

Los movimientos internacionales de ahorro: hechos y explicaciones

Álvaro Anchuelo Crego*

Antonio José Olivera Herrera**

1. Introducción

Este trabajo pretende, en su primera sección, presentar una panorámica de los excesos y defectos de ahorro actualmente existentes en la economía mundial. Para ello, se describen los datos de la balanza de pagos por cuenta corriente para distintas zonas y países. A continuación, siguiendo con el enfoque descriptivo, se pretende indagar si es el comportamiento del ahorro o el de la inversión el que está detrás de los desequilibrios por cuenta corriente. Finalmente, para obtener mayor desagregación, se distinguen los datos del sector público de los del privado.

La segunda sección, de carácter más analítico, se ocupa de las posibles explicaciones teóricas del panorama descrito. Se revisan primero las explicaciones de carácter general: la globalización financiera, la posible existencia de un exceso mundial de ahorro, el cambio demográfico y la revolución en las tecnologías de la información y las telecomunicaciones. Seguidamente, se pasa revista a una serie de causas no relacionadas entre sí, de carácter local y coyuntural, que parecen un complemento necesario de las explicaciones globales para entender las raíces de los flujos de ahorro hoy existentes.

2. Los movimientos internacionales de ahorro: los hechos

Como es bien sabido, en la actualidad todas las economías mantienen importantes vínculos con el exterior,

tanto en términos comerciales como financieros. Ello permite a cualquier país incrementar sus niveles de inversión por encima de la restricción impuesta por el ahorro generado durante el período, o ahorrar por encima de las necesidades de inversión generadas.

En concreto, la balanza por cuenta corriente nos informa sobre este extremo, de tal modo que aquellas economías que invierten por encima de la cantidad destinada al ahorro, tendrán una balanza por cuenta corriente deficitaria o negativa. El caso opuesto se producirá cuando el ahorro supere a la inversión. Esta relación podría representarse como:

$$BC_T \equiv S_T - I_T \quad [1]$$

Donde BC representaría la balanza por cuenta corriente, S el ahorro generado e I la inversión realizada.

En este apartado se aportarán las cifras macroeconómicas más relevantes relativas a la expresión anterior para las principales áreas del planeta y algunos países que destacan por su especial importancia en la economía mundial. El objetivo perseguido es mostrar qué economías generan un exceso de ahorro (superávit por cuenta corriente) y cuáles absorben el mismo. Se intentarán extraer patrones de interés para, en la siguiente sección, valorar las causas que pueden explicar esta situación.

Para ello, en primer lugar, expondremos las principales cifras de la balanza por cuenta corriente en diferentes zonas del mundo, disponibles en el cuadro 1. Los datos se encuentran expresados en miles de millones de dólares. Como se puede observar, las economías desarrolladas han sido demandantes netas de ahorro internacional en los últimos años, mientras que las economías en desarrollo

* Universidad Rey Juan Carlos.

** Universidad de La Laguna.

Cuadro 1

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

	2003	2004	2005	Acumulado 2003-2005
Economías desarrolladas	-267,2	-267,2	-486,3	-1.020,7
Zona Euro	34,4	82,5	-2,6	114,3
Francia	7,9	-7,0	-33,6	-32,6
Alemania	45,6	101,9	114,9	262,3
Italia	-19,9	-15,6	-28,5	-64,0
España	-31,6	-54,9	-83,0	-169,5
G7	-405,5	-507,4	-647,9	-1.560,8
Estados Unidos	-527,5	-665,3	-791,5	-1.984,3
Japón	136,2	172,1	165,7	474,0
Otras economías desarrolladas	149,2	157,6	164,2	471,0
Economías en desarrollo	147,8	211,9	424,7	784,4
África	-3,1	-0,4	18,4	14,9
Europa Central y del Este	-36,4	-59,4	-63,3	-159,1
CIS y Mongolia	35,9	62,5	87,7	186,1
Países asiáticos en desarrollo	86,1	94,2	165,3	345,6
China	45,9	68,7	160,8	275,4
ASEAN-4	29,6	24,9	19,5	74,0
Oriente Medio	58,5	96,8	182,9	338,2
Hemisferio Oeste	6,8	18,2	33,7	58,7

Fuente: World Economic Outlook Database, Fondo Monetario Internacional.

Notas:

- El G7 incluye a las economías pertenecientes a este organismo exceptuando los tres países (Alemania, Francia e Italia) que forman parte de la Zona Euro.
 - Otras economías desarrolladas incluye a todos los países avanzados excepto a los pertenecientes a la Zona Euro y los integrados en el G7; esto es, Corea, Australia, Taiwán, Suecia, Suiza, Hong Kong, Dinamarca, Noruega, Israel, Singapur, Nueva Zelanda, Chipre e Islandia.
 - CIS incluye a los países de la antigua Unión Soviética; es decir, Rusia, Ucrania, Kazajistán, Bielorrusia, Turkmenistán, Armenia, Azerbaijón, Georgia, Kirguistán, Moldavia, Tayikistán y Uzbekistán.
 - Oriente Medio incluye a los siguientes países: Irán, Arabia Saudí, Kuwait, Egipto, Siria, Jordania y Líbano.
 - Hemisferio Oeste incluye a los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Uruguay, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela, México, América Central y Caribe.
- Los datos están expresados en miles de millones de dólares americanos.

aportan el ahorro necesario para financiar la carencia en esos países¹. Esto contradice las predicciones de la teoría económica tradicional y los patrones históricamente habituales.

