reducidos, lo que ha conducido al endeudamiento de empresas y familias a niveles elevados. En este contexto, el ahorro externo ha pasado a ser el principal protagonista, lo que ha tenido un traslado notable a los mercados de divisas en forma de una depreciación continuada del dólar, especialmente frente al euro y el yen, perjudicando la competitividad de los productos europeos y japoneses en el exterior.

Otro de los acontecimientos que ha condicionado el panorama financiero en los últimos años ha sido la crisis iniciada en Latinoamérica en 2001, que derivó en una salida notable de capitales ante los graves problemas de estabilidad macroeconómica, extendidos desde Argentina al resto de la región. En el ambiente de incertidumbre generado por la crisis económica, acompañado durante unos meses por los riesgos geopolíticos en Irak, hubo un cambio de preferencias hacia destinos más seguros, tendencia de la que se ha beneficiado Estados Unidos para atraer la inversión requerida para cubrir sus necesidades. Además, conforme

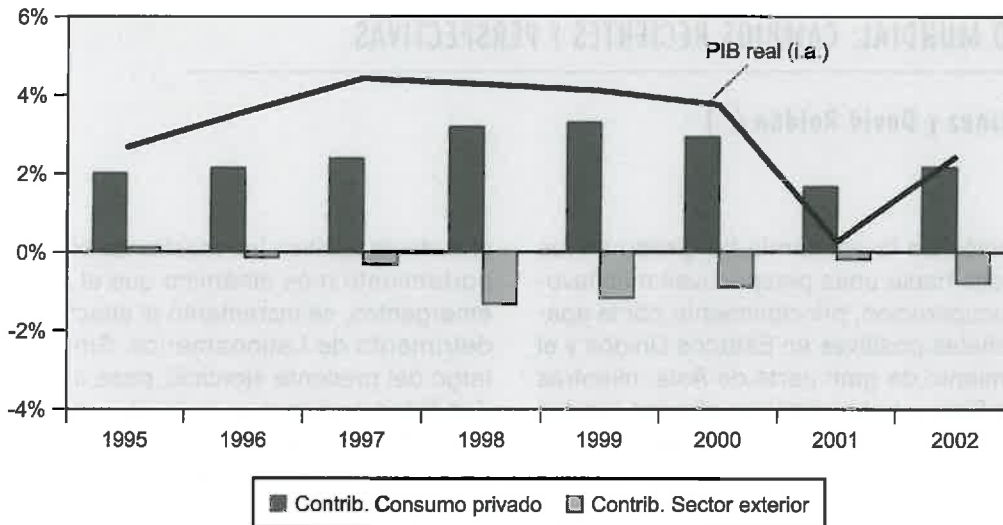
el sudeste asiático fue mostrando en 2002 un comportamiento más dinámico que el resto de áreas emergentes, se incrementó el atractivo del área en detrimento de Latinoamérica. Sin embargo, a lo largo del presente ejercicio, pese a la situación de debilidad cíclica que todavía presentan países como Brasil o México, hemos asistido a una mejora significativa de sus expectativas, lo que ha provocado una vuelta paulatina de los capitales hacia la región.

Con el objetivo de realizar una evaluación de los efectos de la actual estructura del ahorro mundial, marcada por los elementos considerados anteriormente, analizamos en este artículo dos aspectos fundamentales. En la primera parte, señalamos los determinantes de la situación presente, con especial mención a lo que ha sucedido con la posición financiera de los agentes en Estados Unidos, mientras que, en la segunda, la atención se centra en la composición de los flujos de inversión, tanto desde un punto de vista geográfico como de tipología de los capitales. Finalmente, en el capítulo de conclusiones realizamos una serie de consideraciones acerca de la idoneidad del modelo vigente, indicando en cada caso algunos aspectos que deberían ser corregidos para apoyar en el medio plazo un crecimiento económico más saneado.

CONDICIONANTES RECIENTES DEL MODELO ACTUAL DE AHORRO

La década de los noventa recogió un proceso de crecimiento sostenido en Estados Unidos, cuyo patrón se vio acentuado en la recta final, cuando el sector exterior comenzó a registrar déficits comerciales significativos y el consumo privado adquirió mayor dinamismo (véase gráfico 1). Esta evolución ha conducido a un elevado endeudamiento de las familias, apoyado en mayor medida desde 2000 por las continuadas bajadas de tipos de interés, que ha provocado un descenso sustancial de su tasa de

