

Economía Internacional

EL AHORRO MUNDIAL: PRINCIPALES MODIFICACIONES EN LA ESTRUCTURA DE FLUJOS

Sarai Criado Nuevo (*)
David Martínez Turégano (*)

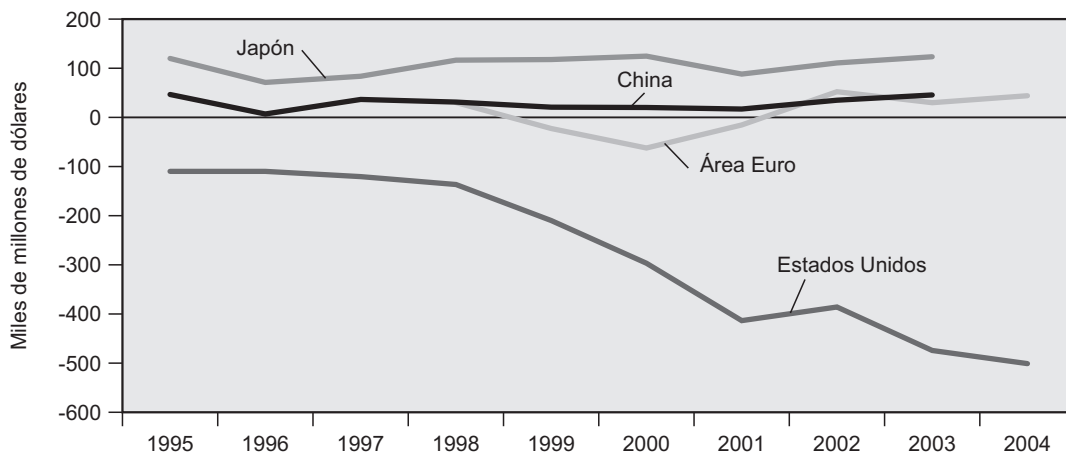
1. INTRODUCCIÓN

La economía mundial ha mejorado de forma ininterrumpida durante el último año, apoyada en el marcado dinamismo de Estados Unidos y Asia, y la paulatina reactivación del Área Euro y América Latina. Sin embargo, las dudas actuales sobre la sostenibilidad del ciclo positivo en las tres primeras áreas geográficas y la inestabilidad derivada del mercado del petróleo plantean algunos interrogantes acerca de la evolución económica en la parte final de 2004 y el próximo ejercicio. En el presente artículo, que tiene vocación de continuidad con el firmado el año pasado por David Martínez y David Roldán en el número 176, se analiza en primer lugar de qué forma ha afectado el patrón geográfico de crecimiento mundial a la naturaleza y dirección de los flujos corrientes y financieros en los últimos trimestres. En una segunda parte, en términos de perspectiva, exponemos los posibles riesgos e inestabilidades que pudieran derivarse del esquema actual de reparto del ahorro internacional, tomando como referencias fundamentales el precio del petróleo, la aversión al riesgo, la curva de tipos de interés, el nivel de endeudamiento de los agentes y los cambios acontecidos en la estructura mundial de relaciones económicas. En último lugar, cerraremos con unas conclusiones sobre los diferentes argumentos expuestos en los apartados previos y valoraremos los escenarios que estimamos más probables en próximos años.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

Estados Unidos y Japón han acelerado su crecimiento en la primera mitad del año hasta referencias cerca del 5 por 100 interanual, mientras que China ha mantenido un marcado dinamismo. Como resultado, una porción muy significativa de la economía mundial ha logrado un decisivo impulso que parece dejar atrás definitivamente lo peor del ciclo negativo iniciado en 2000 (más adelante hablaremos de los riesgos de un petróleo caro). Al mismo tiempo, regiones que habían quedado rezagadas en la primera mitad de 2003 respecto a la recuperación, como el Área Euro y América Latina, se han encaminado en el último año hacia una senda más positiva. En definitiva, una situación más favorable, que sin embargo no ha sido suficiente para modificar algunos de los aspectos más vulnerables en la reactivación cíclica que comenzó a vislumbrarse a mediados del pasado año. El empuje de la demanda interna en Estados Unidos y la creciente competitividad de China han incrementado el déficit corriente estadounidense, que en 2003 alcanzó una nueva cifra récord anual en 531.000 millones de dólares (un 12 por 100 más que los 474.000 de 2002 y un 38 por 100 por encima de los 386.000 de 2001). Lógicamente, la posición deficitaria de Estados Unidos tiene correspondencia en el superávit del resto de regiones, destacando los 124.000 millones de dólares de