Evidentemente la situación no es homogénea dentro de estos dos grandes grupos. En el caso de las economías desarrolladas nos encontramos con la Zona Euro y las que se han denominado "Otras economías desarrolladas" que

se caracterizan por tener una balanza por cuenta corriente o bien positiva o muy próxima al equilibrio (es el caso de la Zona Euro en el último año de la muestra). El déficit de la balanza por cuenta corriente en las economías desarrolladas parece derivarse de la situación observada en el grupo de países del G7, dentro del que hay casos claramente diferenciados. Así, si bien Japón mantiene una sólida posición de superávit en su balanza por cuenta corriente, Estados Unidos muestra un importante y creciente déficit que es superior al del conjunto de los países desarrollados. En consecuencia, el resto de economías avanzadas contribuyen a aminorar la necesidad de ahorro internacional de Estados Unidos, aunque lo hacen a un ritmo insuficiente como para evitar que se requiera la contribución de otro conjunto de economías.

¹ Nótese que si sumásemos los datos de balanza por cuenta corriente de las economías desarrolladas y en desarrollo no nos da cero, tal y como cabría esperar, puesto que el planeta es una economía cerrada. Esta discrepancia es un hecho bien documentado y se asocia con algunos problemas estadísticos a la hora de elaborar la información de la balanza por cuenta corriente.

Por otra parte, las economías de los países en desarrollo se caracterizan en términos generales por tener una balanza por cuenta corriente positiva o con superávit. La única excepción a esta regla general viene representada por el caso de los países de Europa Central y del Este, que en los últimos años han demandado ahorro internacional de manera persistente. Entre el grupo de países que en mayor medida contribuyen a la generación de ahorro internacional de las economías en desarrollo se encuentran los países asiáticos y los países de Oriente Medio. Dentro del primer grupo, hay que destacar la creciente contribución de China, mientras que para el caso de los países de Oriente Medio conviene anticipar la importante influencia que ha tenido en los últimos años el encarecimiento del petróleo.

Por países, el fenómeno más llamativo es el enorme déficit corriente de Estados Unidos, que supera ya los 700 miles de millones de dólares anuales. Esta cifra equivale a un 6 por 100 de su PIB (frente a sus déficits exteriores de mediados de los ochenta, que se consideraron enormes pero se mantuvieron en torno al 3 por 100 del PIB), absorbe unas tres cuartas partes de los superávits de ahorro en el resto del mundo, y ha llevado a la deuda externa neta norteamericana a superar el 25 por 100 del PIB. ¿Quiénes le prestan, quiénes compensan con sus excesos de ahorro estas carencias estadounidenses? El panorama es muy diferente al de la última vez que la economía americana presentó un desequilibrio exterior considerable. Entonces, fue sobre todo un pequeño número de países industrializados, como Japón y los países de la actual zona del euro, el que los compensó. Ahora, sus superávits equivalen tan sólo al 24 y al 6 por 100 del déficit estadounidense, respectivamente. Son China (14 por 100), otros países asiáticos emergentes (17 por 100) y Oriente Medio (17 por 100) los que compensan a nivel mundial casi la mitad de las carencias de ahorro norteamericanas.

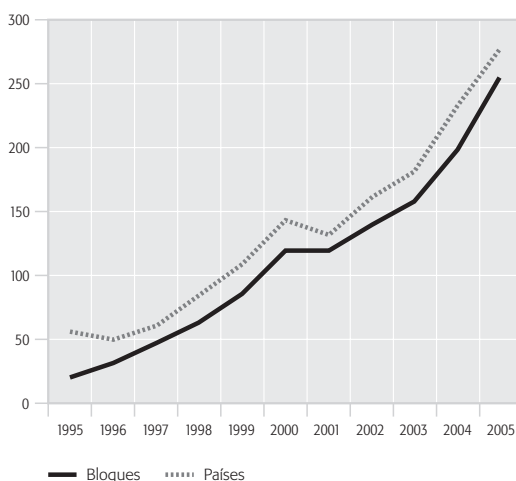
Para mostrar visualmente el aumento y generalización de los desequilibrios a lo largo del tiempo, en el gráfico 1 hemos representado la evolución de la dispersión² de las cifras de la balanza por cuenta corriente para dos conjuntos de datos diferentes. El primero incluye los bloques de países del cuadro 1. El segundo se centra en los países con las mayores economías del mundo³. Aunque tan sólo se representan los últimos diez años, puede ob-

² Aunque hay formas alternativas de medir la dispersión, en este caso se ha empleado la desviación típica. Una opción habría sido ponderar dicha desviación por los valores promedios, pero al poder ser los valores de la balanza por cuenta corriente tanto negativos como positivos, el uso de dicho indicador habría inducido graves distorsiones.

