

Mercados financieros internacionales y desequilibrios globales

José Antonio Alonso*

1. Introducción

En pocos ámbitos como en el financiero se han logrado similares niveles de interdependencia e integración a escala internacional. La generalizada liberalización de los movimientos de capital, el intenso proceso de innovación financiera, con nuevos instrumentos para la traslación y cobertura del riesgo, el desarrollo de la informática y de las telecomunicaciones, que consuman transacciones en tiempo real y, en fin, la acción de poderosos inversores institucionales con operaciones altamente apalancadas (*highly leveraged hedge funds*) son factores que han contribuido a diluir las fronteras nacionales, convirtiendo a los mercados financieros en un espacio crecientemente diáfano a escala internacional. Este proceso ha alentado un incremento en los niveles de eficiencia de los mercados de capital, al permitir una más adecuada asignación del ahorro y del riesgo a escala internacional; pero también ha acrecentado los niveles de potencial inestabilidad agregada, al incorporar nuevos riesgos asociados al rápido e inesperado movimiento de los capitales y a la mayor probabilidad de contagio de las crisis.

Aun cuando los cambios señalados afectaron a todas la economías del mundo, su incidencia ha sido más severa en aquellas economías que ocupan los tramos medios de renta de la economía mundial, que es donde se localizan los llamados "mercados emergentes". Son esos países en desarrollo los que han vivido, de una forma más acusada, las dos caras de la liberalización financiera. De tal modo que si, por una parte, disfrutaron de la posibilidades de un más fácil acceso a la financiación, derivadas de

las nuevas condiciones de los mercados, por la otra, han incrementado su grado de vulnerabilidad externa, alcanzando la condición de epicentros de las sucesivas tormentas financieras que sacudieron el mundo en la década de los noventa. Hasta cierto punto, los mercados financieros han añadido dosis de volatilidad a la dinámica de crecimiento de estos países, acentuando los riesgos derivados de sus potenciales desequilibrios macroeconómicos y de los eventuales desajustes cambiarios registrados en la estructura de financiación de sus agentes económicos.

En el momento actual, la situación de los mercados financieros parece menos tensa que la existente hace una década, no sólo debido a la mayor disponibilidad de liquidez a escala internacional, sino también a las medidas preventivas adoptadas por este tipo de países. La experiencia del pasado les ha servido para extremar las cautelas, tratando de preservar los equilibrios macroeconómicos, reducir sus pasivos externos y fortalecer sus sistemas financieros domésticos. En todo caso, nada garantiza que no puedan reproducirse situaciones críticas como las que caracterizaron la segunda mitad de la década de los noventa, especialmente en ciertos mercados emergentes. Se trata de países altamente integrados en los mercados de capital, con aceptables expectativas de crecimiento futuro, pero con debilidades institucionales y regulatorias notables. Si el primero de los rasgos los aleja de las condiciones de los países más pobres, menos integrados en los mercados de capital, el último los diferencia de las economías desarrolladas, que gozan de mayor reputación, monedas más asentadas y una mayor capacidad regulatoria interna.

No obstante, de todos los riesgos que se asocian al comportamiento de los mercados financieros, el que alude a los desequilibrios de cuenta corriente que acumula Estados Unidos (a cambio del superávit de las economías asiá-

* Catedrático de Economía Aplicada. Director del ICEI.

ticas) es el que presenta una mayor severidad. De cómo se resuelvan esos desequilibrios globales dependerá no sólo la sostenibilidad de la estabilidad financiera y el crecimiento económico de los próximos años, sino también la configuración de los mercados financieros, y de las monedas de reserva, que caracterizarán las próximas décadas de este siglo. Buenas razones para reparar en sus causas y en sus posibles consecuencias.