**GRÁFICO 1
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE**

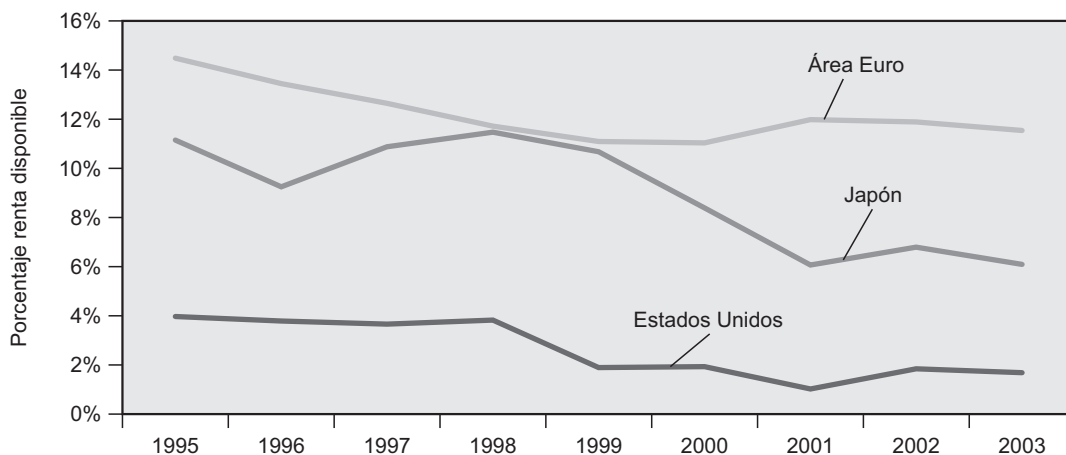


Fuente: FMI (en 2004 datos parciales).

Japón en 2003, seguido de los 46.000 de China y los 30.000 del Área Euro (ver gráfico 1). De esta forma, las economías japonesa y europea, con una considerable dependencia respecto al sector exterior, han convivido en su fase de recuperación con la fortaleza de sus divisas, lo que ha podido retrasar en mayor medida su mejoría cíclica (pensamos especialmente en Alemania, que todavía en el segundo trimestre de 2004 avanzó apenas un 1,5 por 100 interanual).

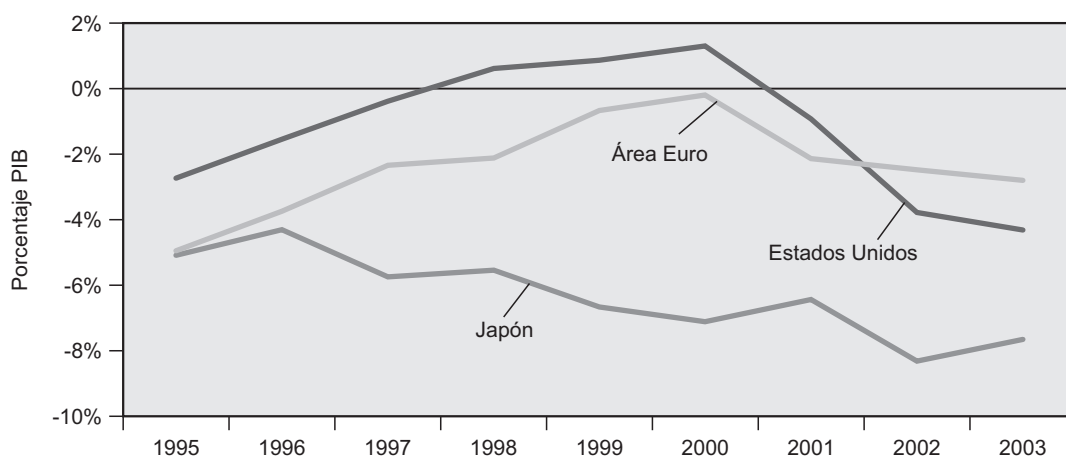
La expansión de Estados Unidos, muy ligada a la introducción de formidables estímulos monetarios (el tipo de referencia de la Fed llegó al mínimo histórico del 1 por 100) y fiscales (recortes impositivos, gasto en defensa), no ha encontrado en los agentes domésticos los recursos necesarios. La tasa de ahorro de las familias (ver gráfico 2) se mantuvo en 2003 por debajo del 2 por 100 de su renta disponible, incluso retrocediendo una décima con relación al año precedente, lo que unido a la