**GRÁFICO 1
EL MODELO DE CRECIMIENTO DE ESTADOS UNIDOS**

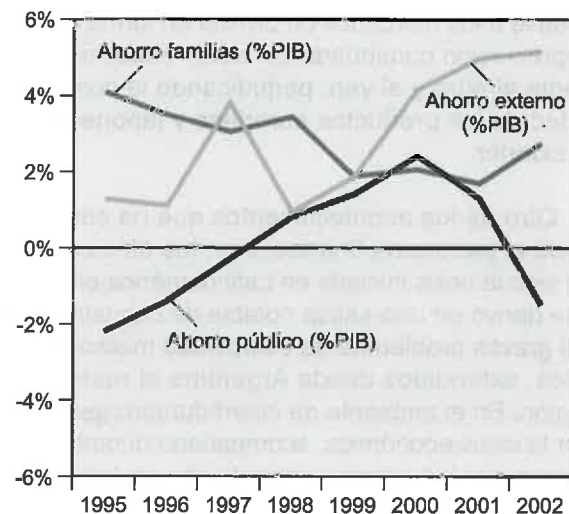


Fuentes: BEA y Dto. de Comercio.

ahorro. La menor liquidez de los hogares encontró durante un período prolongado de tiempo contraposición en un proceso de consolidación fiscal que invirtió el déficit público de partida en un significativo superávit. Sin embargo, el inicio de la crisis trajo consigo diferentes planes de expansión dirigidos a reducir la carga tributaria de los agentes, que fueron acompañados posteriormente por el incremento en el gasto en defensa y seguridad interna derivado del terrorismo internacional. Estos factores han propiciado en los dos últimos años que, pese al repunte del ahorro privado por la mayor renta disponible vía recortes fiscales, se haya vuelto a la posición deficitaria inicial, provocando un incremento significativo de las necesidades de financiación de la economía estadounidense (véase gráfico 2). Adicionalmente, la balanza corriente ha incrementado su saldo negativo, debido no sólo a las fuertes compras realizadas al exterior, sino también por la atonía que han mostrado en los dos últimos años los principales socios comerciales, el Área Euro y Japón (véase gráfico 3). Estos dos elementos han condicionado en gran medida la evolución de los mercados de divisas, en los que la debilidad del dólar ha sido la gran protagonista desde principios de 2002, ya que durante dicho período se ha depreciado cerca de un 40 por 100 frente al euro y de un 20 por 100 frente al yen, provocando una sustancial pérdida de competitividad de estas economías y el posterior efecto negativo sobre su recuperación.

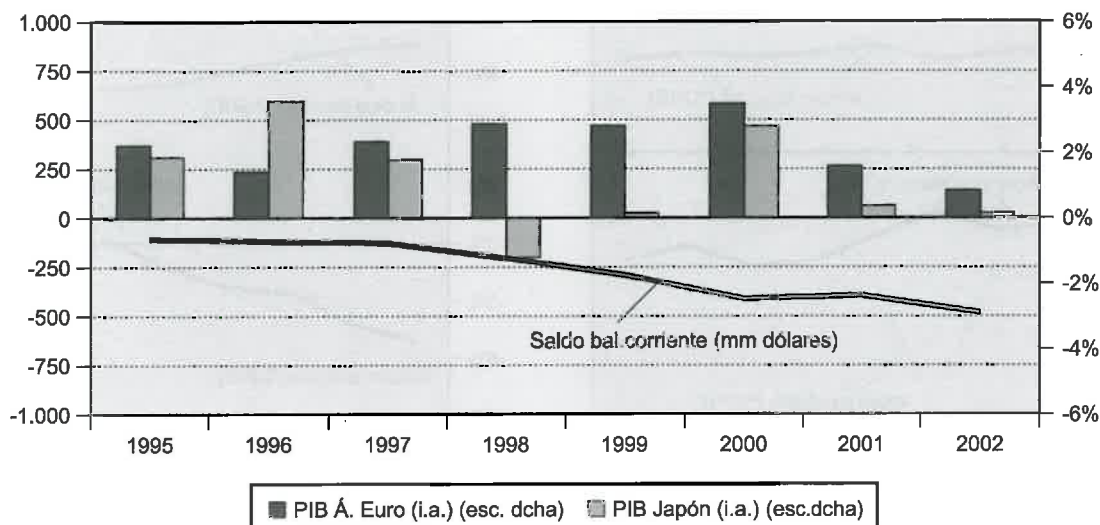
La continuada pérdida de valor de la divisa estadounidense ha restado igualmente atractivo a las inversiones de agentes extranjeros, lo que ha supuesto mayores dificultades para poder cubrir las necesidades financieras derivadas de los procesos comentados anteriormente. Hasta el momento, este "círculo vicioso" no ha encontrado contraposición

**GRÁFICO 2
SITUACIÓN DEL AHORRO EN ESTADOS UNIDOS**



Fuentes: BEA, CBO, Dto. de Comercio y Dto. del Tesoro.

