

Un crecimiento global desequilibrado: ¿Por qué Estados Unidos ahorra tan poco y China tanto?

Ferran Casadevall Massuet*

Introducción: Un crecimiento global desequilibrado

El vertiginoso crecimiento económico chino es una de las características más llamativas de la economía global actual. En estos momentos, China está superando a Japón como segunda economía del mundo¹, y se está acercando rápidamente a Estados Unidos (EE.UU.); según los expertos, podría alcanzar la por ahora mayor economía del mundo en 2020 (Banco Mundial, 2009).

Otra característica de la coyuntura económica internacional es la aparición de los llamados desequilibrios globales, esto es, el surgimiento de elevados déficit por cuenta corriente en algunos países y elevados superávit en otros. China y EE.UU. vuelven a ser los protagonistas, pero en esta ocasión por su divergencia, pues el país asiático exhibe el mayor superávit del mundo y EE.UU. el mayor déficit. En definitiva, dos economías que se acercan, pero dos economías que divergen.

Los desequilibrios macroeconómicos y su posible contribución a la actual crisis económica y financiera han protagonizado en numerosas ocasiones el debate en foros y encuentros internacionales al máximo nivel, muy particularmente en el renacido G20². Es por ello, que es necesari-

rio profundizar en la comprensión de sus determinantes desde los distintos puntos de vista a través de los cuales se pueden estudiar estos desequilibrios.

Este artículo, en primer lugar, mostrará brevemente la evolución de los grandes desequilibrios macroeconómicos en los últimos años y, en particular, la contribución de Estados Unidos y China a los mismos. En segundo lugar, analizará estos desequilibrios desde el enfoque financiero, esto es, desde el punto de vista del ahorro y la inversión. En concreto, se comentarán las principales explicaciones surgidas para dar cuenta del bajo ahorro del país americano frente al elevado del gigante asiático. En último lugar se concluirá, valorando críticamente el carácter cíclico o transicional con el que estas teorías describen el ahorro en estos dos países.

Los grandes desequilibrios globales

El gráfico 1 muestra el saldo por cuenta corriente de las principales agrupaciones o regiones del mundo desde 1996 hasta 2009. El aumento en los desequilibrios globales en la última década ha sido claro, especialmente desde el año 2000. La suma de superávit y déficit ha pasado de alrededor de un 1 por 100 del PIB mundial a mediados de los noventa a más del 5 por 100 en 2008.

Los grupos más superavitarios son los países exportadores de petróleo, Asia Emergente, China, Japón y el conjunto de países europeos superavitarios. El país individual con mayor superávit es China. Los grupos más deficitarios son Estados Unidos y el conjunto de países europeos deficitarios, incluyendo España. El país americano exhibe el

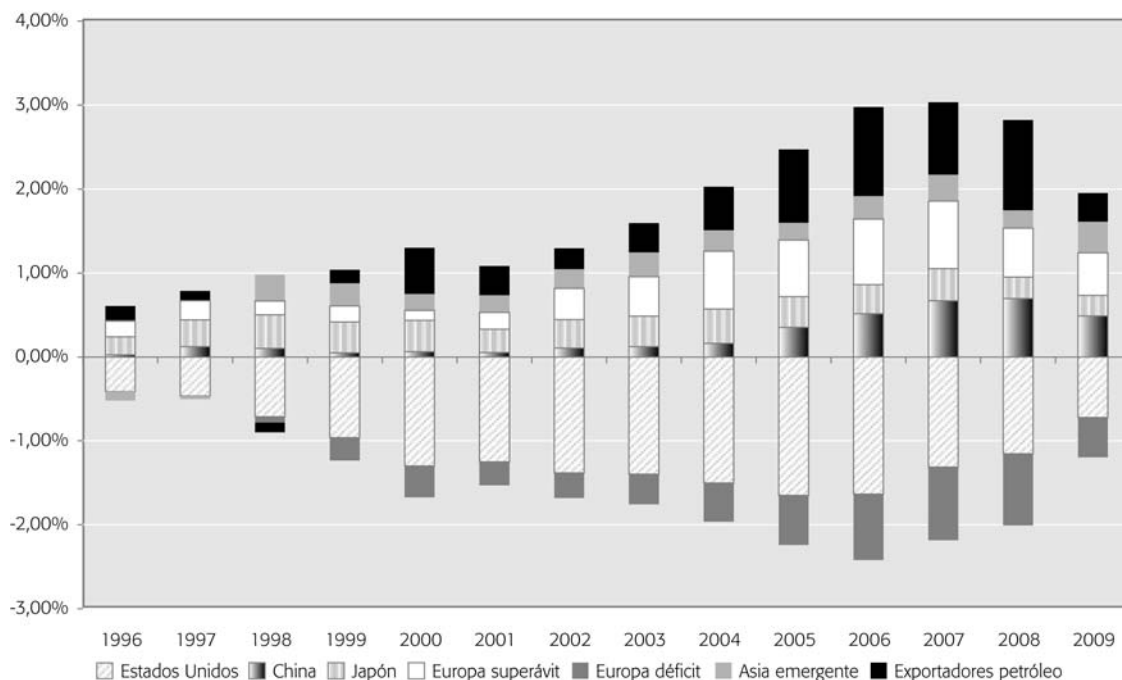
* Técnico Comercial y Economista del Estado.