**GRÁFICO 2
TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS**



Fuente: OCDE.

GRÁFICO 3
SALDO PRESUPUESTARIO



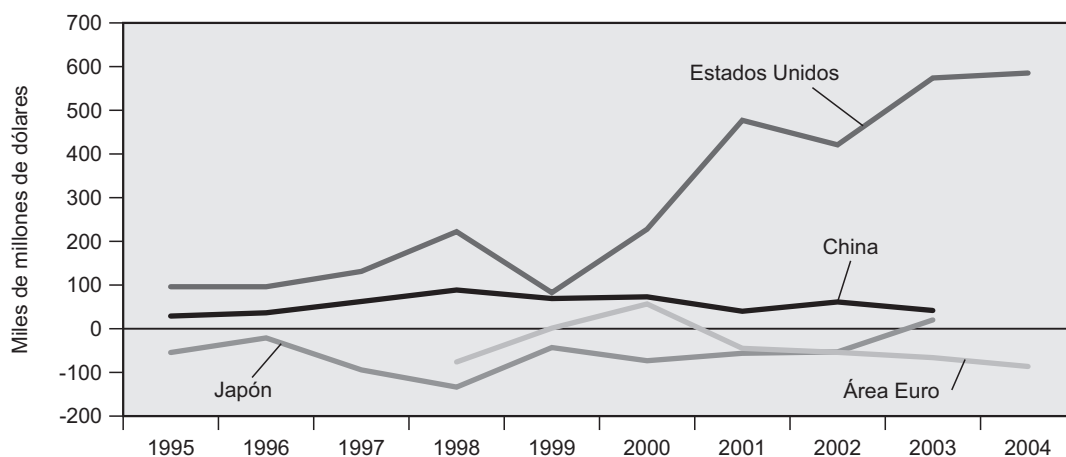
Fuente: OCDE.

“relajación” de las cuentas públicas (déficit del 4,3 por 100 del PIB en 2003 frente al superávit del 1,3 por 100 en 2000) ha hecho necesario acudir sistemáticamente a los mercados internacionales para financiar la expansión del gasto. La situación ha sido diferente en el Área Euro y Japón, ya que el nivel de ahorro de los hogares es muy superior al de los estadounidenses, lo que ha permitido contrarrestar en mayor o menor medida la posición deficitaria en los presupuestos de los gobiernos.

Este factor, junto a la posición superavitaria de la balanza corriente en estas dos regiones y China, ha supuesto financiación potencial para las necesidades de Estados Unidos.

Resultado de los condicionantes anteriores, Estados Unidos ha recibido un gran volumen de recursos financieros en los últimos años. Concretamente 544.000 millones de dólares en 2003 (ver gráfico 4), cifra incluso ligeramente superior al