GRÁFICO 3
BALANZA CORRIENTE Y SOCIOS COMERCIALES



Fuentes: Ministerio de Finanzas de Japón, Eurostat y Dto. de Comercio de EE.UU.

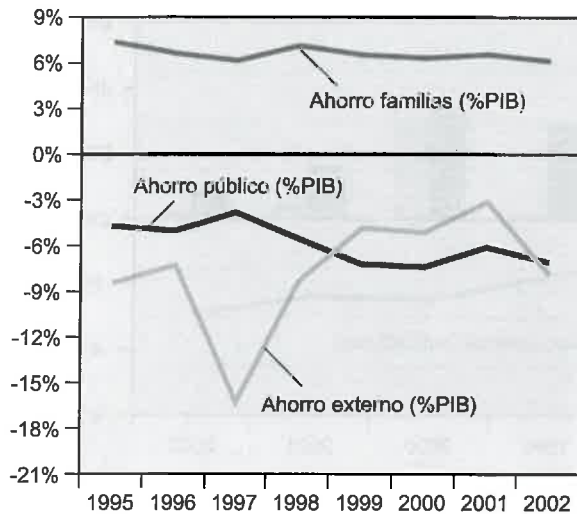
en el impacto positivo que debería haber tenido la depreciación del dólar sobre la balanza comercial, por lo que los desequilibrios, lejos de corregirse, se han ampliado y se siguen ampliando en mayor medida a lo largo de 2003. Dos factores contribuyen de forma adicional a este agravamiento de los desajustes: el mayor déficit público y los incentivos al consumo. La política presupuestaria ha dado un giro claro hacia un sesgo más expansivo durante el período de crisis, cuyo exponente más claro fue la aprobación antes del verano de un paquete fiscal que pretendía impulsar en el segundo semestre del año el consumo privado, que ya contó durante los primeros meses de este ejercicio con otra fuente significativa de estímulo. La refinanciación de hipotecas, incentivada por la continua rebaja de los tipos de interés, ha permitido sostener la capacidad adquisitiva de las familias, en un contexto en el que el mercado laboral se ha deteriorado de manera muy notable.

En definitiva, la falta de ahorro de los agentes de Estados Unidos ha obedecido a cierto abandono del modelo que había llevado a su economía a mantener tasas de crecimiento sostenidas durante gran parte de la década de los noventa. La ausencia de consolidación fiscal y la interpretación más flexible de una política de dólar fuerte han conducido a una mayor vulnerabilidad frente a la aparición de *shocks*, ya que las dificultades inducidas por este último factor para atraer nueva financiación adquieren mayor

relevancia en un escenario con demanda creciente de capitales por parte del sector público.

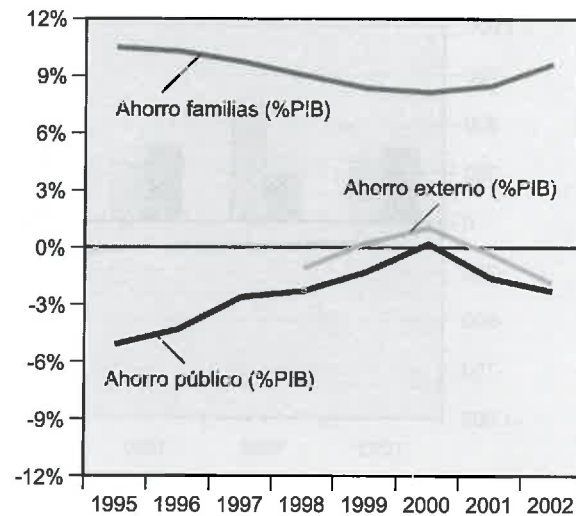
En cuanto al resto de grandes áreas económicas desarrolladas, las modificaciones registradas no han sido tan sustanciales como en Estados Unidos, y, por consiguiente, no han tenido un traslado tan meridiano, ni sobre los mercados de divisas, ni sobre su posición financiera frente al exterior. En el Área Euro y Japón, el saldo presupuestario ha empeorado en los dos últimos años, producto de la crisis, pero la tasa de ahorro se ha mantenido en niveles superiores a los estadounidenses (véanse gráficos 4 y 5) y la balanza corriente ha tenido una posición superavitaria. En términos generales, esta situación ha conducido a un excedente de capitales, que en el caso japonés, motivado por la falta de inversiones domésticas más atractivas y la defensa del yen realizada por las autoridades monetarias y financieras, ha tenido una mayor correspondencia con la posición inversa registrada en Estados Unidos. Las intervenciones del Banco de Japón en los mercados de divisas han sido muy intensas en los últimos años, trasladándose en parte a fuertes compras de bonos del Tesoro estadounidense, tal y como veremos en la segunda parte de este artículo. En el Área Euro, la ralentización económica ha supuesto un descenso en la participación del consumo privado sobre la renta disponible, fenómeno que ha tenido un efecto más claro sobre el saldo corriente (superávit en 2002 y 2003) que sobre la

GRÁFICO 4
SITUACIÓN DEL AHORRO EN JAPÓN



Fuente: Ministerio de Finanzas.