¹ El adelanto de China a Japón tuvo amplia repercusión en los medios. Véase por ejemplo <http://www.bloomberg.com/news/2010-08-16/china-economy-passes-japan-s-in-second-quarter-capping-three-decade-rise.html>

² Véase por ejemplo el comunicado final de la cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009: http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf

Gráfico 1

SALDO POR CUENTA CORRIENTE EN DISTINTAS REGIONES, 1996-2009 (% PIB MUNDIAL)



Elaboración propia basado en FMI (2009).

Fuente: FMI (base de datos del World Economic Outlook). Los superávit y déficit no suman cero debido a la omisión de algunos países y de las discrepancias estadísticas. La agrupación de países proviene de FMI (2009). Europa déficit: Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, España, Reino Unido, Bulgaria, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, República Eslovaca, Turquía y Ucrania. Europa superávit: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Alemania, Luxemburgo, Holanda, Suecia y Suiza. Exportadores de petróleo: Argelia, Angola, Azerbaiyán, Bahrein, República del Congo, Ecuador, Guinea Ecuatorial, Gabón, Irán, Kazajistán, Kuwait, Libia, Noruega, Omán, Qatar, Rusia, Arabia Saudita, Sudán, Siria, Trinidad y Tobago, Emiratos Árabes Unidos, Venezuela y Yemen. Asia emergente: Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.

mayor déficit. Todas estas regiones han participado del aumento casi continuo del tamaño de los desequilibrios externos a lo largo de la década. En 2008 y 2009, con la crisis económica y su impacto en los flujos globales comerciales y financieros, los desequilibrios se han reducido notablemente.

El FMI (2009) prevé que después de 2009 los desequilibrios macroeconómicos volverán a aumentar, al entender que varios de los factores que explican su reducción en 2009 son de carácter cíclico. Durante 2011-2014 los desequilibrios se estabilizarán, pero a un nivel relativamente alto. En todo caso, la evolución dependerá de las medidas tomadas en cada país y de los distintos ritmos de recuperación económica.

El tamaño alcanzado por los desequilibrios macroeconómicos no podía dejar indiferente a la comunidad académica internacional. Se ha estudiado su relación con el nuevo orden monetario cambiario internacional, el denominado Bretton Woods II (Crespo y Steinberg, 2005), así como la

posible contribución de estos desequilibrios a la aparición de la crisis económica y financiera, de la cual el mundo está saliendo (Obstfeld y Rogoff, 2009). También hay estudios desde la óptica de la demanda y la competitividad de las exportaciones de una y otra región. Tampoco debe olvidarse el enfoque *stock*, que pone énfasis en la acumulación de reservas en China (y otros países) como consecuencia de los repetidos superávit anuales. (BCE, 2006). Y, finalmente, hay otra línea de investigación sobre los determinantes de estos desequilibrios desde la óptica del ahorro e inversión nacionales, en la cual encaja el resto del artículo.

Los desequilibrios desde el punto de vista financiero

El desequilibrio exterior se puede analizar desde el punto de vista de la demanda, con las importaciones y las exportaciones, o desde el punto de vista del ahorro y la inversión. Toda compraventa de bienes tiene asociado el co-

respondiente pago de flujos financieros, por el principio de partida doble contable. Un país con superávit tiene capacidad de financiación (corregido por las transferencias de capital), es decir, tiene capacidad para prestar financiación a otros países (los deficitarios). Ello significa que el ahorro propio ha sido más que suficiente para financiar la inversión nacional, y este exceso de financiación es prestado al resto de países. Por lo tanto, una manera de analizar los desequilibrios externos es analizar las tasas de ahorro e inversión. Aquellos países con déficit exterior deben mostrar una inversión mayor que su ahorro, y lo contrario debe suceder en los países con superávit.