2. Las nuevas condiciones de los mercados emergentes

Las condiciones en las que los mercados emergentes acceden hoy a la financiación internacional son muy diferentes de las vigentes hace apenas una década. Aunque no es un factor que quepa generalizar a todos los casos, estos países lograron atenuar los costes de acceso a los mercados de capital y mejorar el perfil temporal de sus pasivos externos (cuadro 1). De hecho, en los últimos años se ha producido una corrección relevante en el coste que para esas economías comporta el endeudamiento externo. Las proporciones que supone, por una parte, la deuda respecto al PIB y, por otra, el servicio de la deuda respecto a las exportaciones, han alcanzado sus mínimos históricos, desde aquel lejano 1982 en que se produjo la eclosión del

problema de la deuda externa. Desde luego, estos logros no son generalizables al conjunto de los países en desarrollo, pero son de suficiente entidad como para advertir del cambio producido en las circunstancias de acceso de una parte importante de estos países a los mercados financieros.

En este cambio han influido, cuando menos, tres grandes factores. En primer lugar, el exceso de liquidez existente en los mercados financieros internacionales, que relaja las condiciones de acceso al capital para los países con necesidades netas de financiación. Al igual que lo sucedido en la segunda mitad de los setenta, el reciclaje de los petrodólares, por una parte, y la canalización de los excedentes de ahorro de otras economías emergentes, como China, han creado las bases para un mayor apetito de riesgo de los inversores internacionales. En segundo lugar, han contribuido también a ese proceso las nuevas condiciones de equilibrio externo que han impuesto para muchos países en desarrollo la sobre-devaluación de sus monedas, como consecuencias de los ajustes frente a las crisis financieras pasadas, o la revalorización de las *commodities* que forman parte de su oferta exportadora. Uno y otro factor han contribuido a mejorar los saldos externos de sus respectivas economías, además de alentar el crecimiento de algunas de ellas. El tercer factor tiene que ver con las nuevas condiciones macroeconómicas y de regulación de los sistemas financieros que han puesto en marcha buena par-

Cuadro 1

FLUJOS DE CAPITAL A LOS MERCADOS EMERGENTES

	1990	1995	2000	2004
Saldo cuenta corriente	-17,8	-106,5	43,6	152,7
Porcentaje del PNB	-0,4	-2,1	0,8	2,0
Flujos netos de capital	28,6	125,8	178,6	192,3
Inversión directa neta	24,1	105,6	166,2	165,5
Inversión en cartera	4,5	20,2	12,4	26,8
Flujos netos de deuda	58,0	151,8	-6,2	84,1
Acreedores oficiales	27,3	38,8	-5,8	-24,9
Acreedores privados	30,7	113,0	-0,4	109,0
Medio y largo plazo	15,6	54,1	7,4	55,4
Bonos	1,0	23,4	17,5	63,0
Bancos	4,0	28,6	-5,8	-1,8
Otros	10,5	2,1	-4,3	-5,7
Corto plazo	15,1	58,9	-7,9	53,6
Cambio en reservas (signo menos implica crecimiento)	-37,4	-101,2	-46,8	-378,6

Fuente: Eichengreen (2006), Banco Mundial y FMI.

te de los mercados emergentes como vía para un acceso más sólido a los mercados de capital. Se trata de otra de las enseñanzas derivadas de las tormentas financieras de la década de los noventa. Todos estos cambios han tenido su expresión clara en una significativa reducción de los diferenciales (*spreads*) de tipos de interés correspondientes a los mercados emergentes.

El rápido desarrollo de los mercados de bonos en moneda local en alguno de estos países ha ayudado, además, a atenuar uno de los problemas asociados a las crisis financieras de los noventa: el desajuste en divisas (*currency mismatches*) en la estructura de endeudamiento de los agentes. No obstante, conviene advertir que este desarrollo no ha eliminado enteramente la vulnerabilidad externa de estas economías, que se expresa ahora en los desajustes de plazos (*maturity mismatches*) que enfrentan los inversionistas. De hecho, es posible que estos riesgos hayan hecho a los países más vulnerables a la especulación sobre los tipos de cambio, en la medida en que afecta a la rentabilidad de los títulos nominados en moneda nacional, en relación con los nominados en divisas.