GRÁFICO 4
BALANZA FINANCIERA



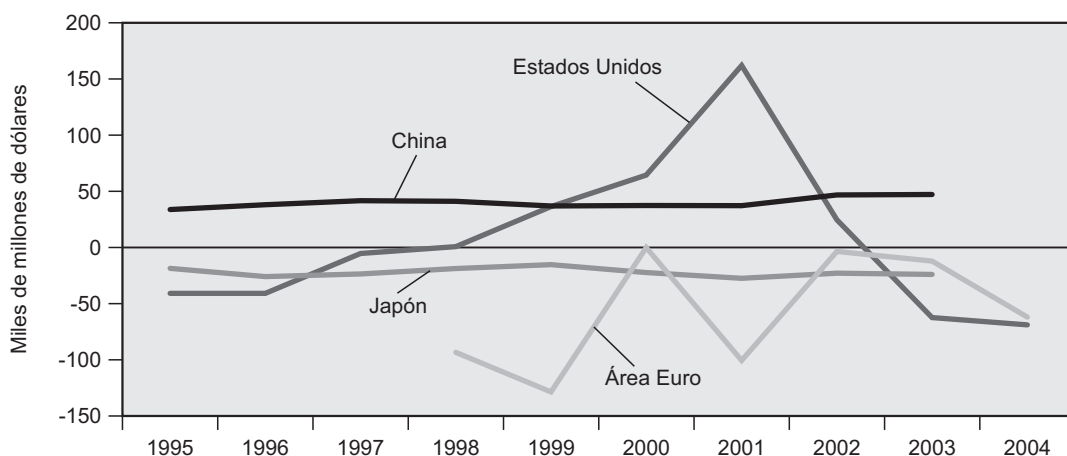
Fuente: FMI.

déficit corriente registrado en el mismo período. Una fuerte entrada de capitales en un país puede tener muy diferentes causas, por lo que sin conocer otras circunstancias esta situación no es intrínsecamente positiva ni negativa. Los flujos de inversión directa, más estables que el resto, están considerados, en términos generales, favorables para el desarrollo del tejido productivo nacional y no provocan sensibles distorsiones en los mercados financieros. Por esta razón, cabe preguntarse

la naturaleza de los recursos financieros que han entrado en la economía estadounidense.

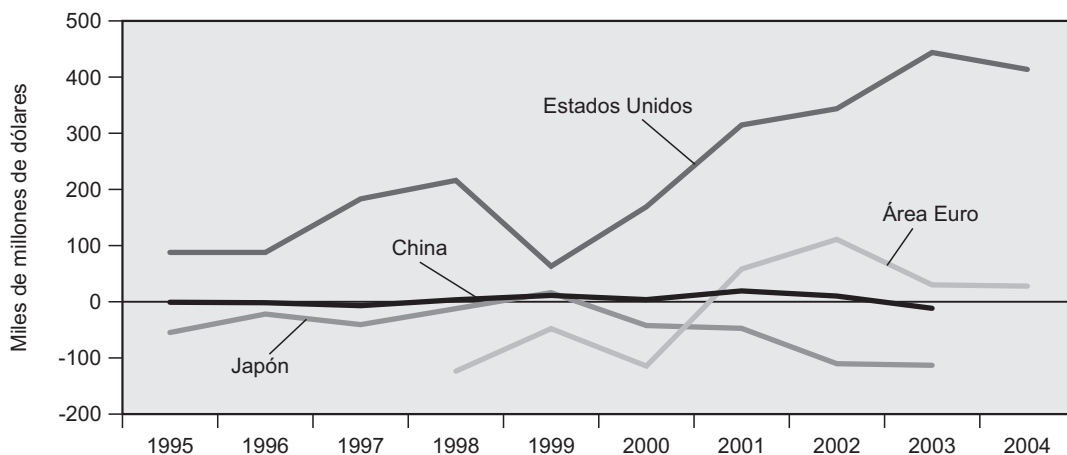
El análisis desagregado de los flujos en grandes grupos (inversión directa, en cartera y otra inversión en gráficos 5, 6 y 7, respectivamente) muestra como los que se han dirigido a Estados Unidos no han tenido un destino productivo (salida neta de 134.000 millones en 2003), situación bien diferente a la de China, que se ha convertido