El gráfico 2 muestra, para los últimos años, el ahorro y la inversión en China y Estados Unidos, en porcentaje de su PIB. El gráfico confirma que China tiene capacidad de financiación, esto es, su ahorro superior a su inversión, y lo contrario para Estados Unidos. De acuerdo con la visión intertemporal de la balanza de pagos, una situación deficitaria proviene de un proceso inversor, para cuya financiación el país recurre a los recursos exteriores, evitando así tener que sacrificar consumo. De modo paralelo, la situación de superávit corresponde a una inversión moderada que provoca un exceso de ahorro; pero Estados Unidos y

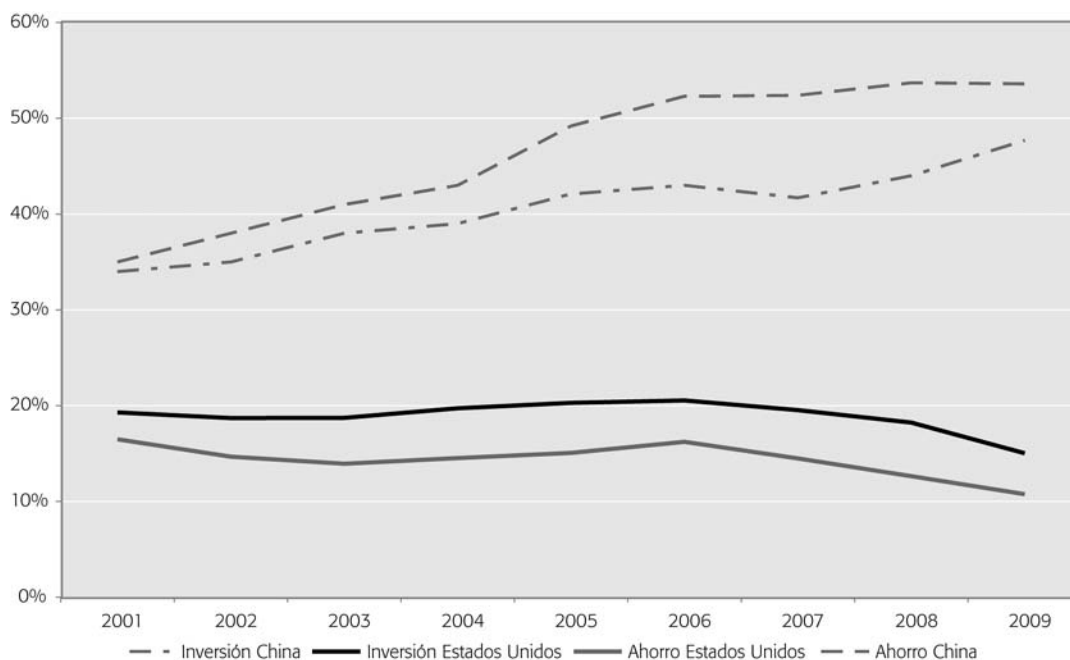
China requieren una interpretación distinta. El superávit del gigante asiático no proviene de una baja inversión, pues ésta es muy alta. El problema es que el ahorro es todavía mayor. En el caso americano, el déficit no proviene de un esfuerzo inversor, pues la inversión no es especialmente alta, sino de un ahorro especialmente débil.

Efectivamente, los dos países no sólo difieren en el sentido de sus desequilibrios, sino también en sus niveles de ahorro e inversión. Y estas diferencias son enormes. El gigante asiático exhibe un ahorro y una inversión muy superiores, en términos de PIB, a los del país americano. La economía china ahorra más de la mitad de lo que produce, mientras que la norteamericana sólo ahorra alrededor de un 15 por 100.

El resto del artículo se centrará en intentar explicar el alto ahorro chino y el bajo ahorro americano. La explicación de la inversión es igualmente interesante pero los determinantes del ahorro son muy ilustrativos de los contrastes entre una economía y otra. Además, es en el ahorro donde difieren más estos dos países respecto a sus grupos naturales de comparación (países desarrollados para Estados Unidos y emergentes asiáticos para China).

Gráfico 2

INVERSIÓN Y AHORRO EN ESTADOS UNIDOS Y CHINA (% PIB)



Elaboración propia.

Fuente: FMI (base de datos del World Economic Outlook y Artículo IV de China 2006, 2010).

¿Por qué Estados Unidos ahorra tan poco?