En suma, las condiciones en los mercados financieros parecen hoy mejores que hace una década. Los países que entonces ocuparon el epicentro de la cadena de crisis financieras que sacudieron los mercados en la década de los noventa se encuentran hoy en posiciones notablemente más sólidas.

La historia, sin embargo, enseña que las favorables condiciones que hoy rigen en los mercados de capital pueden verse alteradas en un plazo no demasiado largo. Varios factores podrían explicar ese cambio, pero entre ellos sobresale el efecto que pudiera tener sobre algunos mercados la vía que siga el inevitable proceso de corrección de los desequilibrios que acumula la economía norteamericana. Sin pretender convertir a este factor en el único elemento de riesgo, ha de reconocerse que es uno de los que arroja más negras sombras sobre el futuro de la economía mundial.

3. Desequilibrios globales: los datos

Como es sabido, uno de los rasgos que caracteriza la realidad económica internacional es la acumulación de un importante déficit por cuenta corriente por parte de la economía de Estados Unidos. Se trata de un fenómeno que tiene su origen en la segunda mitad de los noventa, pero que se desarrolla y amplifica al comienzo de la presente década. De hecho, si en 1999 el déficit corriente de Estados Unidos apenas llegaba a los 300 millones de dólares, en el año 2006 ese déficit se acercaba a los 900 millones de dólares, lo que supone una cuota cercana al 7 por 100 del PIB (cuadro 2). Como consecuencia de ese proceso, se ha producido un creciente endeudamiento externo de la economía norteamericana. En concreto, la po-

Cuadro 2

SALDOS DE CUENTA CORRIENTE

(Miles de millones de dólares)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
P. desarrollados	18,5	-114,8	-267,1	-214,6	-229,5	-221,9	-267,2	-468,3	-571,1	-655
EE.UU.	-213,5	-299,8	-415,2	-389	-472,4	-527,5	-665,3	-791,5	-869,1	-959
Area Euro	49,1	23,2	-40,9	3,6	42,4	34,4	82,5	-2,6	-9,6	-16,9
Japón	119,1	114,5	119,6	87,8	112,6	136,2	172,1	165,7	167,3	162,9
Otros	63,8	47,4	69,3	83,0	87,9	134,9	143,5	142,1	140,3	157,9
M. Emergentes	-113,4	-24,0	79,6	40,0	78,5	147,8	211,9	424,7	586,7	638
Africa	-19,4	-15,0	7,2	0,4	-7,8	-3,1	-0,4	18,4	33,1	44
E. Central	-19,4	-26,5	-32,3	-16,2	-23,6	-36,4	-59,4	-63,3	-74,8	-77
CEI	-7,4	23,7	48,2	33,1	30,2	35,9	62,5	87,7	127,1	139
Asia	49,5	38,3	38,2	37,7	66,9	86,1	94,2	165,3	184,6	198
Oriente Medio	-26,1	12,1	67,0	39,0	28,9	58,5	96,8	182,9	282,1	306
Hem. Occid.	-90,6	-56,6	-48,6	-54,1	-16,2	6,8	18,2	33,7	34,7	28

Fuente: FMI.

sición neta frente al exterior de la economía norteamericana alcanza al 8 por 100 del PIB mundial. Nada sugiere que este proceso se corrija en el corto plazo. Para el año en curso, se estima que el déficit externo llegue a los 960 millardos de dólares y las previsiones para un período más dilatado sugieren un incremento del endeudamiento externo norteamericano, que llegará a situarse, en 2011, en torno al 15 por 100 del PIB mundial.