GRÁFICO 5
SITUACIÓN DEL AHORRO EN EL ÁREA EURO



Fuentes: Eurostat y BCE.

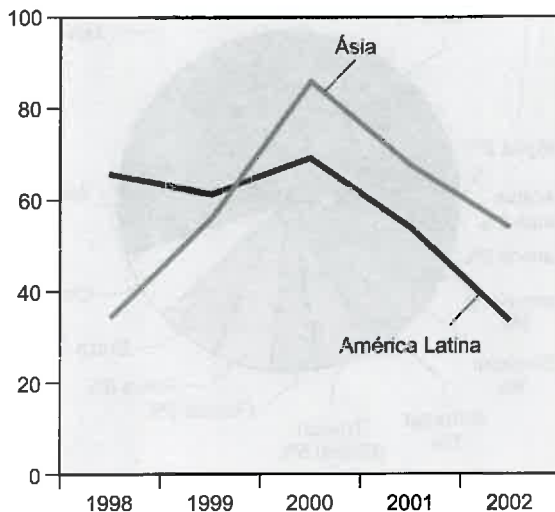
propia tasa de ahorro. La disciplina fiscal exigida desde el proceso de convergencia nominal para la entrada en el euro y por la posterior firma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha dado paso en la actual fase de desaceleración a la ruptura de los objetivos de déficit presupuestario, aunque en este caso, y de forma contraria a lo que podemos observar en Estados Unidos, la ratio relativa a los niveles de ahorro de las familias se ha mantenido más o menos constante (véase gráfico 5). La situación excedentaria de capitales generada por estos dos factores ha encontrado cierto freno en la incertidumbre causada por la crisis a nivel mundial y la inestabilidad geopolítica en determinadas zonas, ya que muchos inversores han considerado el Área Euro como un destino atractivo en términos de rentabilidad-riesgo.

Por último, en los países emergentes, las diferentes crisis financieras (a finales de los noventa en el sudeste asiático, Rusia y Brasil, y a partir de 2001 en Argentina) han supuesto importantes reveses para la consolidación de crecimientos sostenidos de sus economías, así como un mayor grado de inestabilidad en las inversiones recibidas. La senda descendente de entrada de inversiones mostrada en 2001 y 2002 fue buena prueba de un cambio de percepción de estos países por parte del ahorro externo. Ya a finales del último de estos ejercicios comenzó a verse cierto cambio en esta senda negativa, que ha encontrado continuidad en

lo que llevamos de 2003, pero todavía nos encontramos alejados de los niveles récord alcanzados durante mediados de la década de los noventa. En el reciente proceso de recuperación de los flujos de capital los países asiáticos se han beneficiado en mayor medida que otras áreas económicas, fenómeno que ha ocurrido por dos razones fundamentalmente. Por un lado, los signos de reactivación han sido más tempranos que en el resto, convirtiéndose en la zona del mundo con mayor dinamismo en la actualidad, mientras que, por otro lado, los efectos de la crisis en Argentina, y por extensión en gran parte de la región, todavía no se han extinguido, con la consiguiente ralentización en el ritmo de entrada de inversiones (véanse gráficos 6 y 7).

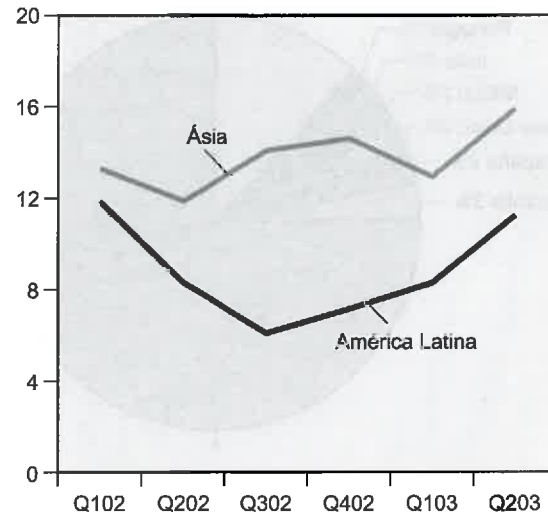
En términos más específicos, China ha jugado en todo este proceso un papel fundamental, ya que su desarrollo y su espectacular crecimiento en el último quinquenio ha provocado un impulso decisivo de los flujos comerciales con otros países, así como una atracción importante de inversión directa. De forma paralela, la acumulación de reservas derivada de estos dos fenómenos (superávit en el intercambio de bienes y entrada de capitales a largo plazo) ha presionado continuamente el valor de su divisa, el yuan, que, sin embargo, se ha mostrado estable frente al dólar, debido al tipo de cambio fijo que mantiene con la divisa estadounidense. Esta evolución ha condicionado enormemente los flujos