**GRÁFICO 5
INVERSIÓN DIRECTA NETA (REGIÓN DE DESTINO)**



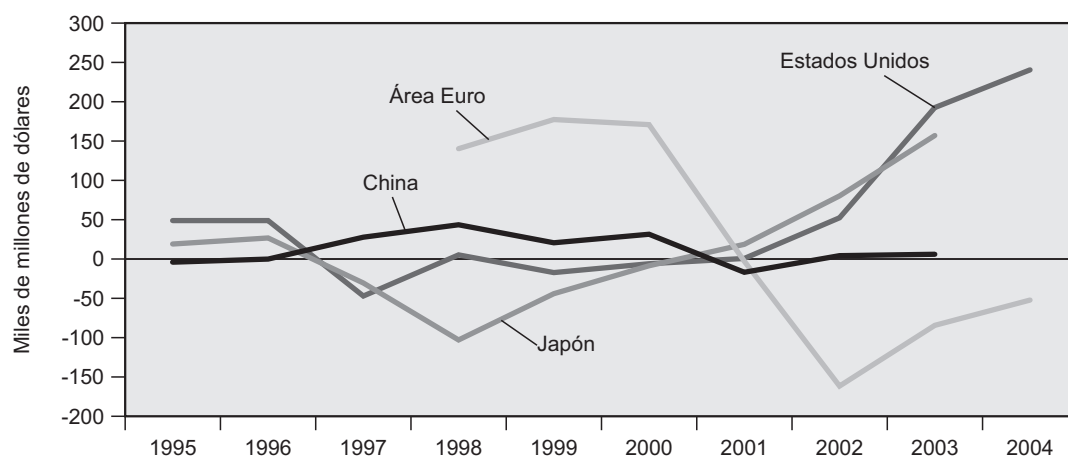
Fuente: FMI.

**GRÁFICO 6
INVERSIÓN EN CARTERA NETA (REGIÓN DE DESTINO)**



Fuente: FMI.

GRÁFICO 7
OTRA INVERSIÓN NETA (REGIÓN DE DESTINO)



Fuente: FMI.

en polo central de atracción de inversión directa (47.000 millones de dólares netos en 2003). Las necesidades de financiación estadounidenses han sido satisfechas, por tanto, a cargo de compras de activos de renta fija y renta variable, así como de préstamos y depósitos bancarios (otra inversión), que en total han supuesto 678.000 millones de dólares (472.000 y 206.000, respectivamente).

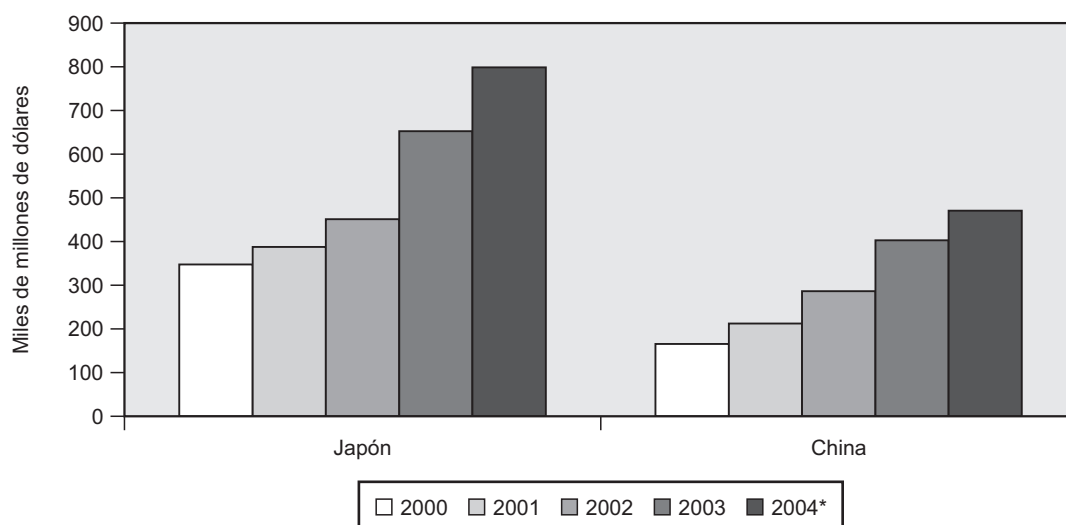
La acumulación de un saldo excedentario en la balanza por cuenta corriente en Japón, el Área Euro y China ha permitido a estos países contar con capacidad para financiar otras regiones deficitarias de ahorro, como Estados Unidos. En este sentido, los agentes chinos compraron más de 11.000 millones de dólares de activos de cartera en el exterior en 2003, en su mayoría títulos de renta fija emitidos por el Tesoro estadounidense. También Japón fue adquirente neto de estos activos en los mercados internacionales, totalizando flujos de cartera salientes por valor de 113.000 millones de dólares. El Área Euro, sin embargo, estuvo presente en operaciones de financiación a través de otra inversión, como depósitos o préstamos, por valor neto de 84.000 millones de dólares en 2003. Es preciso señalar en este análisis global, el cambio que se ha producido en los últimos años con relación a la cobertura de las necesidades financieras estadounidenses. El fuerte deterioro producido en el desequilibrio exterior a partir de finales de los noventa contó al inicio con un volumen creciente de inversión directa, coincidiendo con el auge de las empresas de tecnología. Sin embargo, la crisis