Es relevante señalar que, aunque en la financiación de estos déficit participan algunas economías desarrolladas (como Japón), es a los países en desarrollo a los que corresponde la mayor contribución. Exceptuando el caso de los países de Europa Central y Oriental, que arrojan un déficit de su cuenta corriente, en el resto de las regiones del mundo en desarrollo se registra un superávit que ayuda a financiar el abultado déficit norteamericano. El fenómeno contradice lo que apuntaría la intuición económica: son las economías en desarrollo, que mantienen déficit notables en su cobertura de servicios sociales y en sus infraestructuras básicas, las que se permiten el lujo de financiar el exceso de gasto de la economía más desarrollada del mundo.

De forma más precisa, la financiación procede de dos grupos de economías, ambas en desarrollo. En primer

lugar, las economías productoras de petróleo —en especial, de Oriente Medio—, que están experimentando la acumulación de rentas que se deriva del sostenimiento de unos elevados precios del crudo. A este grupo de economías cabría añadir algunas otras productoras de *commodities*, que en igual medida están disfrutando de un período de elevados precios en los mercados internacionales. El segundo grupo de economías está conformado por aquellas excedentarias, fundamentalmente de Asia, que han logrado mantener saldos superavitarios, en virtud de su extraordinario dinamismo exportador basado en la producción de manufacturas. En este grupo se sitúa, de manera muy destacada, la economía China.

Pese a su magnitud, no parece que exista dificultad alguna para mantener la financiación del déficit norteamericano. A facilitar ese proceso contribuye la política seguida por diversos países, especialmente los asiáticos, de acumular reservas en magnitud muy notable, como vía subóptima de aseguramiento frente a las veleidades de los mercados (cuadro 3). Por sólo poner dos ejemplos: al término de 2006, China había acumulado unas reservas al billón de dólares, mientras que las correspondientes a Japón eran sólo ligeramente inferiores a esa cantidad, situándose en torno a los 850 millardos de dólares.

Cuadro 3

RESERVAS INTERNACIONALES EN MILLARDOS DE DÓLARES USA (PRINCIPALES PAÍSES)

	1997	2001	2003	2004	2005	Abril 2006	Porcentaje del PNB	Porcentaje de Import
China	141	213	404	611	820	895	37	124
Japón	209	389	654	826	830	841	18	161
Taiwán (prov. China)	84	123	207	243	254	260	73	139
Corea	20	103	155	198	210	223	27	80
Rusia	14	33	74	122	176	219	23	128
India	25	46	98	126	132	154	17	98
Hong Kong	93	111	118	124	124	127	70	42
Singapur	71	75	95	112	115	127	98	59
México	28	44	58	63	73	78	10	33
Malasia	20	29	43	65	69	75	53	61
Argelia	8	18	33	43	57	66	55	282
Turquía	19	19	34	36	50	60	14	51
Brasil	51	36	49	53	54	56	7	69
Tailandia	26	33	41	49	51	56	30	43
	1.687	2.344	3.330	4.081	4.698	4.941		

Fuente: FMI (2006).

Aunque no en similar medida, otros países del entorno asiático mantienen también una visible dinámica de acumulación de reservas. En definitiva, se trata de poner en marcha una política cautelar frente a los potenciales riesgos de crisis, dotando a las economías de financiación autónoma para resistir tendencias adversas de los mercados. Buena parte de estas reservas están invertidas en activos norteamericanos de alta liquidez, limitado riesgo y baja rentabilidad. Se trata, por tanto, de una política que comporta elevados costes de oportunidad para los países que la practican, dada la rentabilidad a la que renuncian con esta asignación del ahorro.