³ Esto es, Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Canadá, España, Rusia y China.

Gráfico 1

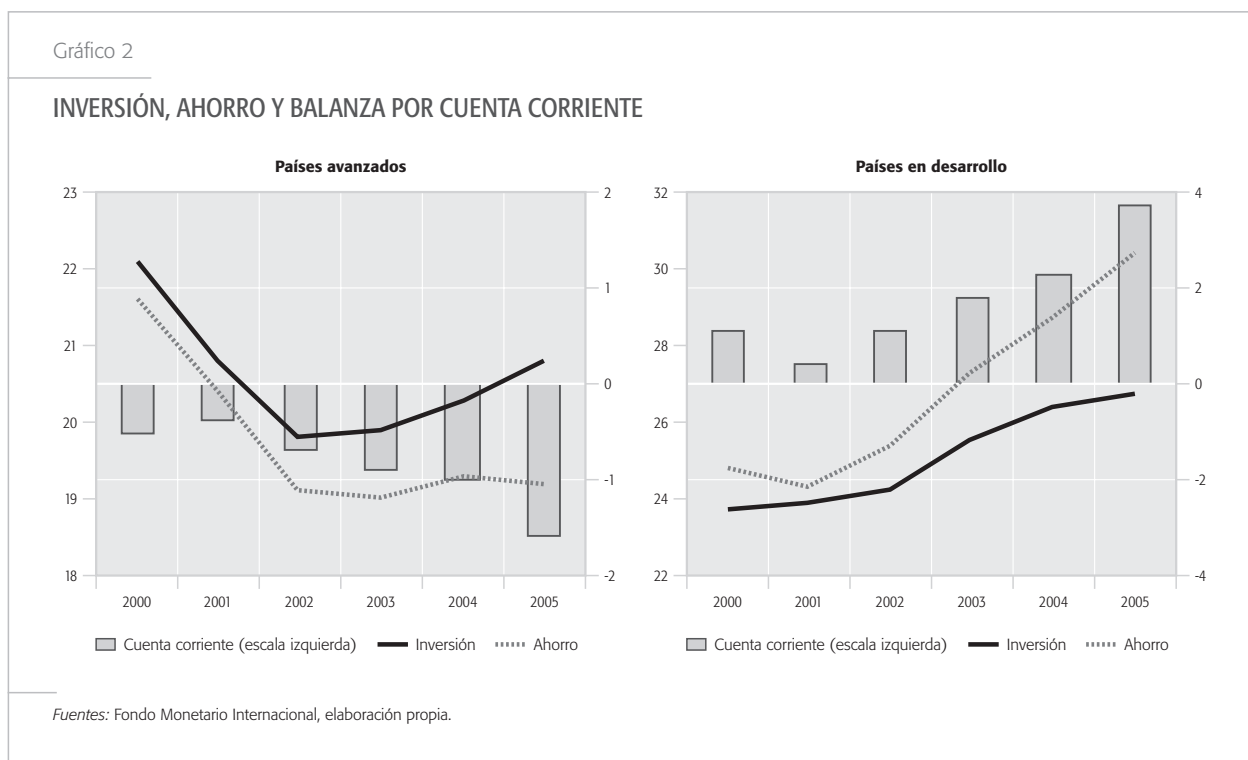
DISPERSIÓN DE LAS CIFRAS DE BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

servarse claramente que la dispersión ha seguido una tendencia creciente, manifestando la existencia de diferencias cada vez mayores en la disponibilidad internacional de ahorro.

La gran dispersión observada ha sido uno de los hechos más destacados en la reciente literatura económica internacional, advirtiendo los analistas sobre los crecientes riesgos que se derivan de la inestable situación actual. Los enormes desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente están también presentes, como riesgos principales, en los informes de coyuntura de los organismos económicos internacionales. Sin embargo, las autoridades económicas, y especialmente las norteamericanas, no parecen excesivamente preocupadas por el problema, o al menos la posible preocupación no se ha traducido en medidas correctoras. Esto puede tener en parte que ver con el tipo de activos estadounidenses que los extranjeros están comprando. Se trata en gran medida de activos relativamente líquidos y poco rentables, destinados a incrementar las reservas internacionales en dólares de los bancos centrales de esos países. Es un tipo de financiación que resulta poco gravosa y que contrasta con el tipo de activos que mantiene Estados Unidos en el exterior, más concentrados en acciones (inversión extranjera directa y en cartera) de mucha mayor rentabilidad. No obstante, no parece que lo anterior de sólo motivos para la tranquilidad y la inacción. Al contrario, depender tan fuertemente de países sujetos a la inestabilidad de



los precios del petróleo, o a posible inestabilidad política, y financiarse mediante activos tan volátiles, no parece una situación exenta de riesgos, ni que se pueda mantener por mucho tiempo.

La información presentada hasta el momento, si bien es relevante para determinar qué países demandan ahorro internacional y cuáles lo generan, no nos indica nada sobre las causas de estos hechos. La expresión [1] podría darnos algunas pistas, por lo que el siguiente paso que daremos será analizar las cifras de inversión y ahorro de los principales bloques de países.