GRÁFICO 6
ENTRADA ANUAL DE INVERSIONES
(DIRECTAS Y EN CARTERA)
 (Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

GRÁFICO 7
ENTRADA TRIMESTRAL DE INVERSIONES
(DIRECTAS Y EN CARTERA)
 (Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

de ahorro, tanto por un mayor déficit comercial en Estados Unidos inducido por el régimen cambiario vigente, como por una mayor cobertura de las necesidades de ahorro estadounidenses, tal y como veremos a continuación.

CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DEL AHORRO

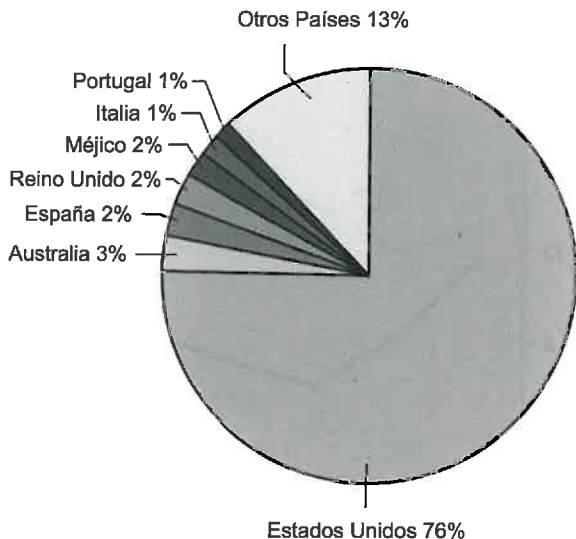
Una vez analizados los fundamentos que han llevado a la posición financiera actual en las principales economías del mundo, en este apartado tratamos de acercarnos a los principales cambios producidos en la composición de los flujos de ahorro. Nuestra atención se dirige, en primer término, a evaluar las modificaciones producidas en los últimos años desde un punto de vista geográfico, mientras que más adelante el criterio de análisis será el de la tipología de los instrumentos financieros empleados. En ambos casos, la evolución del ciclo económico se erige como uno de los factores directores de los cambios producidos (por una diferente percepción del riesgo), pero también entran en juego elementos de carácter más estructural, como el nivel de endeudamiento o las rigideces presupuestarias.

En el panorama que presenta la situación actual, tal y como ya señalamos anteriormente, destacan

de forma especial las elevadas (y crecientes) necesidades de financiación de Estados Unidos. Este hecho queda reflejado de forma clara en la distribución geográfica de los países con déficit de ahorro, ya que, con un porcentaje superior al 75 por 100 sobre el total, la economía estadounidense es la primera nación importadora de capitales del mundo, seguida muy de lejos por el resto (véase gráfico 8). La situación cualitativa no supone un cambio con respecto a su posición de años anteriores, pero sí en términos cuantitativos, ya que a finales de los noventa, primero los países emergentes y luego la Unión Europea tuvieron también superávit en su cuenta financiera. El peso dentro de su grupo era, por tanto, menor que en la actualidad. La pregunta que surge a continuación es si ha habido un cambio en el origen de los fondos con destino a Estados Unidos.

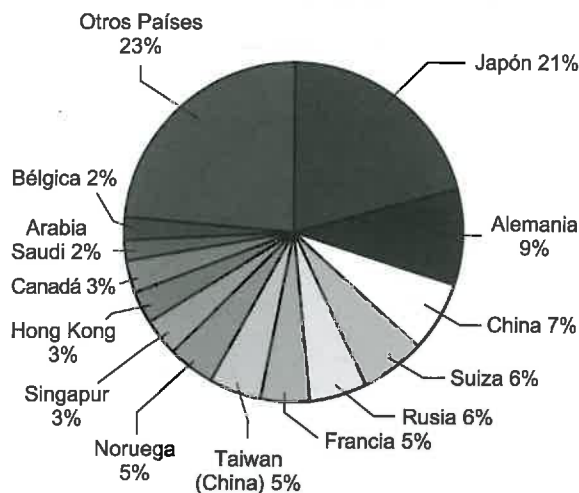
Atendiendo al reparto de los capitales en aquellos países con una posición de excedente de ahorro, destaca por su magnitud Japón, con más de un 20 por 100 sobre el total, seguido por otro grupo de países asiáticos, entre los que se incluye China, que suponen en torno a un quinta parte, mientras que las dos principales economías de la Unión Europea, Alemania y Francia, suman cerca de un 15 por 100 (véase gráfico 9). Esta composición se ha modificado de forma sustancial en los últimos años, principalmente por la reciente condición de

**GRÁFICO 8
PAÍSES IMPORTADORES DE CAPITALES EN 2002**



Fuente: FMI.