de este sector, la desaceleración de la economía mundial, el retroceso en los índices bursátiles, el surgimiento de China como gran potencia emergente y posteriormente el abaratamiento de la financiación crediticia, propiciaron un cambio en favor del recurso a los flujos de inversión en cartera y otra inversión, en los que Asia y el Área Euro cobraron un especial protagonismo, respectivamente.

3. RIESGOS DERIVADOS DEL PATRÓN DE AHORRO MUNDIAL

La elevada dependencia de Estados Unidos con relación al ahorro externo es una de las principales preocupaciones sobre la sostenibilidad de la actual fase de recuperación económica. Una interrupción en los flujos de inversión hacia el país norteamericano supondría un importante freno al crecimiento de la principal economía del mundo, con el consiguiente efecto en cadena sobre la reactivación de otras áreas geográficas. Esto no es un escenario imposible, especialmente por la característica composición de los capitales recibidos por Estados Unidos (predomina la inversión no productiva), pero sí resulta en el corto plazo improbable. Los bancos centrales asiáticos continúan acumulando reservas gracias a la posición superavitaria de sus balanzas corrientes y las alternativas de inversión en los mercados no ofrecen un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo. Los tipos de interés a largo plazo han vuelto a relajarse en la parte central del año y el dólar continúa débil, lo que podría incentivar en

GRÁFICO 8
RESERVAS EN MONEDA EXTRANJERA



Fuente: FMI.

mayor medida a los agentes a incrementar su nivel de endeudamiento. Estos dos elementos sostendrían el esquema vigente de demanda de financiación polarizada por Estados Unidos y una oferta abundante de recursos por parte de países exportadores netos, a lo que podría contribuir adicionalmente el incremento del petróleo. La revalorización del crudo está proporcionando elevados ingresos por divisas a los países productores, como Rusia y Arabia Saudí. Las cifras oficiales de reservas están reflejando esta evolución (en el caso ruso prácticamente se han duplicado con relación a principios de 2003), ya que se han producido importantes subidas en el precio del petróleo en los últimos meses, alcanzando máximos históricos cercanos a 50 dólares el barril de Brent.

En el medio plazo, la situación deja abierta la puerta a mayores interrogantes. El elevado endeudamiento alcanzado por las familias no es una preocupación desdeñable, ya que los hogares cuentan hoy en día con un margen reducido para destinar sus recursos de ahorro a la financiación de empresas o el sector público. La aversión al riesgo en un escenario de múltiples focos de incertidumbre limita si cabe en mayor medida el apetito por la inversión en los mercados, a pesar de la mayor cultura financiera de la sociedad actual. Pese a que hoy por hoy las expectativas de tipos de interés se mantienen moderadas, resulta inevitable pensar que los bancos centrales harán menos expansivas

sus políticas monetarias en los próximos años (la Fed ya ha subido hasta la fecha 75 puntos básicos desde junio). La capacidad adquisitiva de las familias se verá mermada y esto les llevará a que consuman una menor cantidad de bienes y servicios, lo que no favorecería ni el ahorro empresarial ni el público.