En el gráfico 2 se ha representado la evolución de la inversión, el ahorro y la balanza por cuenta corriente tanto en los países avanzados como en el grupo de economías en desarrollo. Todos los agregados se han representado en términos relativos al Producto Interior Bruto. Como se puede observar, existen importantes diferencias en la evolución de las tasas de inversión y de ahorro en ambos casos, que en último término explican la evolución dispar de la balanza por cuenta corriente.

En los países avanzados la tasa de ahorro y de inversión descendieron pronunciadamente entre 2000 y 2002, mientras que se mantuvieron más o menos estables en los países en desarrollo. A partir de dicho año, la tasa de inversión se recupera en ambos grupos de países pero la de ahorro diverge claramente. Mientras que ésta se recu-

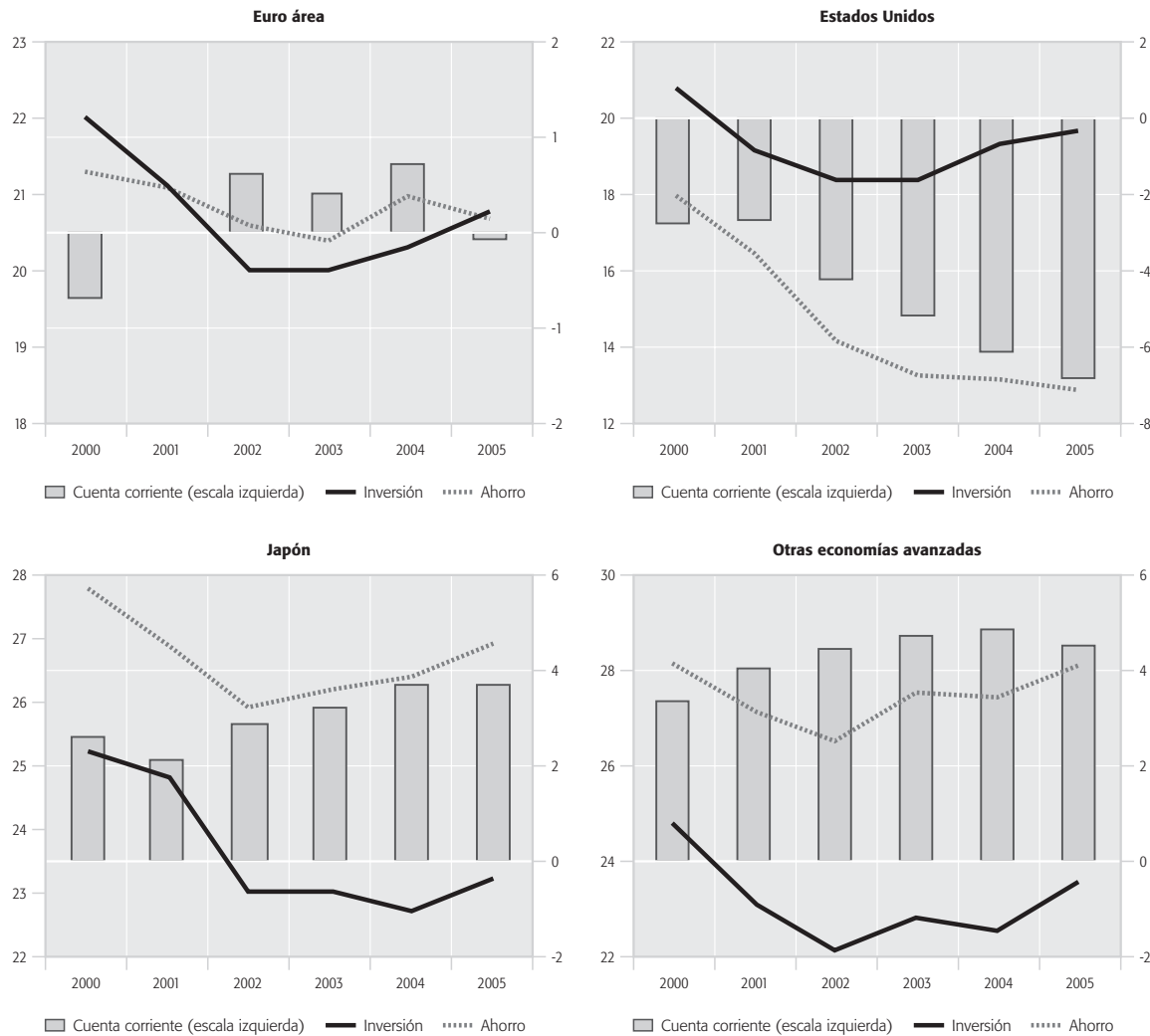
pera a un ritmo muy intenso en los países en desarrollo, se mantiene estable en los países avanzados, generando una ampliación de las diferencias en las balanzas por cuenta corriente entre ambos grupos de países.