**GRÁFICO 9
PAÍSES EXPORTADORES DE CAPITALES EN 2002**



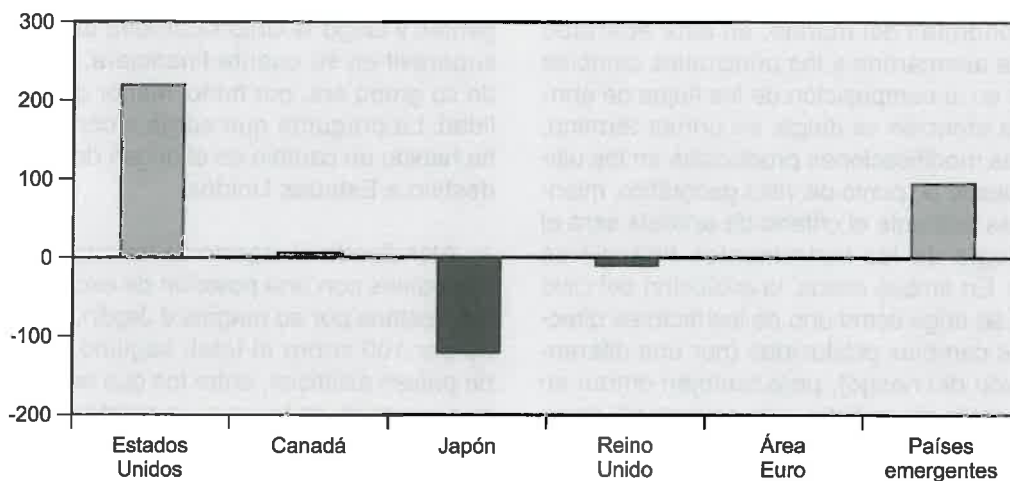
Fuente: FMI.

exportadores de capital del Área Euro y de los países emergentes, ya que Japón ha mantenido el estatus de finales de los noventa (véanse gráficos 10, 11 y 12).

En cuanto a la tipología de los flujos, conviene recordar previamente que la inversión directa es

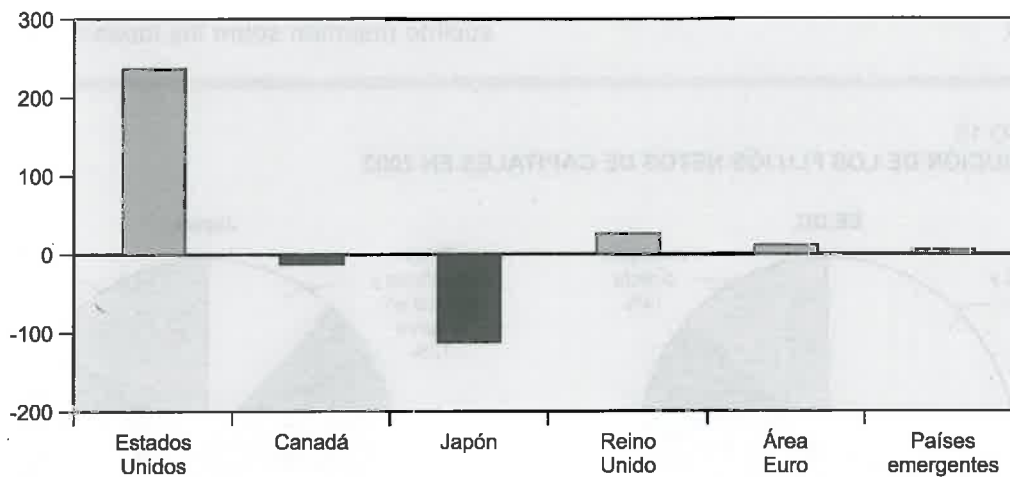
una categoría que refleja el objetivo de obtener una participación duradera en un proyecto empresarial, por lo que la podemos considerar como una expresión más cercana al ahorro. Por el contrario, la inversión en cartera es la que se lleva a cabo con el fin de obtener una rentabilidad sobre el capital invertido y se instrumenta mediante valores