Ciertamente, la primera economía del mundo ahorra mucho menos que la segunda. Pero, ¿realmente Estados Unidos ahorra poco o su ahorro es “normal” para un país desarrollado? El país americano ahorra poco en cualquier comparación que se realice. El gráfico 3 es muy ilustrativo a este respecto. La inversión americana es persistentemente menor que la de la media de los países desarrollados. El bajo ahorro americano ya proviene de la década de los noventa, si bien en el año 2000 inicia un fuerte descenso, lo que cabe relacionar con el aumento de los desequilibrios globales mencionados anteriormente. Este descenso, con una interrupción, provoca un mínimo en la tasa de ahorro en 2009 del 10,8 por 100 del PIB. En general, la comparación entre el ahorro americano y el del resto de países desarrollados invita a descartar la afirmación de que el bajo ahorro estadounidense se debe simplemente a su condición de economía madura o desarrollada.

En 2009, el efecto de la crisis en la tasa de ahorro ha sido muy perceptible, pero no ha menguado la diferen-

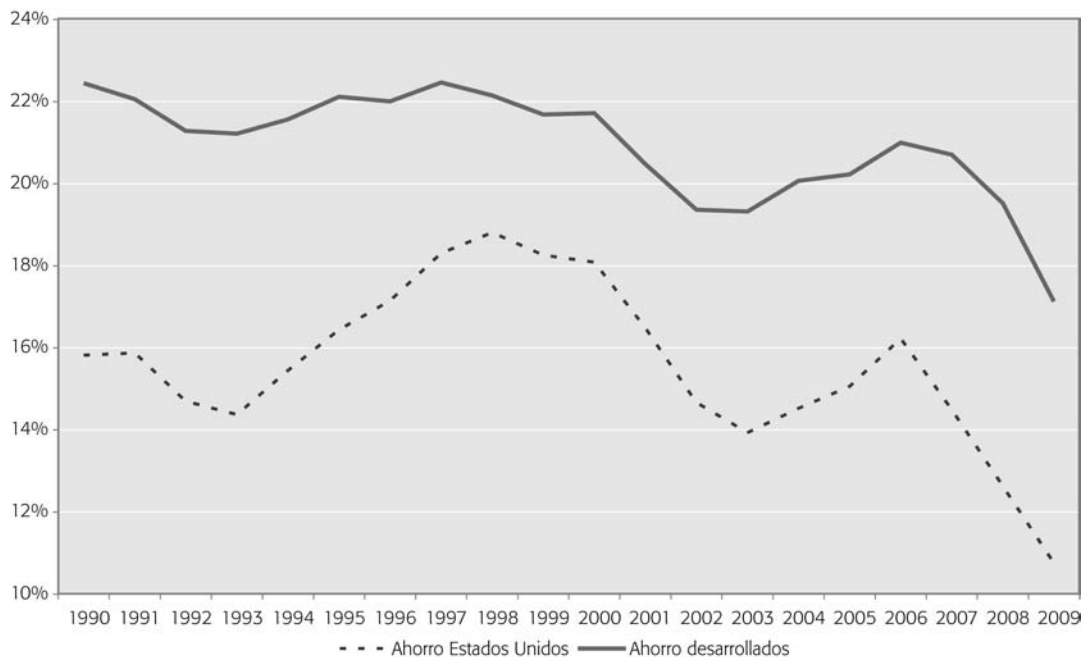
cia entre el país americano y la media de las economías desarrolladas. Teniendo en cuenta, además, que esta diferencia ya se había mantenido de manera bastante estable (e incluso creciente) a lo largo de todo el periodo analizado, ello induce a pensar que la divergencia entre el ahorro americano y el del resto de países desarrollados no obedece a factores coyunturales o cíclicos, sino que parte de algún aspecto diferencial mucho más estructural de la economía estadounidense.

El primer paso es estudiar el ahorro desde el punto de vista de los agentes que lo realizan. En este sentido, el ahorro privado es mucho más estable que el ahorro público, es decir, las variaciones en el ahorro total están provocadas sobre todo por alteraciones en el ahorro público (gráfico 4). El peso del déficit público en el ahorro total se manifiesta en los periodos de principios de los noventa, con la crisis industrial de principios de los 2000, con la desaceleración y el fin de la burbuja tecnológica, y en la actualidad, como consecuencia de la crisis económica y financiera.