En cuanto a los bancos centrales con elevados volúmenes de reservas, nos parece que la flexibilización del tipo de cambio de China resulta inevitable (aunque probablemente no se producirá en los próximos meses), dada su pertenencia a la Organización Mundial del Comercio y la orientación exterior por la que parece estar optando el gobierno. Cuando esto suceda la disminución del superávit externo debería llevar a una menor acumulación de activos internacionales. En el caso de los países exportadores netos de petróleo, las actuales cotizaciones del crudo tienen incorporada una prima de riesgo considerable, por lo que las perspectivas en el medio plazo apuntan a una relajación del precio hacia la zona de 30-35 dólares por barril. Seguirán incorporando al balance de los bancos centrales unos recursos considerables, pero no tanto como en el momento presente, por lo que su potencial de financiadores de la economía estadounidense es limitado. Además, son países en los que un desencuentro político con Estados Unidos no se puede descartar, especialmente porque ya ha tenido lugar en otros episodios históricos.

Un último aspecto a la hora de evaluar los riesgos para el actual escenario de flujos financieros internacionales es el atractivo de las inversiones directas en Estados Unidos. La competencia que ejercen diversas áreas geográficas en la captación del negocio empresarial, no sólo de carácter industrial sino también de servicios (por ejemplo la India), nos lleva a pensar que los problemas actuales tienen pocos visos de desaparecer en el plazo de unos años. El bajo coste de la mano de obra, en algunos casos con una formación razonable, es un elemento decisivo en muchas decisiones estratégicas para la localización de centros de producción y negocio. En este sentido, entendemos que la mejor opción de Estados Unidos es concentrar los esfuerzos en mantener su posición de liderazgo en la generación de productos de elevado valor añadido y tecnología, que permitan incrementar la renta de las familias, empresas y sector público.

En definitiva, el escenario actual favorece una continuidad sin riesgo en los desequilibrios actuales en las relaciones financieras internacionales, por las rigideces cambiarias en Asia, la revalorización del petróleo y los bajos tipos de interés. Sin embargo, en el medio plazo la situación resulta menos optimista, ya que los riesgos son de diversa naturaleza: la estructura productiva mundial ha cambiado y los procesos de deslocalización son más frecuentes, el endeudamiento de los hogares es alto y las políticas monetarias tienden a ser menos expansivas, el mercado del crudo es previsible que se normalice en próximos años y los regímenes cambiarios asiáticos iniciarán un proceso de flexibilización.

4. CONCLUSIONES

El objetivo de este artículo ha sido revisar la evolución reciente de los flujos financieros en las principales áreas económicas del mundo. Hemos visto en primer lugar, como el fuerte y continuado des-

equilibrio corriente de Estados Unidos ha tenido correspondencia en una salida de capitales en Asia y el Área Euro. Las condiciones de financiación favorables y el bajo ahorro interno estadounidense han condicionado decisivamente esta evolución, circunstancias a las que han contribuido igualmente la política de los bancos centrales asiáticos y el mayor ahorro disponible en los agentes privados de otros países. Esta situación no entendemos que vaya a sufrir modificaciones de relieve en el corto plazo; si cabe, una profundización mayor por los recursos crecientes para los países exportadores de petróleo. En los próximos años, tenemos más dudas de que el necesario reequilibrio no se vea acompañado de ajustes más o menos severos. Lo más positivo es que el ciclo alcista en tipos de interés probablemente sea progresivo y sin modificaciones excesivamente bruscas. Es crucial que los bancos centrales "se trabajen" a los agentes económicos con el objetivo de ir modificando las decisiones de gasto de años recientes hacia un modelo más sano y favorable a la inversión. El recurso permanente de Estados Unidos a una financiación de gran volumen, sobre todo de carácter no directo, resulta poco recomendable dado el gran endeudamiento existente y las necesidades de crecimiento de otras áreas geográficas más orientadas al exterior, como Japón o el Área Euro. La posición actual de los flujos de comercio y financieros no favorecen otra cosa que un dólar muy débil, representativo de un ciclo vicioso que en algún momento debe interrumpirse para propiciar uno de carácter virtuoso. La cuestión es que esa ruptura tiene que evitar ser sorpresiva y de intensidad irreversible. La consolidación de la posición presupuestaria de los gobiernos occidentales debe ser también una de las primeras piedras en ese camino, ya que es bueno predicar con el ejemplo.

NOTA

(*) Analista Financiero Internacional.