**GRÁFICO 10
FLUJOS GLOBALES DE CAPITALES EN 1997
(Miles de millones de dólares)**



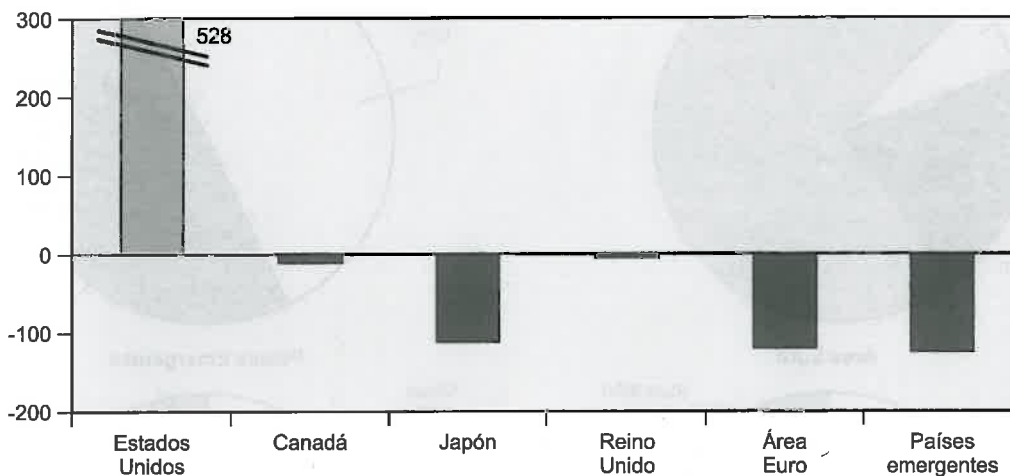
Fuente: FMI.

GRÁFICO 11
FLUJOS GLOBALES DE CAPITALES EN 1999
 (Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

GRÁFICO 12
FLUJOS GLOBALES DE CAPITALES EN 2002
 (Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

mobiliarios (acciones, bonos o cualquier título cotizado), con un objetivo, en su mayoría, de naturaleza especulativa. Con base en esta distinción, podemos realizar una evaluación de la sostenibilidad y los riesgos del modelo de ahorro actual, aunque las conclusiones sobre este aspecto nos las reservamos para la parte final de este artículo. Por el momento, nos conformamos con dife-

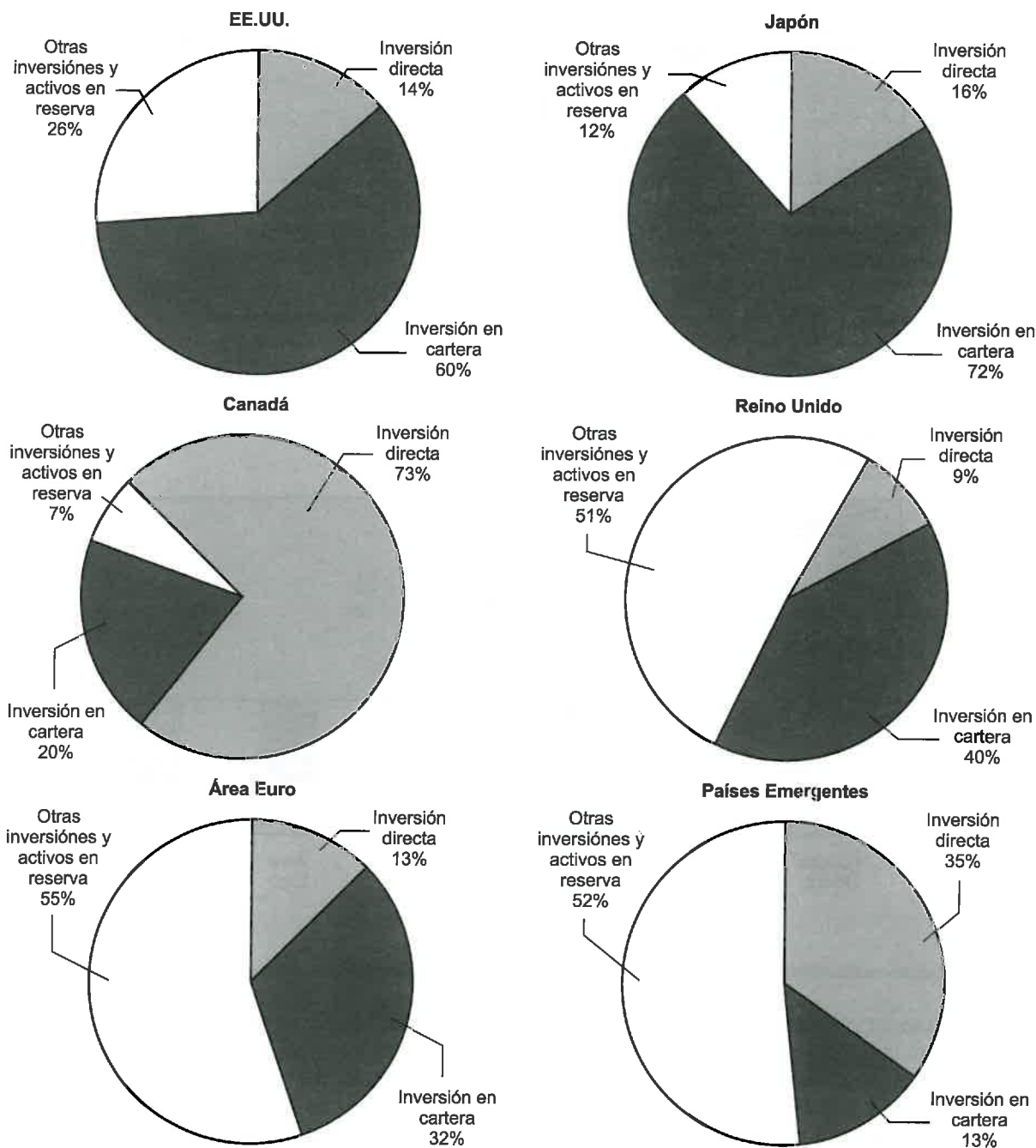
renciar, en las principales regiones, el peso de cada una de las modalidades. En Estados Unidos, la mayor parte de la entrada de capitales se ha correspondido con flujos en cartera, mientras que la inversión directa tiene una participación reducida en términos relativos. Similar estructura presenta Japón en la composición de sus flujos salientes, por lo que puede desprenderse a priori una