Pero sobre estas variaciones temporales se observa también una caída continua del ahorro de las familias, que pasa de casi el 7 por 100 a principios de los noventa

Gráfico 3

AHORRO EN EE.UU. Y EN EL CONJUNTO DE PAÍSES DESARROLLADOS, 1990-2009 (% PIB)

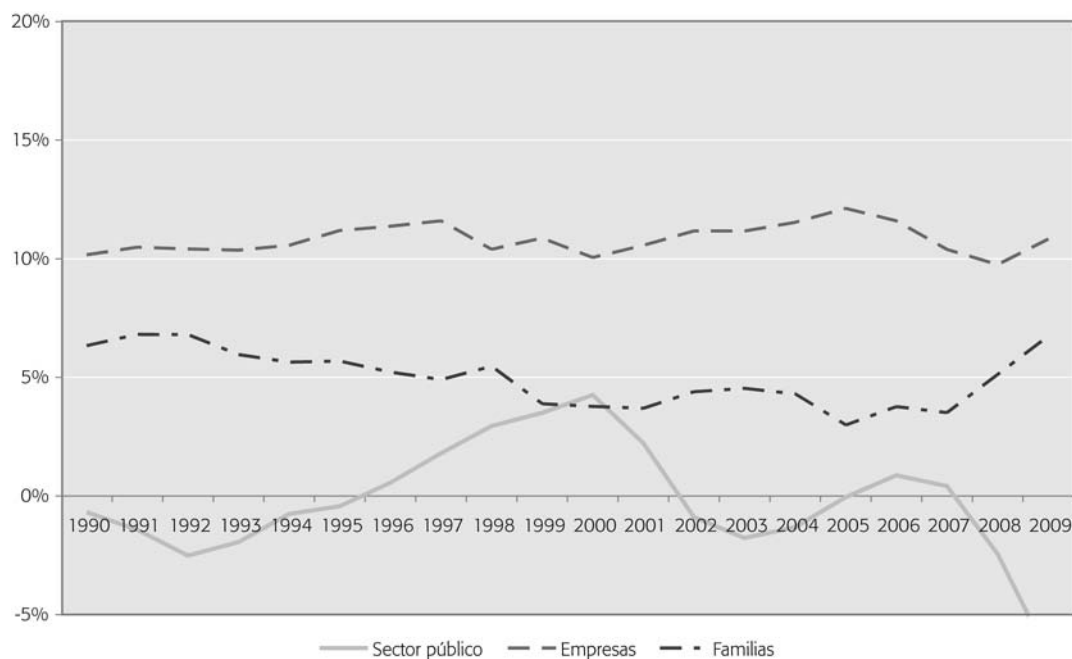


Elaboración propia.

Fuente: FMI (base de datos del World Economic Outlook).

Gráfico 4

AHORRO PRIVADO Y PÚBLICO EN ESTADOS UNIDOS (% PIB), 1990-2009



Elaboración propia.

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

hasta el 2,9 por 100 en 2005. La estabilidad del ahorro privado se debe a que en muchos años el ahorro de las empresas compensa al de los hogares. La caída del ahorro familiar ha sido ininterrumpida hasta el año 2007. Es esta tendencia negativa del ahorro de los hogares la que ha despertado el interés de los académicos y la que genera la divergencia con el resto de países desarrollados. El aumento del ahorro privado en 2008 y 2009 es consecuencia de la crisis económica y de la incertidumbre que esta ha generado. El carácter temporal o estructural de esta recuperación es una de las incógnitas principales para la macroeconomía estadounidense de los próximos años.

Cuestiones metodológicas y estadísticas aparte, tres son las causas que más habitualmente se han señalado para explicar este largo periodo de descenso del ahorro privado. Estas causas están íntimamente relacionadas y, en última instancia, acuden todas ellas a un aumento del consumo para explicar el descenso en el ahorro.

En primer lugar, se destaca el papel del efecto riqueza derivado de los precios de los activos financieros e inmobiliarios (Bermanke, 2005; FMI, 2005; Juster *et al.*, 2004).

El efecto riqueza supone que un aumento del valor de los activos se traduce en una mayor capacidad de consumo y una menor necesidad de ahorrar. A finales de los noventa fue la revalorización de los activos bursátiles la que disminuyó la necesidad de ahorro. Estados Unidos lideró, en esos años, la percepción de un nuevo progreso económico basado en las nuevas tecnologías de la información y la comunicación que repercutió en unos aumentos continuados del valor de las acciones en el mercado bursátil estadounidense. Con la perspectiva de continuas y elevadas ganancias de capital, los hogares norteamericanos percibieron una menor necesidad de ahorrar. Después de la caída bursátil de principios de la siguiente década, los activos inmobiliarios tomaron el relevo.

El segundo factor explicativo discurre paralelo al primero, y también se aplica al periodo de finales de los noventa, acudiendo a la teoría de la renta permanente. De acuerdo con Guidolin (2007) y el FMI (2009), las fuertes ganancias de productividad de finales de los noventa en EE.UU. fueron incorporadas como permanentes por los hogares, de modo que ajustaron al alza sus expectativas sobre rentas salariales futuras, permitiéndose así financiar un mayor consumo presente.