De la misma forma que en las balanzas corrientes encontrábamos comportamientos claramente diferenciados dentro de cada grupo de países, es lógico anticipar que lo mismo ha de ocurrir con sus factores explicativos. Por ello, en el gráfico 3 hemos representado las tres variables anteriores para una selección de países avanzados. Aunque habría diversos aspectos dignos de destacarse, nos gustaría llamar la atención sobre el elemento distintivo básico: la evolución de la tasa de ahorro. Como se puede apreciar, la tasa de inversión sigue una dinámica muy similar en las cuatro economías representadas, mientras que el comportamiento del ahorro difiere claramente en Estados Unidos. Mientras que en los otros casos, el ahorro se recupera en cierta medida a partir de 2002, en dicha economía sigue cayendo de forma continuada. No es, en consecuencia, excesivamente osado afirmar que el creciente deterioro de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos se debe a la caída libre de su tasa de ahorro.

Este mismo ejercicio lo repetimos para diferentes economías en desarrollo. Los dos rasgos más llamativos para este grupo de países son el creciente superávit corriente de Oriente Medio (que se deriva de un importante crecimiento de los precios del petróleo) y el grado en que los países

Gráfico 3

INVERSIÓN, AHORRO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN ALGUNAS ECONOMÍAS AVANZADAS



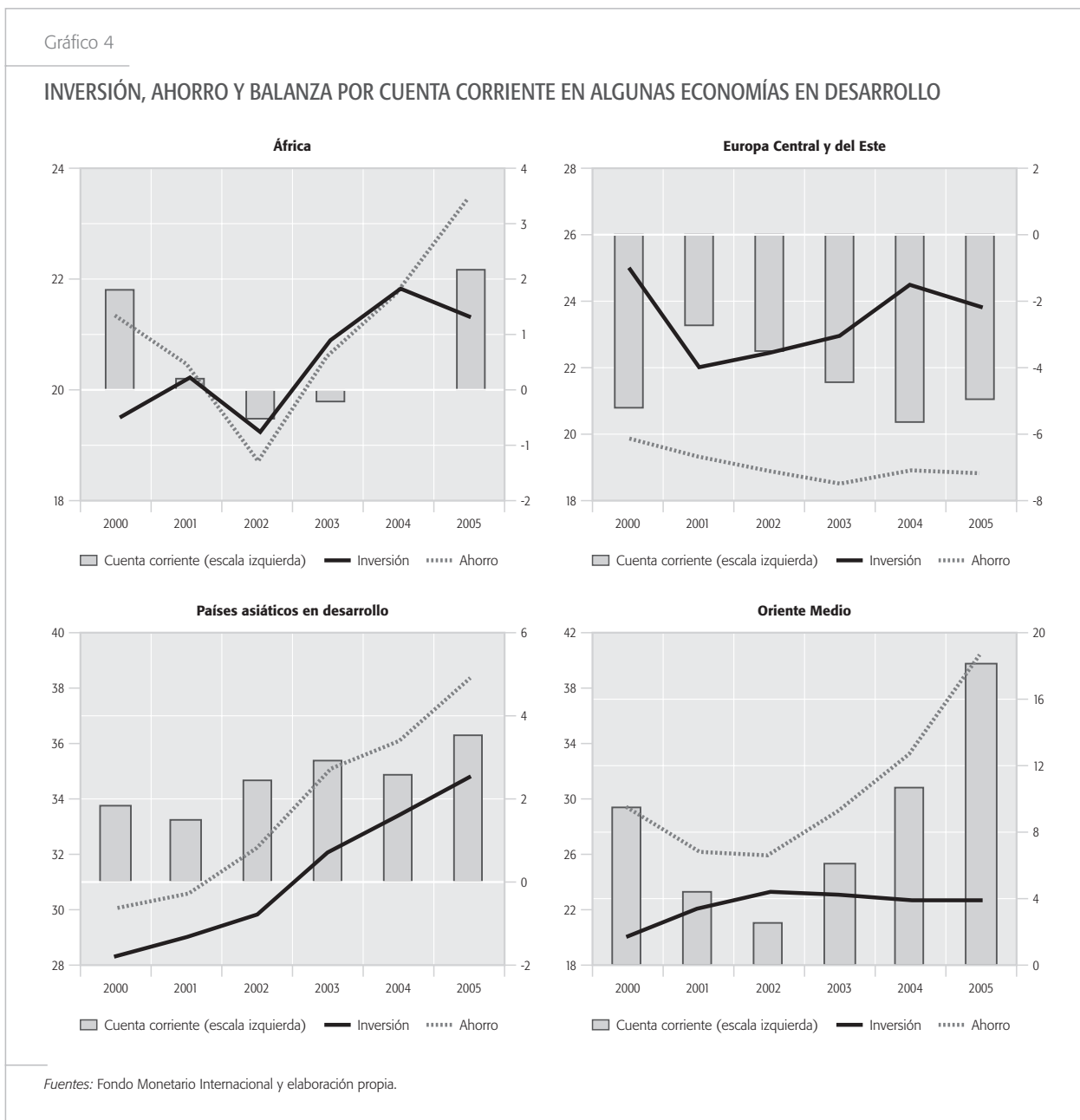
Fuentes: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

asiáticos (sobre todo China) están compaginando altas tasas de inversión con tasas de ahorro aún mayores.