4. Desequilibrios: causas y explicaciones

Es difícil identificar una única causa que explique la evolución del déficit norteamericano. Sin duda, una primera e inmediata lectura obliga a considerar la limitada capacidad de ahorro de la economía norteamericana. Un rasgo al que contribuye el comportamiento coincidente de diversos agentes. En primer lugar, es bajo el ahorro de las familias, en parte estimulado ese comportamiento por una política monetaria que ha tendido a mantener bajos los tipos de interés real. Con ello se influyó doblemente en la composición del gasto de las familias al reducir el coste del endeudamiento, por un lado, y al generar un efecto riqueza, por el otro, alimentado por la elevación del precio de las viviendas. A la limitada capacidad de ahorro privado, se suma —a partir de 2000— el comportamiento de un sector público que acumula un abultado déficit público, en parte espoleado por las reducciones fiscales promovidas por la Administración Bush. En estos momentos, el déficit público de Estados Unidos alcanza cerca del 4 por 100 del PIB. La elevada productividad de la economía norteamericana, la profundidad y eficacia de su sistema financiero doméstico y la integración de los mercados de capital a escala internacional constituyen factores que ayudan a explicar que semejantes desequilibrios se sostengan sin problemas de financiación.

En el otro extremo nos encontramos economías, como las asiáticas, con una duradera resistencia a hacer crecer la inversión. Es el caso de Corea, Taiwán, Singapur, Tailandia, Malasia o Indonesia. En estos casos, la inversión no ha llegado a alcanzar los niveles existentes previos a las crisis financieras de los noventa. De hecho, en estos casos, las empresas que disponen de capacidad excedentaria parecen más interesadas en desprenderse anticipadamente de deuda y recomponer su cartera que en incrementar las inversiones productivas. Un caso aparte es

China, donde la inversión es muy alta, pero donde también es muy elevada la tasa de ahorro, que supera holgadamente el 40 por 100 del PIB. Se trata de economías que —como se ha mencionado— han hecho de la acumulación de ahorro nominado en divisas su mejor mecanismo de garantía frente a las sombras de inestabilidad que trasmite el mercado. Ahora bien, más allá de la descripción de los mecanismos que subyacen al fenómeno ¿cuáles son los factores que explican la perdurabilidad de los desequilibrios? Son diversos los autores e interpretaciones que se han ofrecido al respecto.

En primer lugar, se ha aludido a la *globalización financiera* como principal factor explicativo de la enigmática sostenibilidad de los desequilibrios. Es la profundidad, la eficiencia y el nivel de integración de los mercados de capital lo que genera las bases para facilitar la financiación del déficit norteamericano en condiciones no conocidas hasta el presente. En este factor ha insistido Alan Greenspan (2004) de forma reiterada. Se trata de un factor de cambio que indiscutiblemente ha debido incidir sobre la sostenibilidad del déficit. Ahora bien, sería excesivo suponer que la globalización financiera haya logrado anular la restricción que a toda economía impone su requerida solvencia intertemporal: lo que necesariamente debe conducir a una inaplazable corrección de los desajustes en el medio plazo.

En segundo lugar, se ha sugerido que el déficit es el resultado de la existencia de *exceso de ahorro* en la economía internacional: un ahorro que busca para su colocación la economía más productiva y segura del mundo (Bernanke, 2005 y Lane y Milesi-Ferreti, 2006). Desde esta interpretación, sería absurdo que se tratase de frenar la voluntad de los inversores de situar sus ahorros allí donde mayores rendimientos (netos de riesgo) se les ofrecen. Lo que apunta a la economía norteamericana como principal destino de los ahorros. No cabe duda de que esta interpretación apunta a un hecho cierto: la existencia de economías superavitarias que tratan de colocar sus excedentes en activos seguros. Pero, para que diese cabal respuesta a la situación internacional debería explicar, cuando menos: 1) la estabilidad de la tasa de ahorro a escala internacional, que es poco compatible con una imagen de repentino exceso de ahorro; y 2) que los excedentes financieros se desplacen preferentemente hacia activos de muy reducida rentabilidad, lo que contrasta con la supuesta búsqueda por parte de los inversores de rentabilidades superiores.