El tercer determinante es la desregulación e innovación financiera. Esta innovación ha permitido suavizar o relajar restricciones de liquidez, poniendo al alcance de más familias mayor capacidad de endeudamiento. La innovación posibilita que los consumidores transformen ganancias de capital futuras esperadas, todavía no realizadas (derivadas de la evolución esperada de activos financieros e inmobiliarios anteriormente mencionada), en consumo presente (Guidolin et al, 2007). De hecho, en este periodo se ha observado un aumento del peso del crédito al consumidor en el PIB (FRBSF 2002). Algunos de estos instrumentos y prácticas financieras y sus consecuencias salieron a la luz en el surgimiento de la crisis en 2008 y 2009, poniéndose de relieve sus problemas a la hora de asignar y reflejar correctamente los riesgos incurridos.

¿Por qué China ahorra tanto?

Es habitual que países bajo un proceso de rápido desarrollo exhiban una alta tasa de ahorro. Sin embargo, al igual que Estados Unidos, China muestra un comportamiento diferencial con su entorno económico, esto es, con

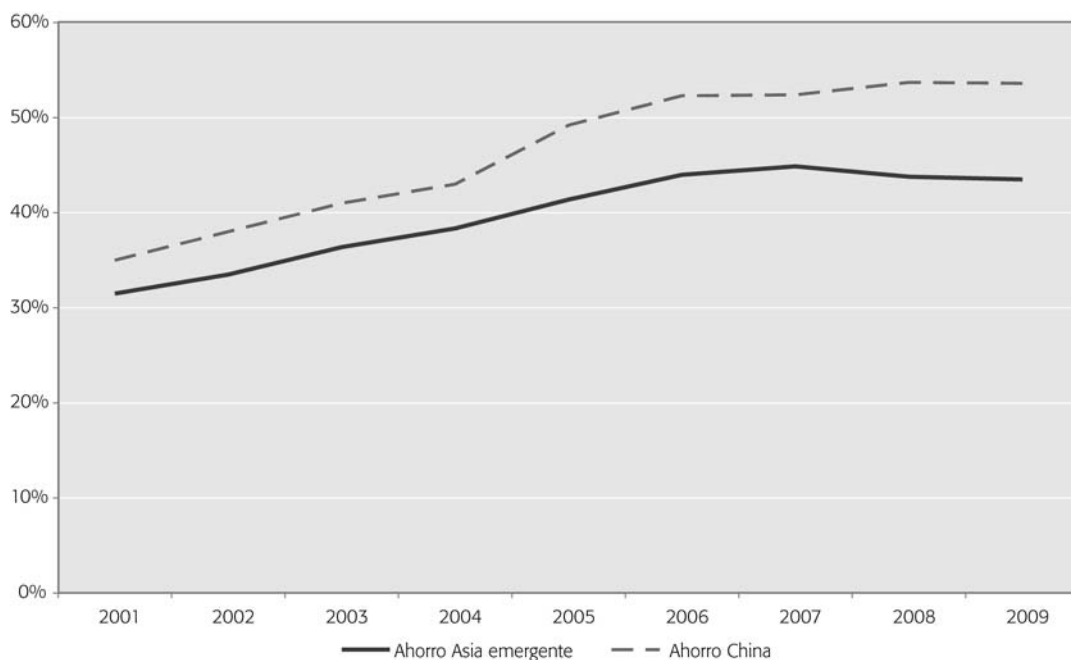
el resto de países asiáticos emergentes. El ahorro chino, como porcentaje del PIB, está siendo, en la última década, persistentemente mayor que en el conjunto de Asia emergente (gráfico 5). Este nivel de ahorro es mucho mayor del que se derivaría del nivel de renta y de la estructura demográfica de China (FMI, 2006).

En cuanto a la desagregación del ahorro en sectores, la información disponible muestra que ha aumentado tanto el ahorro público como el privado, en sus dos componentes, ahorro de los hogares y empresas, siendo el alto nivel de este último muy destacable (FMI, 2010).

El alto ahorro chino ha sido estudiado abundantemente en la literatura económica. Según la mayoría de investigadores, la principal causa del creciente ahorro privado se debe a la disminución de la provisión por parte del sector público empresarial, como venía siendo hasta ahora, de ciertos servicios sociales básicos como vivienda, pensiones, educación o sanidad. Los ciudadanos deben asumir con incertidumbre la transición desde unos servicios ofrecidos habitualmente por las empresas públicas a una futura provisión pública o privada que todavía se está construyendo (FMI 2005; Chamon y Prasad, 2008). El en-

Gráfico 5

AHORRO EN CHINA Y EN EL CONJUNTO DE ASIA EMERGENTE, 2001-2009 (% PIB)



Elaboración propia.