No podemos finalizar este apartado de presentación de los principales datos agregados sin hacer una valoración de los factores que inciden en el comportamiento del ahorro, puesto que, según se desprende del caso estadounidense, parece encontrarse en buena medida detrás de los grandes desequilibrios detectados en las balanzas por cuenta corriente en la economía mundial. Diferenciaremos, por eso, a continuación la incidencia del sector público y del privado en el comportamiento del ahorro en las principales economías avanzadas, lo que permitirá compren-

der mejor el caso de Estados Unidos. En el gráfico 5 se ha representado la información principal.

Se puede observar que el descenso del ahorro total en los países avanzados, y especialmente en Estados Unidos, no puede explicarse en los últimos seis años por la evolución del ahorro privado, que ha sido relativamente estable, sino por el comportamiento del ahorro público. Nótese como el creciente deterioro de las cuentas públicas estadounidenses ha tenido una clara incidencia en la caída de la tasa de ahorro total. La existencia de un creciente déficit en las cuentas públicas, acompañado de un déficit por cuenta corriente no menos abultado, da lugar a los llamados *déficit gemelos*.



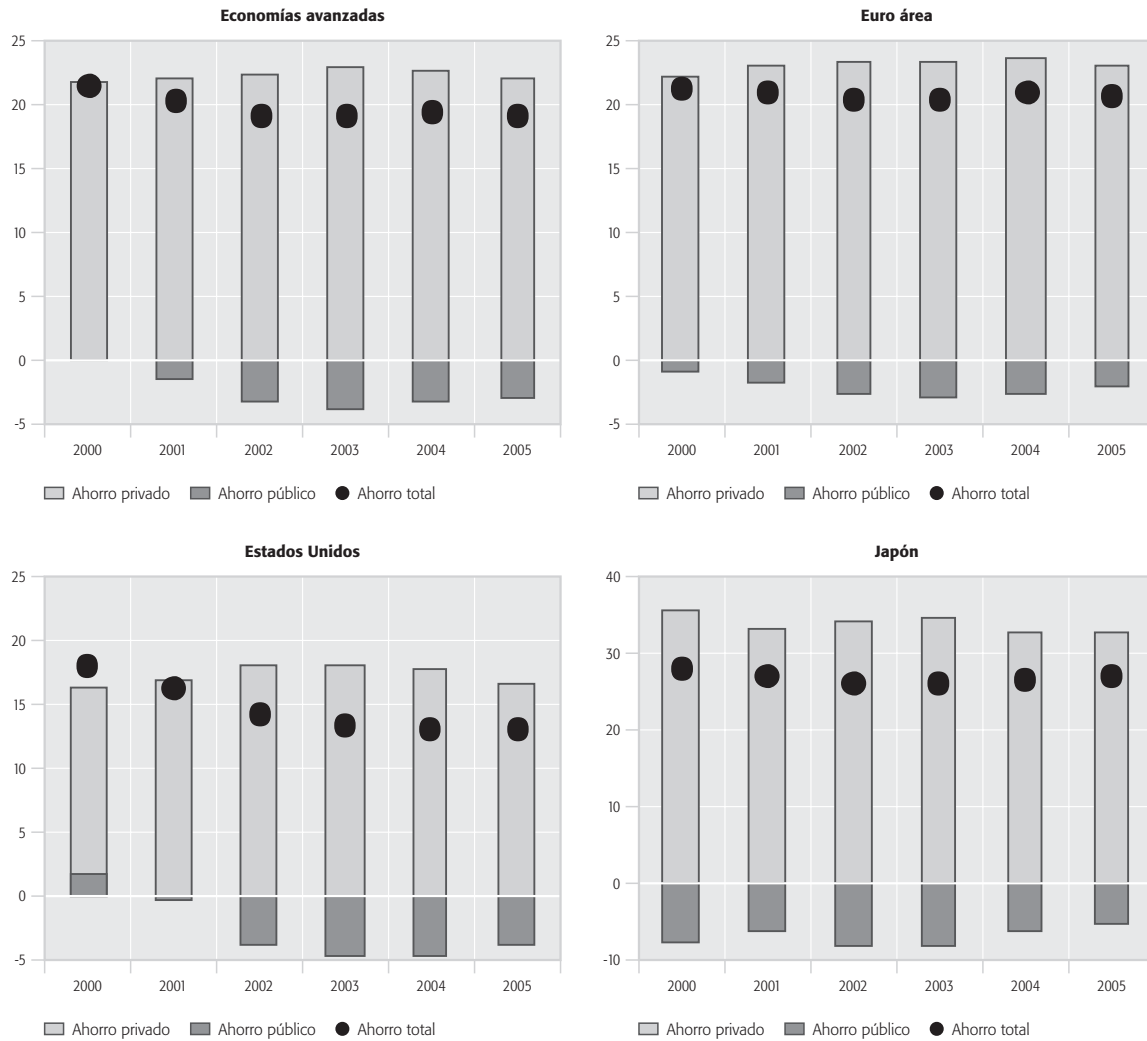
3. Los movimientos internacionales de ahorro: las explicaciones

Existen diferentes interpretaciones de las causas que motivan el panorama descrito en la sección anterior. Sin ánimo de ser exhaustivos, podríamos distinguir una primera familia de explicaciones que se caracteriza por buscar una única causa global que provocaría todos los desequilibrios señalados. Otro rasgo común a esta familia de explicaciones globales es que suelen mantener una actitud de despreocupación ante los desequilibrios, pese a su magnitud.