relación bilateral entre ambos países. Por el contrario, la relevancia de la inversión especulativa en el Área Euro y en los países emergentes es mucho menor, siendo sustituida por la inversión crediticia y por la inversión directa, respectivamente (véase gráfico 13).

CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Antes de advertir sobre los riesgos y exponer las expectativas que manejamos para el actual esquema del ahorro mundial, conviene realizar un sucinto resumen sobre las ideas comentadas en

**GRÁFICO 13
DISTRIBUCIÓN DE LOS FLUJOS NETOS DE CAPITALES EN 2002**



Fuente: FMI.

los dos apartados anteriores. Las necesidades de ahorro externas generadas en Estados Unidos por el creciente endeudamiento de las familias y, ahora también, del sector público, junto a la ralentización de las diferentes economías mundiales, han provocado un cambio en la dirección de los flujos de inversión hacia el país norteamericano, respondiendo en este último caso a una estrategia basada en los criterios de rentabilidad-riesgo. Los países asiáticos y el Área Euro se han convertido en financiadores netos de Estados Unidos, principalmente a través de instrumentos a corto plazo (inversión en cartera), empleados, bien para rentabilizar el excedente de reservas generado por sus superávits corrientes (como China), bien para defender el valor de sus divisas (como Japón). Este conjunto de factores ha provocado importantes ajustes en el mercado cambiario, que han condicionado en gran medida la capacidad de recuperación de las diferentes áreas económicas.

De cara a los próximos trimestres, el principal riesgo se centra en que el mayor dinamismo de Estados Unidos que ha comenzado a dibujarse en el segundo semestre no tenga continuidad en 2004, una vez que los estímulos fiscales se vayan agotando. En ese escenario, el atractivo de sus inversiones domésticas se vería penalizado frente a otras

regiones, lo que dificultaría en gran medida la cobertura de sus necesidades de ahorro, especialmente si consideramos el poco peso que los flujos a largo plazo (inversión directa) tienen sobre el total. La consecuencia inmediata sería una mayor presión depreciadora sobre el dólar, excesiva, en nuestra opinión, para que la economía estadounidense pudiera erigirse en motor de la recuperación global. Por el contrario, bajo el escenario al que asignamos hoy en día una mayor probabilidad, es decir, un contexto de crecimiento sostenido de Estados Unidos, nos encontraríamos con una situación más equilibrada, ya que el efecto positivo sobre otras economías, sobre todo el Área Euro y Latinoamérica, provocaría una redistribución del ahorro hacia una estructura menos vulnerable que la actual. En cualquier caso, sería muy saludable que los agentes con niveles elevados de endeudamiento (léase hogares y sector público) realizaran un esfuerzo de consolidación de su posición financiera orientada a mantener un colchón de seguridad para situaciones como la actual. Los efectos sobre el ciclo serían, en definitiva, más suaves.

NOTA

(*) Analistas Financieros Internacionales.