Fuente: FMI (base de datos del World Economic Outlook y Artículo IV de China 2006, 2010).

vejecimiento de la población china, en parte por el efecto de la política de hijo único, puede estar detrás de un aumento del ahorro en los trabajadores de mayor edad, que deben afrontar la incertidumbre sobre sus pensiones. Esta incertidumbre se traduce en un alto ahorro privado por motivo precaución.

El poco desarrollo y el sesgo empresarial del sector financiero, por su parte, impide que haya una oferta suficiente de facilidades de préstamo y de seguro a los consumidores (FMI, 2006). Los bancos tienden a prestar sus fondos al Gobierno y al sector empresarial público.

El elevado ahorro de empresas públicas y privadas también ha sido enfatizado, particularmente por el FMI (2006, 2010). De acuerdo con la institución internacional, las empresas públicas, como consecuencia del crecimiento económico generalizado y de haberse liberado de gastos sociales (vivienda, pensiones, educación y sanidad), han aumentado notablemente sus beneficios, que no están siendo dirigidos a financiar el presupuesto general del Estado, sino que se retienen y se reinvierten en la propia empresa. En el caso de las empresas privadas, que también han disfrutado de la situación económica boyante, la distribución de los beneficios en forma de dividendos es muy baja, debido al funcionamiento del sistema financiero chino, que otorga poco poder de control a los accionistas. El escaso desarrollo del sistema financiero provoca también que las empresas tengan poco acceso a financiación en mercados de bonos y deuda, incluyendo los extranjeros, y prefieran reinvertir sus beneficios. Otras razones suplementarias se relacionan con el bajo precio de factores productivos, tales como terreno, electricidad y gas, para las empresas intensivas en energía y capital. Finalmente y, siempre de acuerdo con el FMI, la estructura empresarial todavía sufre un predominio de posiciones de oligopolio permitiendo una alta generación de rentas empresariales.

El trabajo de Guo y N'Diaye (2010) realza esta importancia del ahorro empresarial, pero desde otro enfoque. Estos autores argumentan que la especialización industrial china en bienes de exportación, junto con el bajo coste del capital y de la energía, ha provocado un crecimiento económico, en comparación con otros países emergentes, con mucho peso de la industria y poco del sector servicios. Dado que el primero es menos intensivo en creación de empleo, el crecimiento chino está siendo, contrariamente a la intuición habitual, poco creador de empleo (en comparación con otros países). Como consecuencia, y dado el rápido crecimiento de la productividad, ha disminuido la participación del trabajo en la renta, aumentando la de los beneficios empresariales.

Conclusión y perspectivas

La breve visita realizada a las principales teorías para explicar el bajo ahorro americano y el alto ahorro chino permite realizar dos comentarios.

En primer lugar, el sector financiero parece desempeñar un papel determinante en el nivel y evolución del ahorro, tanto en el país americano como en el asiático. Ello no es ninguna sorpresa dado que la función del sector financiero es precisamente albergar el ahorro y canalizarlo hacia la inversión. En los dos casos ha habido distorsiones o imperfecciones de los mercados financieros que son los causantes de excesivos o débiles niveles de ahorro. En Estados Unidos, el sistema financiero ha permitido transformar ganancias de capital e inmobiliarias no realizadas, en disponibilidad de crédito presente, menospreciando el riesgo que en ello se incurría. En China, por el contrario, el infradesarrollo del sistema financiero provoca un fuerte ahorro por parte de empresas públicas y privadas, al mismo tiempo que los bancos se concentran en inyectar capital en las empresas públicas y en el Gobierno en vez de conceder créditos al consumo.

La reforma y modernización del sistema financiero aparece, por lo tanto, como un factor crucial a la hora de afrontar los inusuales niveles de ahorro y, con ello, los grandes desequilibrios macroeconómicos.

En segundo lugar, las teorías más compartidas apuntan a causas de tipo cíclico para Estados Unidos y transicional para China. En el caso americano, el efecto riqueza derivado primero de los valores bursátiles y después inmobiliario, alimentado por un mercado financiero muy desarrollado y cierta relajación crediticia, ha fomentado el aumento del consumo. En el caso de China, es la transición a un nuevo modelo económico y la incertidumbre asociada a este cambio, lo que ha generado un ahorro precautorio en las familias, al tiempo que el infradesarrollo de los mercados financieros y el propio modelo productivo provocan un alto ahorro empresarial.