La primera de las teorías generales se centra en la globalización financiera. Según ella, la profundidad y eficiencia que han alcanzado los mercados internacionales de capital permitirían hoy financiar sin problemas déficit corrientes que antaño se consideraban insostenibles. No habría que asustarse, pues, ante la magnitud del déficit de ahorro que padece Estados Unidos. Tal interpretación cuenta con el respaldo del anterior presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan. En nuestra opinión, tal versión de los hechos tiene un indudable fondo de verdad, y es realmente llamativa la facilidad con que, hasta ahora, Estados Unidos ha financiado su gigantesco déficit corriente. Pero creemos que esto no debería llevar a la creencia de que puede con-

Gráfico 5

AHORRO TOTAL, PÚBLICO Y PRIVADO EN ALGUNAS ECONOMÍAS AVANZADAS
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

tinuar así indefinidamente. En último término, la restricción de solvencia intertemporal sigue vigente: ha de esperarse que sea capaz de repagar en el futuro lo que ha pedido prestado. En este sentido, las facilidades de financiación que la globalización proporciona tendrían también su "lado oscuro": los desequilibrios pueden mantenerse más tiempo sin requerir corrección, pero cuando esta finalmente llegue podría ser más severa. ¿Qué sucedería si cambia el sentimiento de los mercados sobre la capacidad norteamericana de financiar su déficit y los tenedores de las enormes sumas de activos en dólares intentan deshacerse de ellos simultáneamente, para evitar las pérdidas de capital ante una temida depreciación del dólar?

La segunda explicación global señala la existencia en el mundo actual de un exceso de ahorro. Este abundante ahorro se dirigiría hacia Estados Unidos como el mejor sitio para ser invertido. Sería el acomodo de estas entradas de capital el que estaría generando, como contrapartida contable, el déficit corriente norteamericano, y no ningún motivo doméstico. Tampoco, por tanto, debería o podría hacer mucho Estados Unidos por impedirlo. Aunque es sugestiva y señala aspectos a tener en cuenta, también esta explicación nos parece deficiente. Da, en primer lugar, una visión engañosa de la situación mundial. Ésta no se caracteriza por un aumento de las tasas de ahorro. Al contrario, aunque más o menos estables en los últimos seis

años descritos en la sección II, históricamente han sufrido un agudo y continuado descenso desde los años setenta del siglo XX. Si hoy “sobra” ahorro, es por la falta de inversión mundial, debido a la atonía de ésta en muchos países asiáticos y, en menor medida, en la zona del euro. Pero cabe pensar que tal atonía es meramente coyuntural. Por otro lado, las entradas de capitales extranjeros no tienen porqué traducirse necesariamente en un déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, pues pueden verse compensadas por salidas de capitales que las contrarresten. Finalmente, buena parte de esos capitales extranjeros toman la forma de reservas en dólares para los bancos centrales, de escasísima rentabilidad, lo que no cuadra con la idea de que los ahorros se dirigen fatídicamente “al mejor sitio para invertir”.

Una tercera explicación global destaca los determinantes demográficos. La renta de las personas depende de la etapa que atraviesan de su ciclo vital: tiende a ser pequeña en una primera fase de juventud, alcanza su máximo en la madurez y vuelve a disminuir en edades avanzadas. El deseo de evitar fluctuaciones bruscas en su nivel de consumo a lo largo del ciclo vital provoca que desahorren en la primera etapa, ahorren en la segunda y vuelvan a desahorrar en la tercera. Esto hace que la estructura demográfica de la población tenga efectos sobre la tasa agregada de ahorro en una economía. El actual envejecimiento de la población mundial conllevaría, a largo plazo, una disminución del ahorro. No obstante, nada más iniciarse el envejecimiento, a corto plazo, el efecto transitorio sería el aumento del ahorro, al disminuir las cohortes de jóvenes y aumentar las de personas maduras. En la actualidad, los distintos países atraviesan distintas fases en el proceso de envejecimiento de su población. Éste se encuentra más avanzado en Japón y los países europeos, no tanto en Estados Unidos, y aún menos en los países emergentes. Nuestra valoración de esta teoría es que apunta un aspecto crucial y digno de más estudio, pero no puede por sí sola explicar el actual panorama. Sin duda este tipo de factores están actuando, y lo harán más en el futuro. Pero Japón y Europa son las zonas con exceso de ahorro, Estados Unidos quien padece el déficit, y no al revés. Ha de tenerse además en cuenta que, probablemente, los efectos del envejecimiento sobre el ahorro no son tan inequívocos como la teoría del ciclo vital indica. Estudios microeconómicos ponen en duda que el ahorro disminuya en la ancianidad, debido a motivos como la preocupación por los descendientes, o la incertidumbre sobre los años que restan de vida y las necesidades financieras que pueden requerir.