En tercer lugar, se ha aludido a la *dispar dinámica demográfica* de las regiones para explicar el ciclo del consumo y del ahorro (Bryant, 2004, y Poterba, 2004). Al igual que en el seno de las familias, se supone que los países

generan ahorro neto cuando domina en su población las cohortes que están en sus tramos medios de vida; y padecen des-ahorro cuando dominan las de edades post-productivas. Así pues, se producirá un flujo de ahorro a escala internacional desde las regiones con demografías más jóvenes hacia aquellas con poblaciones más maduras. Aunque se trata de una explicación ingeniosa, la construcción argumental se enfrenta al hecho de que son las regiones de población más maduras (Europa e, incluso, China) las que están financiando a las regiones (como Estados Unidos) con poblaciones desplazadas hacia más jóvenes estructuras de edad.

En cuarto lugar, se ha mencionado la *caída de la tasa de inversión* como principal factor responsable de los desequilibrios detectados (Terrones y Cardarelli, 2005). El hecho de que buena parte de las economías asiáticas excedentarias hayan experimentado una caída en su tasa de inversión podría avalar esta interpretación. De forma más general, se supone que el tránsito de unas economías de base material a otras que fundamentan su progreso en intangibles, como el conocimiento y la tecnología, puede inducir este comportamiento, menos necesitados de grandes operaciones inversoras. Más allá de sus aciertos parciales, semejante interpretación requiere de razones ulteriores para explicar por qué Estados Unidos, precisamente la economía más asentada en conocimiento, atrae la capacidad inversora no realizada en otras regiones del mundo.

Por último, entre los argumentos ofrecidos que más capacidad de sugerencia tienen, está el que alude a la *heterogeneidad estructural de los sistemas financieros nacionales*, en un contexto de elevada integración internacional (Mendoza *et al.*, 2006). Los países con sistemas financieros más avanzados tienden a acumular pasivos externos frente a aquellos que disponen de sistemas financieros menos evolucionados. En gran medida, porque son los primeros los que tienen mayor capacidad para invertir en activos financieros con riesgo. Dado que es Estados Unidos el sistema financiero más desarrollado del mundo, el que tiene mayor profundidad y diversidad de activos y el que revela una mayor eficiencia, parece razonable que atraiga los ahorros a la búsqueda de mayores oportunidades de inversión. En el otro extremo se encuentran aquellas economías en desarrollo que son capaces de generar ahorro, pero que muestran una menor capacidad para asignarlo de una forma eficiente.

Las interpretaciones ofrecidas no agotan el campo para explicar los desequilibrios hoy vigentes. Ninguna de ellas está libre de objeciones, aunque todas y cada una apunta a factores relevantes que debieran ser tomadas en cuenta.

5. EE.UU. como banquero internacional

El proceso mencionado ha terminado por convertir a la economía norteamericana en la más endeudada del mundo. Ahora bien, semejante desequilibrio no se expresa en toda su dimensión como una carga para la economía norteamericana, en parte por el diferencial de rentabilidades que deriva de su posición neta con el exterior. Como se ha señalado, el endeudamiento norteamericano se expresa preferentemente en títulos de bajo riesgo y muy limitada rentabilidad adquiridos por las economías asiáticas para nutrir sus reservas. Por el contrario, el uso de ese ahorro permite a la economía norteamericana rentabilidades superiores, dando origen a importantes ganancias de capital. Este proceder es opuesto al que, por ejemplo, tiene la eurozona, cuyo balance de rentabilidad neta de activos y pasivos externos es negativo.

El proceso recuerda a épocas anteriores de la economía mundial, cuando estaba en plena vigencia el sistema de Bretton Woods. Como señala Eichengreen (2007), "Hoy, como hace cuarenta años, el sistema internacional está compuesto por un centro y una periferia. El centro tiene el exorbitante privilegio de emitir divisas usadas como reserva internacional y tiene una tendencia a vivir más allá de sus posibilidades. La periferia, a la que le resta un trecho por alcanzar al centro, está comprometida en un crecimiento exportador basado en el mantenimiento de un tipo de cambio infravalorado; de lo cual se deriva como corolario la masiva acumulación de reservas internacionales en activos de bajo rendimiento, nominados en la moneda del país del centro. En los sesenta, el centro era Estados Unidos y la periferia, Europa y Japón, (...). Ahora, con la expansión de la globalización, hay una nueva periferia, los mercados emergentes de Asia, pero el mismo viejo centro, los Estados Unidos, con la misma tendencia a vivir más allá de sus medios".