De acuerdo con estas teorías, el cambio de ciclo en Estados Unidos, así como la adopción de prácticas financieras más restrictivas después de la actual crisis, debería provocar un acercamiento de su ahorro a tasas similares al del resto de países desarrollados. Igualmente, en China, con una transformación económica que avanza a pasos agigantados, y una vez el tamaño del sector público empresarial se consolide y el modelo de protección social se defina y se asiente, es de esperar una estabilización y quizá disminución del ahorro precautorio privado. Al mismo tiempo, el desarrollo de los mercados financieros permitirá

a hogares y empresas acceder al ahorro exterior, toda vez que la distribución de dividendos adquirirá más importancia. Por lo tanto, es de esperar que, a medio plazo en Estados Unidos y a largo plazo en China, la tasa de ahorro se acerque a la media de los países de su entorno. Como consecuencia, debería observarse a medio plazo, *ceteris paribus*, una reducción de los grandes desequilibrios macroeconómicos.

Las causas culturales para explicar el ahorro, que mostrarían unos determinantes más estructurales y que, por lo tanto, serían más adecuadas, de confirmarse la tendencia observada en los datos aquí mostrados de que las diferencias entre países permanecen con el tiempo, han sido muy poco invocadas en el caso americano y desechadas por la mayoría de los autores para China (Harbaugh, 2004). Si el ciclo económico que se inicia en Estados Unidos después de la crisis y el avance en la transformación económica china no provocan cambios en el ahorro, la relevancia de las teorías culturales y otras igualmente de tipo estructural deberá ser reconsiderada. Para ello, deberá analizarse si la recuperación del ahorro privado en Estados Unidos en los últimos años es una mera reacción cíclica a la crisis o si, por el contrario, es síntoma de un cambio de la tendencia a largo plazo. Al mismo tiempo, los grandes desequilibrios globales podrían convertirse en una característica permanente del nuevo orden económico mundial y sus consecuencias sobre la estabilidad económica y financiera mundial adquirirán una renovada importancia.

Bibliografía

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2006), *The accumulation of foreign reserves*, ECB Occasional Paper Series No. 43. Banco Central Europeo.
- BANCO MUNDIAL (2009), *China through 2020 – a macroeconomic scenario*, The World Bank China Office Research Working Paper no. 9, June 2009.
- BERNANKE, BEN S. (2005), *The global saving glut and the US current account deficit*, (discurso frente a la Virginia Association of Economics, marzo 2005), FRB 2005.
- CHAMON, MARCOS, Y ESWAR PRASAD (2008), "Why are saving rates of urban households in China rising?" IMF Working Paper WP/08/145. IMF (Washington).
- CRESPO, CLARA, Y FEDERICO STEINBERG (2005), "Interdependencia financiera global: equilibrios múltiples en Bretton Woods II", ICE, Diciembre 2005, núm. 827.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005), *World Economic Outlook, October 2005*. IMF (Washington).
- (2006), *Staff Report for the 2006 Article IV Consultation (People's Republic of China)*. IMF Country Report 06/394. IMF (Washington).
- (2009), *Global Imbalances: in mistream?*
- (2010), *Staff Report for the 2010 Article IV Consultation (People's Republic of China)*. IMF Country Report 10/238. IMF (Washington).
- GUIDOLIN, MASSIMO, Y ELIZABETH A. LA JEUNESSE (2007), "The decline in the US personal saving rate: is it real and is it a puzzle?", Federal Reserve Bank of St. Louis Review noviembre/diciembre 2007, pp. 491-514.
- GUO, KAI, Y PAPA N'DIAYE (2010), "Determinants of China's private consumption: an international perspective", IMF Working Paper WP/10/93. IMF (Washington).
- HARBAUGH, RICK (2004), "China's high saving rates", Artículo preparado para la conferencia "The Rise of China Revisited: Perception and Reality", National Chengchi University.
- JUSTER, F. THOMAS ET AL. (2004), "The decline in household saving and the wealth effect", FEDS Working Paper Num. 2004-32.
- OBSTFELD, MAURICE Y KENNETH ROGOFF (2009), "Global imbalances and the financial crisis: products of common causes" (artículo preparado para la Conferencia de Política Económica en Asia de la Reserva Federal de San Francisco, Santa Bárbara, octubre 2009).
- RESERVA FEDERAL DE SAN FRANCISCO (FRBSF) (2002), *What's behind the low US personal saving rate?*, FRBSF Economic Letter, Num 2002-09. FRBSF (San Francisco).