Un último comentario a modo de cierre de los asuntos demográficos. Puede pensarse que el tamaño actual de las migraciones internacionales es capaz de alterar signifi-

cativamente el mapa del envejecimiento de la población, rejuveneciendo las zonas avanzadas y envejeciendo las zonas en desarrollo. Las proyecciones demográficas señalan unánimemente que no es así, pues para ello tendrán que darse migraciones de un tamaño socialmente inaceptable. Atenuarán los procesos, pero no los revertirán. ¿Cuál será el efecto de las migraciones sobre el ahorro de las economías receptoras? Parece que, en el mejor de los casos, neutral sobre el ahorro público (los inmigrantes cotizan, pero también utilizan los servicios públicos y devengan pensiones para el futuro) y positivo sobre el ahorro privado (aunque en parte destinado a enviarse como transferencias al país de origen).

La cuarta explicación global, y última que vamos a comentar, intenta explicar la caída mundial de la tasa de inversión, verdadero motivo, como arriba hemos comentado, de los excesos de ahorro. Se debería al cambio de la economía hacia actividades más intensivas en conocimientos y habilidades, como las tecnologías de la información y las comunicaciones, que requerirían menos inversión física. Por otro lado, parte de la caída en la inversión nominal estaría tan sólo reflejando la caída en el precio de numerosos bienes de inversión, lograda gracias a los avances tecnológicos. De nuevo fenómenos interesantes, sin duda relevantes, pero insuficientes: ¿cómo explicar así que la tasa de inversión haya aguantado mejor en Estados Unidos que en otras economías?

Las explicaciones de carácter global que se acaban de reseñar apuntan la existencia de fuerzas de fondo que, sin duda, están actuando sobre los déficit y superávit internacionales de ahorro, pero no parecen por sí solas capaces de explicar su situación actual. Ello probablemente se deba a la acción de acontecimientos coyunturales y de carácter local, no relacionados entre sí, en las zonas protagonistas de los desequilibrios: Estados Unidos y los países que financian su déficit.

En Estados Unidos, la combinación elegida de políticas macroeconómicas ha ayudado a la agudización del déficit por cuenta corriente. El deterioro en el ahorro nacional se debe en parte a la caída del ahorro público, provocado por una política fiscal que no ha compensado los recortes fiscales con reducciones en el gasto. El ahorro privado, aunque ha moderado su descenso en los últimos años, se encuentra también en niveles muy bajos. La política monetaria ha tenido un papel determinante en este comportamiento de las familias. Los bajos tipos de interés reales han estimulado el consumo de manera directa, mediante la reducción del coste del endeudamiento, e indirecta, a través del efecto riqueza del fuerte crecimiento del precio de la vivienda que han desencadenado.

En China, la tasa de inversión se mantiene alta, especialmente desde comienzos del siglo actual, pero aún mayor es la tasa de ahorro, que alcanza valores cercanos al 50 por 100 del PIB. A alcanzar tan espectacular tasa de ahorro, impulsada por el crecimiento de la economía, colaboran familias, empresas y gobierno. Las primeras, respondiendo así a la mayor incertidumbre sobre la provisión futura de servicios de salud, educación, vivienda, pensiones... antes provistos públicamente. Las segundas, reteniendo beneficios para autofinanciarse, ante las carencias que aún presenta un sector financiero poco desarrollado. El tercero, favorecido por los cuantiosos ingresos fiscales generados por el crecimiento.

En otros países asiáticos (países como Corea, Taiwán, Singapur, Tailandia, Malasia, Indonesia) el exceso de ahorro que les permite contribuir a la financiación del déficit norteamericano se genera por el comportamiento de la inversión. Ésta no ha vuelto a recuperar los niveles previos a la crisis financiera asiática de 1997. Las empresas, endeudadas y con exceso de capacidad por las inversiones previas, se centran más en reducir su deuda que en emprender nuevas inversiones productivas. Algo parecido, pero desde hace más tiempo, sucede en Japón, donde desde principios de los años noventa la inversión es tan escasa, que ni la reducción del ahorro privado ni los déficit públicos han impedido los superávits en la balanza por cuenta corriente.

El exceso de ahorro generado en los países productores de petróleo está estrechamente ligado a la reciente evolución del precio de esta materia prima. Su alta cotización se traduce en mayor ahorro público en dichas economías.

Bibliografía

- BERNANKE, B. S. (2005): "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics.
- BRYANT, R. (2004): "Cross-Border Macroeconomic Implications of Demographic Change", en SELTON, G. H. (ed.), *Global Demographic Change: Economic Impacts and Policy Challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- GREENSPAN, A. (2004): "The Evolving US Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World", *Cato Journal*, núm. 24.
- LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2006): "Examining Global Imbalances", *Finance and Development*, vol. 43, núm. 1.
- OBSTFELD, M. (2005): "America's Deficit, the World's Problem", *Monetary and Economic Studies* (Special Edition).
- POTERBA, J. (2004): "The Impact of Population Aging on Financial Markets", *NBER Working Paper*, núm. 10851.
- TERRONES, M. y CARDARELLI, R. (2005): "Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective", *World Economic Outlook*, capítulo II.