Aun cuando la semejanza es sugerente, el propio Eichengreen (2007) se ha encargado de poner límites a la comparación. Entre los factores de novedad a los que él alude, debieran contarse: 1) la ausencia de un bloque definido que actúe de modo unitario en la actual periferia, respecto a la Europa de los sesenta; 2) la existencia de monedas alternativas de reserva, como el euro, inexistentes cuarenta años atrás; 3) la ausencia en los países de controles de capital, lo que hace más difíciles y costosas las políticas de esterilización; y 4) los mayores niveles de liberalización financiera existentes a escala internacional. De todos estos factores de cambio, el más relevante es, sin duda, la presencia de un nuevo bloque económico, Europa, con un comportamiento financiero relativamente equilibrado y con una moneda que puede comportarse como divisa internacional.

En suma, el comportamiento de Estados Unidos es muy cercano al de un gran banco de inversión con proyección global, que es capaz de captar ahorro a bajo coste y asignar esos recursos a operaciones inversoras de mayor productividad y de más elevada rentabilidad. En parte este proceder está vinculado a la heterogénea posición financiera de esa economía frente al exterior: la casi totalidad de sus pasivos está nominada en dólares; por el contrario, más de las tres cuartas partes de los activos en el exterior están nominados en moneda extranjera. Como señalan Gourinchas y Rey (2005), se trata de un banquero que se comporta con grados elevados de apalancamiento: Estados Unidos financia las inversiones con riesgo y rentabilidad elevados mediante deuda de bajo interés captada en el exterior.

Ahora bien, nada obliga a que ese banquero incurra en recurrentes y agigantados déficit corrientes. Como señala Eichengreen (2006): "En principio, no hay razón para que el país con un más eficiente sistema financiero que está proveyendo servicios de intermediación al mundo no pueda obtener una cuenta corriente equilibrada o incluso un superávit". El Reino Unido, antes de la Primera Guerra Mundial, y Estados Unidos, antes de 1971, operaron como banqueros del mundo: lo que es nuevo es que ese banquero opere con un capital neto negativo. Este es el problema al que se enfrenta el sistema internacional en el más inmediato futuro.

6. Tratamiento

Es poco lo que se ha avanzado en términos de solución de los potentes desequilibrios antes aludidos. Sin duda, permanece la posibilidad de una corrección repentina y desestabilizadora de estos desequilibrios, lo que puede comportar un coste muy elevado para la economía internacional. Esta eventualidad podría suceder si cae abruptamente el consumo doméstico de los norteamericanos, que es el factor que ha sostenido su crecimiento, o si los inversores dejan de valorar favorablemente los activos norteamericanos, a los tipos de cambio e interés vigentes. Si de este segundo factor no existen indicios por el momento, sí existe la posibilidad de que el consumo norteamericano se contraiga, habida cuenta del deterioro que ha sufrido en el último año la inversión residencial en Estados Unidos. Pese a ello, nada sugiere que la hipótesis de un cambio abrupto sea la que prospere.

No obstante, las recomendaciones para evitar esa eventualidad apenas han tenido eco. Una de las vías para ayudar a corregir los desequilibrios sería promover el ahorro interno en el seno de Estados Unidos, lo que necesariamente debiera llevar aparejado una severa corrección del

déficit público. Más allá de la retórica al uso, asumir con seriedad ese propósito comportaría revisar los recortes fiscales puestos en marcha por la Administración Bush: una posibilidad que se antoja muy poco probable en el momento actual. Por lo demás, alguno de los vectores que alimentan el gasto público norteamericano, relacionados con sus gastos militares en el exterior, más que corregirse, parecen estar llamados a mantenerse en el tiempo, al menos en el más inmediato futuro.

Tampoco parece que hayan tenido eco los llamamientos a la suavización del régimen cambiario o al estímulo del gasto en China, como vía para atenuar su acumulación de superávit. La leve corrección apreciativa que ha tenido el remimbi, se ha demostrado, al cabo, claramente insuficiente para corregir los desequilibrios subyacentes. Y también parece que se mantiene el frugal comportamiento de los agentes público y privados en aquel país asiático. Aun cuando resulta difícil identificar las claves de su comportamiento, las empresas parecen decididas a mantener el ahorro como vía para su autofinanciación; las familias proceden de igual modo para compensar los eventuales riesgos de un futuro que desconocen; y el sector público obtiene superávit estimulado por el efecto cíclico de los ingresos fiscales, en un contexto de alto crecimiento. De este modo, el comportamiento del coloso asiático sigue siendo responsable de casi un tercio del déficit norteamericano.

Una posibilidad alternativa para afrontar los desequilibrios sería a través de una tendencial depreciación del tipo de cambio del dólar. Caso de que la economía norteamericana optase por esa vía, el proceso comportaría una transferencia neta de renta desde el resto del mundo hacia Estados Unidos. El impacto del proceso sobre la economía norteamericana sería doblemente positivo, ya que aumentaría sus exportaciones netas, en primer lugar, e incrementaría (disminuiría) el valor en dólares de sus activos (pasivos) en el exterior. Pero ello comportaría consecuencias adversas sobre la economía internacional, tanto sobre los competidores en los mercados internacionales como sobre los inversores: no cabe olvidar que una buena parte del ahorro internacional está hoy nominado en dólares. Los efectos de este proceso serían menos gravosos en caso de que el ajuste fuese leve, pero entonces el problema aparecería asociado a la limitada capacidad que ese ajuste tendría para corregir los desequilibrios subyacentes.

La otra vía de corrección es la que se derivaría de un cambio brusco en las preferencias de los inversores internacionales que promueva una reasignación de sus carteras de activos financieros, sea por alteraciones en su capacidad de asunción de riesgos, sea por los cambios atribuidos al futuro de la economía norteamericana. Es claro

que de optarse por esa vía, el proceso de ajuste afectaría a diversas economías, más allá de la propia norteamericana. La importancia de esos efectos dependerá muy crucialmente de la intensidad con la que se produzca el ajuste.

Para evitar los riesgos de este proceso, sería bueno que la economía norteamericana entrase en una senda de corrección suave de sus variables domésticas, reduciendo progresivamente su consumo, amplificando su capacidad de ahorro y corrigiendo levemente su tipo de cambio. Que esto se produzca y sea suficiente para corregir los desequilibrios existentes es algo que sólo el futuro resolverá.

Bibliografía

BERNANKE, B. (2005): "The global saving glut and the US current account deficit", *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics.

BRYANT, R. (2004): "Cross-border macroeconomic implications of demographic change", en Sellon, G. H. (eds.), *Global Demographic Change: Economic impacts and policy challenge*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

EICHENGREEN, B. (2006): *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, The MIT Press, Cambridge.

GOURINCHAS, P.-O. y REY, H. (2005): "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", *NBER Working Paper*, 11563.

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 MILES-FERRETTI, G. M. (2006): "Examining Global Imbalances", *Finance and Development*, vol. 43, núm. 1.

MENDOZA, E.; QUADRINI, V. y RÍOS, J. (2006): "Financial integration, financial deepness and global imbalances", FMI.

POTERBA, J. (2004): "The Impact of Population Aging on Financial Markets", *NBER Working Paper*, 10851.

RAJAN, R. (2006): "Perspectivas on Global Imbalances", FMI.

TERRONES, M. y CARDARELLI, R. (2005): "Global Imbalances: A saving and investment perspectives", *World Economic Outlook*.